

+ **Regulación bancaria: sus costos y efectos**  
sobre la bancarización

+ **Discurso del Dr. Luis Carlos Sarmiento**  
en la XXVIII Asamblea de Anif

+ **Inclusión financiera y bancarización**

+ **La informalidad laboral cafetera: el**  
retrato de Juan Valdez

# financiera

# carta

168

DICIEMBRE 2014

**ANIF**  
Asociación Nacional de Instituciones Financieras

Centro de  
Estudios  
Económicos

**40**  
años

## Del dicho regulatorio... al hecho regulatorio

## Costos de la inflación regulatoria en Colombia

COL \$13.000

ISSN 0120-3436



7 1709998 002494

No.168 Diciembre de 2014  
**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**

INVESTIGADOR JEFE  
**David Malagón**

INVESTIGADORES ANIF  
**Ekaterina Cuéllar**  
**Raúl A. Fandiño**  
**Juan S. Joya**  
**Daniela Maldonado**  
**Álvaro Parga**  
**Nelson Vera**  
**Ana M. Zuluaga**

EDITORA  
**Ximena Fidalgo**

DISEÑO Y PRODUCCIÓN ELECTRÓNICA  
**Tatiana Herrera**  
IMPRESIÓN  
**Legis**

GERENTE COMERCIAL Y MERCADEO  
**María Inés Vanegas**  
Publimarch Ltda. Tel 305 32 95

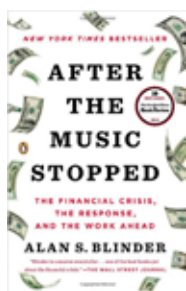


SUSCRIPCIONES  
**Amanda González**  
Calle 70 A No.7-86

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

CORREO ELECTRÓNICO [anif@anif.com.co](mailto:anif@anif.com.co)  
PÁGINA WEB [www.anif.co](http://www.anif.co)

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



## Sumario Diciembre de 2014

### EDITORIAL

- 4 Balance de 2014: ¿Qué esperábamos y qué pasó?**

### ACTUALIDAD ECONÓMICA

- 9 Regulación bancaria: sus costos y efectos sobre la bancarización**  
Investigación elaborada por Anif para Bancolombia

- 17 Inclusión financiera en Colombia: importantes avances en un camino por recorrer**  
María Mercedes Cuéllar

- 22 La informalidad laboral cafetera: el retrato de Juan Valdez**  
Ricardo Rocha García

- 30 Tasas de transferencia: el precio de la liquidez**  
Alexander Campos

- 40 Medición del riesgo sistémico del sistema financiero colombiano**  
Wilmar Cabrera, Miguel Ángel Morales, Jorge Hurtado y Juan Sebastián Rojas

### NOTAS DESTACADAS DE ANIF

- 47 Reforma Tributaria: Proyecto de Ley 134 de 2014**  
**52 ¿Cómo va la implementación de Basilea III en Colombia?**  
**59 Una evaluación del TLC de Colombia y Estados Unidos**

### NOTAS DESTACADAS DE MERCADOS DE CAPITALES

- 62 Las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte en las operaciones del mercado monetario sobre renta fija**  
**66 El Segundo Mercado de valores y su regulación**

### Discurso

- 71 Palabras del doctor Luis Carlos Sarmiento Angulo en la XXVIII Asamblea de Anif**

### TORRE DE MARFIL

- 82 Después de que la música cesó: la crisis financiera, sus respuestas y tareas pendientes**  
Libro escrito por: Alan S. Blinder  
Comentado por: Sergio Clavijo

# Balance de 2014:

## ¿Qué esperábamos y qué pasó?

**C**omo ya es costumbre, Anif cierra el ciclo anual de sus informes semanales realizando un balance de lo ocurrido en este año que termina. Cotejaremos nuestros pronósticos con lo que finalmente ocurrió en las áreas de los desbalances externos, el mercado de capitales, la desaceleración económica, el mercado laboral y las necesidades de ajustes tributarios. Ha llegado la hora de “tomarnos la lección” sobre nuestras capacidades predictivas en materia de los riesgos macroeconómicos que veíamos un año atrás.

### El entorno global de 2014

El año 2014 no fue el del “rebote del crecimiento a nivel global” que todos esperábamos, pues datos preliminares indican que la economía global probablemente creció el mismo 3% que en 2013 (cifra ponderada por tamaño de las economías en dólares PPA).

La recuperación del mundo desarrollado resultó *subpar*, pues solo aceleró su crecimiento del 1.3% hacia el 1.7%, mientras que el mundo emergente nos sorprendió al desacelerarse del 4.6% al 4.1%. Estas cifras, además, enmascaran desempeños bastante dispares al interior de las regiones. Por ejemplo, Estados Unidos habría crecido un 2.3%

en 2014 frente al 2.8% que se pronosticaba hace un año; la Zona Euro se habría expandido un pobre 0.9% frente a un rebote inicialmente pronosticado en un 1.4%; los BRICs habrían bordeado el 5.5% vs. el 6% esperado; y, finalmente, América Latina apenas alcanzaría expansiones del 0.9% en 2014 (vs. 2.6% en 2013), donde la marcada reversión en los términos de intercambio afectó a toda la región, con la notoria excepción de Colombia, probablemente manteniendo cifras cercanas a su potencial del 4.5% tanto en 2013 como en 2014.

Es indudable que la compleja geopolítica de 2014 jugó en contra de la añorada recuperación, donde cabe destacar la gravedad de los siguientes hechos: i) la invasión y toma de posiciones dominantes por parte de Rusia en Ucrania, con ulteriores sanciones por parte del G7, lo cual redundaría en un crecimiento cuasi nulo en Rusia, pero con afectación del comercio con Europa (especialmente Alemania); ii) el recrudecimiento del conflicto árabe-israelí; y iii) la declaración de guerra por parte del G7 al llamado “Estado Islámico”, generando bombardeos no tripulados de gran magnitud sobre Siria e Irak.

Estos sorprendentes impactos sobre el mundo desarrollado han implicado posturas divergentes en el afinamiento de la política monetaria. Por

ejemplo, el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco Central de Japón (BoJ) tuvieron que reforzar sus inyecciones de liquidez para evitar mayor desaceleración económica y contener los riesgos de deflación. En cambio, el Fed de Estados Unidos pudo continuar con su cronograma de retiro gradual de dicha liquidez a lo largo del año (el llamado "tapering") y, de hecho, culminó totalmente sus compras de activos financieros en octubre pasado (siendo un considerando importante las preocupaciones por las burbujas de activos). De esta manera, el Fed luce preparado para iniciar el ciclo de alzas moderadas en su tasa de interés hacia mediados de 2015, probablemente llevándola hacia niveles del 1% a finales de dicho año.

El mundo emergente ha resultado particularmente golpeado en lo relativo a sus exportaciones de *commodities* durante 2014, producto de las reducciones en los precios de los metales (-36% durante 2010-2014) y del carbón (-51%). Desde octubre de 2014, y seguramente a lo largo de 2015-2016, la sobreoferta petrolera ha generado una marcada reversión en los precios del petróleo (cayendo el Brent de niveles de US\$106/barril hacia US\$70/barril, -34% durante

junio-noviembre de 2014). Esto implicará drásticos ajustes externos y fiscales, generando ambos menor crecimiento, siendo los países más golpeados (en América Latina) Venezuela, México y Colombia.

## Implicaciones para Colombia

Dado este complicado entorno global, Colombia saldría relativamente bien librada si logra fraguar un crecimiento del 4.6% como el que ha venido proyectando Anif (ver *Informe Semanal* No. 1239 de octubre de 2014). Si bien ese crecimiento supera el promedio de la región (0.9%), son notorias nuestras fragilidades externas a nivel de la balanza de pagos. Seguramente nuestro desbalance externo se deterioraría hacia niveles del -4.5% del PIB en 2014 (vs. el -3% del PIB de años anteriores), dados los consabidos lastres en materia petrolera (tanto en las metas de producción como por la mencionada dinámica de precios). Adicionalmente, las perspectivas de crecimiento sectorial interno estuvieron afectadas por las debilidades en cabeza de: i) la industria, sufriendo problemas estructurales de competitividad y coyunturales por el

acoplamiento de las nuevas obras de Reficar (restando 1pp al crecimiento industrial); ii) las edificaciones, las cuales han empezado a sentir el rigor de la "burbuja de precios" y la finalización de los programas FRECH II-III (aunque los estímulos recientemente aprobados ayudarán a enfrentar de mejor manera el año 2015); iii) la minería, donde han confluído problemas de orden público y de licenciamiento ambiental; y iv) debilidades estructurales del agro. En contraste con lo anterior, el mercado laboral nos dio mejores desempeños, pues la tasa de desempleo ha ido convergiendo hacia sus niveles NAIRU del 9% en promedio anual, cifra inferior al 9.3% que veníamos pronosticando. Además, se observan algunas ganancias en formalización laboral, donde la relación Cotizantes-PILA/PEA ha mejorado del 35% al 37% en promedio anual durante 2014, subrayando la necesidad de ampliar las ganancias en desmonte de sobrecostos laborales logradas bajo la Ley 1607 de 2012.

A pesar del cúmulo de nuevos eventos globales y locales, a lo largo de 2014, estos no produjeron alteraciones significativas en el *ranking* de riesgos que habíamos establecido a inicios de 2014 (ver cuadro 1). Dicho

**Cuadro 1. Riesgos de 2014: pronósticos vs. observados**

Ranking pronosticado	Pronóstico (En enero de 2014)		Ranking observado	Observado (En diciembre de 2014)	
	Riesgo	Valor		Riesgo	Valor
1	Desbalances externos	Déficit externo del 4% del PIB y devaluación del 7% .....→ 1	1	Desbalances externos	Déficit externo del 4.5% del PIB y devaluación del 6.5% - agravante de precios del petróleo
2	Mercado de capitales	Recuperación Colcap bajaría del 7% a solo el 2% .....→ 2	2	Mercado de capitales	Recuperación Colcap del 1%
3	Desaceleración económica	4.8% .....→ 3	3	Desaceleración económica	4.6%
4	Agotamiento en las mejoras de empleo	Desempleo promedio del 9.3%-9.5% ↘	4	Riesgos tributarios	Presión tributaria neta de transferencias - CREE en un 13.5% del PIB
5	Riesgos tributarios	Presión tributaria en un 14.9% del PIB ↘	5	Agotamiento en las mejoras de empleo	Desempleo promedio del 9.1%

Fuente: elaboración Anif.



listado de desafíos (de mayor a menor) comprendía: 1) los desbalances externos; 2) el mercado de capitales; 3) la desaceleración económica; 4) el agotamiento en las mejoras de empleo; y 5) los riesgos tributarios.

Una actualización de dicho ordenamiento de riesgos, más acorde con lo observado en 2014, nos deja con el siguiente *ranking*: 1) los desbalances externos (inalterado); 2) el mercado de capitales (inalterado); 3) la desaceleración económica (inalterado); 4) los riesgos tributarios (agravado); y 5) el agotamiento en las mejoras de empleo (aliviado). Veamos esto con algún detalle.

## 1. Los desbalances externos

Los riesgos externos fueron los de mayor envergadura a lo largo de 2014, en línea con lo que veíamos un año atrás. De hecho, los sucesos de caída del precio del petróleo en el último trimestre de 2014 (antes comentados) vinieron a agravar la situación. Estos problemas de precio vinieron a sumarse a los problemas de volúmenes que Anif venía alertando desde hacía ya algún tiempo (ver <http://anif.co/sites/default/files/uploads/Anif-Min-energe0814.pdf>), donde la producción tan solo lograría promediar unos 980.000bpd durante 2014, incumpliendo (de lejos) la meta oficial de 1.090Mbpd.

En este frente de volúmenes de petróleo, los mayores desafíos han provenido de: i) la ausencia de hallazgos significativos de reservas, donde seguimos “parqueados” en niveles cercanos a los 7 años; ii) las demoras en el licenciamiento ambiental, donde los tiempos de trámite se han elevado de 6 a 14 meses en los últimos tres años; iii) las continuas voladuras en la infraestructura petrolera; y iv) los conflictos con las comunidades y el asedio de la guerrilla que ha dificultado las reparaciones de los oleoductos (ver *Informe Semanal* No. 1237 de septiembre de 2014).

Todo lo anterior ha desembocado en pobres expansiones del 1.6% en las exportaciones tradicionales en lo corrido del año a septiembre (cerca del 76% del total). A su vez, las exportaciones no tradicionales sufren contracciones del -8%, producto del menor dinamismo en el comercio exterior. Así, la balanza comercial acumula un déficit del -0.8% del PIB durante enero-septiembre de 2014, habiéndose “evaporado” el superávit del 0.5% del PIB que se observaba un año atrás. Todos estos lastres seguramente llevarán a que el déficit de cuenta corriente cierre cerca del -4.5% del PIB en 2014 (superior al -4% del PIB que pronosticábamos a inicios del año). En términos cambiarios, estos desbalances externos han desembocado en devaluaciones promedio del orden del 6.5% (similares a las que proyectábamos un año atrás). Esto último a pesar de los influjos de capitales especulativos, totalizando entradas de US\$6.600 millones durante abril-octubre, obtenidas gracias al rebalanceo del índice de renta fija de J.P. Morgan, donde Colombia elevó su participación del 3% al 8%.

## 2. Los mercados de capitales

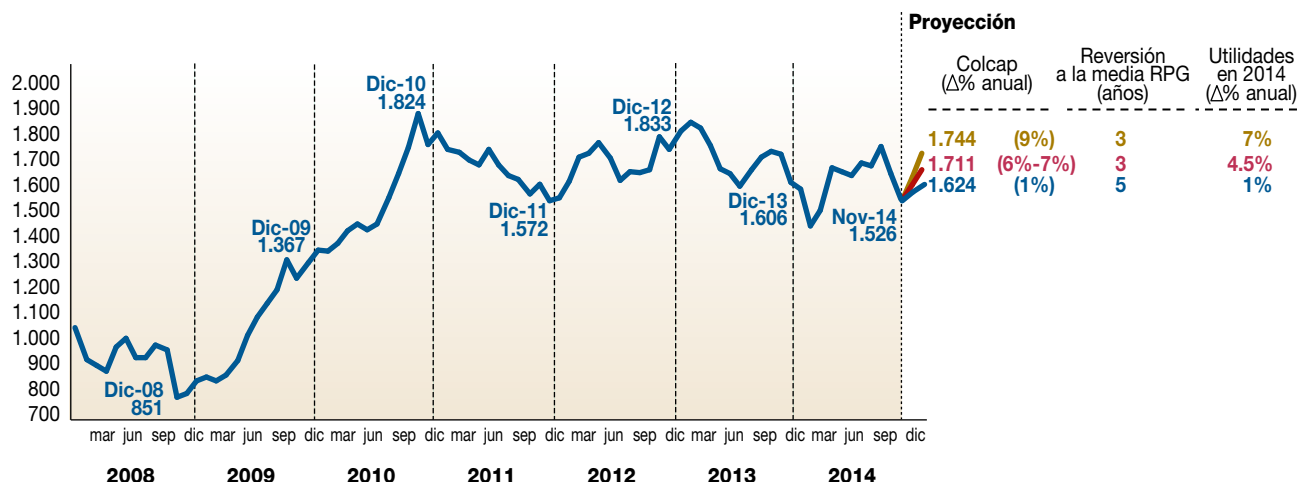
Durante 2014, el comportamiento de la renta variable ha estado influenciado por el delicado balance entre la desaceleración global y la liquidez provista por los principales bancos centrales a nivel mundial. Esto último había implicado valorizaciones del +5.6% en los mercados desarrollados en lo corrido del año a noviembre (aun después de registros favorables del +26% durante 2013). Allí, el S&P500 alcanzaba valorizaciones del 14%, reversando importantes correcciones a la baja durante septiembre-octubre. Por el contrario, los mercados emergentes arrojan valorizaciones cuasi nulas del 0.2% (insuficientes para borrar el -5% observado en 2013). En este sentido,

resultó acertado nuestro pronóstico de que sería doloroso, para los mercados de renta variable del mundo emergente, asimilar el “*tapering*” a lo largo de 2014.

El corolario de lo anterior era que los mercados de renta fija, a nivel global, tendrían un mejor desempeño. En efecto, las tasas de los Tesoros americanos descendieron del 3% al 2.3% actual por efecto del “*flight to quality*” y de los riesgos de deflación resultantes de la desaceleración global. Pero lo sorprendente fue que, a pesar de la menor liquidez en Estados Unidos, los *spreads* de las emisiones corporativas contra los Tesoros descendieron hacia el 1% en los bonos con Grado de Inversión (4% en los “especulativos”).

A nivel local, el Colcap arroja pérdidas del -5% en lo corrido del año a noviembre, y difícilmente alcanzaría el +7% que pronosticábamos a inicios del año. Allí ha incidido el mal desempeño del sector minero-energético, completando contracciones del -14% en sus utilidades durante enero-septiembre de 2014 (donde la acción de Ecopetrol completa desvalorizaciones del -38% en lo corrido del año a noviembre). Por el contrario, la renta fija arroja valorizaciones en cabeza de los TES, pues sus tasas han descendido del 7% al 6.6% en lo corrido de 2014. Como lo mencionábamos, la renta fija pública se ha beneficiado de los cuantiosos influjos de capital extranjero (duplicando del 7% al 14% su participación en el mercado de TES), resultantes del mencionado rebalanceo del índice de J.P. Morgan. Si el Colcap cerrara 2014 con valorizaciones del +1%, ello sería consistente con crecimientos de solo un 1% en las utilidades corporativas y reversiones a la media de 5 años en la Relación Precio-Ganancias (actualmente en niveles del 17 vs. su media quinquenal de 20), ver *Informe Semanal* No. 1243 de noviembre de 2014. Nótese que, en todo caso, ello

**Gráfico 1. Posibles trayectorias del Colcap en 2014**



Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

representa una mala noticia para el mercado de renta variable local, tras haber experimentado pérdidas del -12.4% en 2013, ver gráfico 1.

### 3. La desaceleración económica

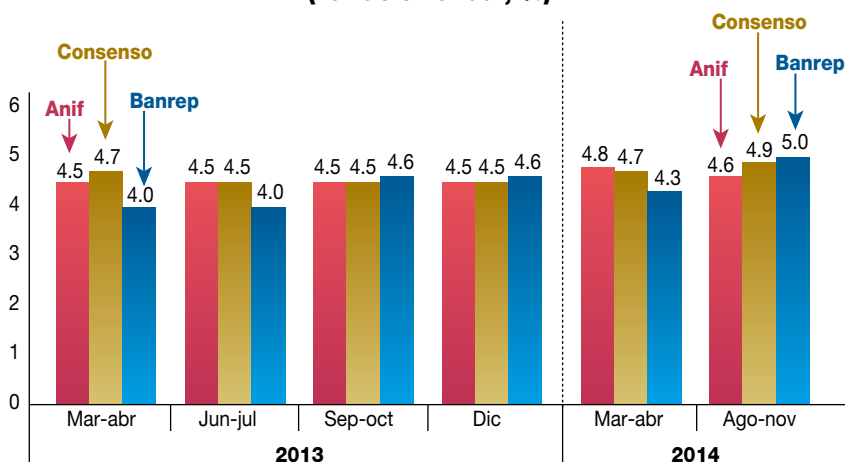
Para Anif, el riesgo de desaceleración económica ocupaba el tercer puesto en nuestro *ranking* de desafíos para 2014, donde inicialmente esperábamos una expansión del 4.8%. Los datos antes comentados sustentan ahora expan-

siones esperadas del 4.6%, no muy diferentes de la inicial. El agravante proviene de la tendencia de desaceleración que se percibe en el PIB-real hacia ritmos del 3.8% durante el segundo semestre de 2014 (vs. el 5.4% observado en el primer semestre del año, ver *ALI* No. 98 de noviembre de 2014). Nótese cómo, paradójicamente, el grueso del mercado ha revisado sus expectativas al alza, situándose actualmente en niveles cercanos al 5% (vs. el 4.7% esperado a inicios del año), ver gráfico 2.

### 4. Los riesgos tributarios

Los riesgos tributarios son el único rubro agravado en nuestro *ranking* de riesgos (elevándose de la quinta a la cuarta posición). Las cifras más recientes nos muestran cómo los recaudos-brutos se expanden a tasas anuales del 7.7% nominal (un 4.4% real) durante enero-octubre de 2014. Es importante resaltar que esta cifra se ubica por debajo de la meta del 12% nominal establecida en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2014 (MFMP-2014). Ahora bien, si tenemos en cuenta el efecto contable de sustitución de parafiscales por rubros tributarios, el panorama tributario luce aún peor. En efecto, las cifras de 2014 contabilizan como recaudos del CREE (1.6% del PIB) partidas atadas a transferencias de gasto del ICBF-Sena-Salud (1.3% del PIB), pero esos recursos no constituyen mayor espacio fiscal. Al netear el recaudo de dichas transferencias-CREE, se observa que la tributación en realidad se expande a ritmos del 3.7% nominal, equivalente a expansiones reales de solo el 0.5%. Incluso de lograrse las metas del MFMP-2014, la presión tributaria apenas lograría elevarse hacia el

**Gráfico 2. Evolución de las proyecciones de crecimiento para 2014 (Variación anual, %)**



Fuentes: Latin American Consensus Forecasts, Banrep y cálculos Anif.

14.8% del PIB en 2014 (vs. el 14.3% del PIB en 2013), lo cual se compara pobremente con el promedio regional del 17% del PIB. Al descontar las mencionadas transferencias-CREE, el cuadro 2 muestra cómo la presión tributaria (efectiva) estaría estancada en niveles del 13.5% del PIB.


Lo anterior luce totalmente inadecuado frente a las presiones estructurales de gasto que enfrenta Colombia en materia de seguridad social (salud-pensiones), posconflicto e infraestructura. Todo esto con el agravante de que, prospectivamente, se avizoran faltantes cercanos a 1 punto del PIB dados los menores precios del petróleo (antes comentados).

Ante todo esto, la posición de Anif ha sido la de: i) buscar cerrar los faltantes estructurales a través de incrementar el recaudo en al menos un 2% del PIB, recurriendo a buenas técnicas tributarias globales (a favor del IVA, pero en contra de repetir el 4x1.000

o el impuesto patrimonial sobre las firmas, ver *Informe Semanal* No. 1240 de octubre de 2014); y ii) encontrar espacio fiscal adicional, mediante “cláusulas de oro” dentro de la Regla Fiscal, exclusivamente para los gastos en infraestructura (ver *Informe Semanal* No. 1245 de noviembre de 2014).

## 5. Agotamiento en las mejoras de empleo

Finalmente, los riesgos en materia de desempleo han resultado inferiores a los que avizorábamos un año atrás, descendiendo de la cuarta a la quinta posición en nuestro *ranking* de riesgos. En efecto, la tasa de desempleo nos ha sorprendido favorablemente, llegando a niveles del 7.9% en octubre de 2014. Ello es consistente con niveles promedio del 9.1% durante el último año a octubre (-0.7pp vs. lo ocurrido un año atrás), prácticamente alcanzando sus niveles NAIRU del 9%. La buena

noticia es que ello está apalancado principalmente en aceleraciones en la generación de empleo a tasas del +2.1% (vs. el +1.7% de 2013) y no en menores participaciones laborales. Aun con las recientes ganancias provenientes del desmonte de 13.5pp de parafiscales-salud, el principal desafío del mercado laboral continúa siendo la elevada informalidad. Allí, nuestro Índice de Subempleo Objetivo Anif (SOA), incorporando a los cotizantes a seguridad social, se ubicaba en un 55% al corte de octubre de 2014 (=100% - 7.9% desempleo - 37.1% cotizantes activos). Esto implica que la informalidad, medida por el SOA, es sustancialmente superior al subempleo subjetivo (29.1%) o al objetivo (11.8%), calculados por el Dane. De hecho, las ganancias en la relación Contribuyentes PILA/PEA se ha incrementado, pero solo en 3pp, llegando al 37% vs. el 70% observado en Chile o el 90% en España. 

**Cuadro 2. Recaudo neto de los principales impuestos (2013 vs. proyección 2014)**

	SMM		Var (%)	% del PIB	
	2013	2014		2013	2014
<b>Internos</b>	85.347	96.124	12.6	12.1	12.6
Renta	20.752	15.840	-23.7	2.9	2.1
CREE	2.940	12.182	314.3	0.4	1.6
IVA-interno	19.668	22.705	15.4	2.8	3.0
Retenciones	27.838	30.195	8.5	3.9	4.0
Patrimonio	4.275	4.266	-0.2	0.6	0.6
GMF	5.898	6.365	7.9	0.8	0.8
Consumo	1.182	1.470	24.4	0.2	0.2
Gasolina	2.737	3.040	11.1	0.4	0.4
Timbre	58	61	5.2	0.0	0.0
<b>Externos</b>	15.086	16.359	8.4	2.1	2.1
Gravamen arancelario	3.897	4.270	9.6	0.6	0.6
IVA-externo	11.189	12.089	8.0	1.6	1.6
Gasolina (antiguo)	147	0	N.A.	0.0	0.0
Resto	201	216	7.5	0.0	0.0
<b>Total tributarios</b>	<b>100.780</b>	<b>112.799</b>	<b>12.0</b>	<b>14.3</b>	<b>14.8</b>
<b>Transferencias CREE</b>	<b>5.263</b>	<b>9.842</b>	<b>87.0</b>	<b>0.7</b>	<b>1.3</b>
<b>Total neto de transferencias CREE</b>	<b>95.517</b>	<b>102.957</b>	<b>7.8</b>	<b>13.5</b>	<b>13.5</b>

Fuente: cálculos Anif con base en MHCP.

# Regulación bancaria: sus costos y efectos sobre la bancarización

Investigación elaborada por Anif para Bancolombia \*

**Este trabajo identifica y analiza los principales costos en los que incurre el sector bancario colombiano al acoplarse al marco regulatorio existente en el país. Este análisis se focaliza en la regulación más representativa a nivel local en términos macrofinancieros y de bancarización.**

La regulación financiera, aunque tiene evidentes beneficios macroprudenciales y un gran sentido precautelativo, también implica costos para el sistema bancario en materia de implementación y cumplimiento. Estos costos se han venido incrementando de manera importante durante los últimos años, particularmente en el período poscrisis financiera (2008-2013), donde las autoridades locales y globales han estado bastante activas en el diseño y expedición de nuevas normas, generándose “inflación regulatoria”.

Los resultados de esta investigación buscan llamar la atención sobre la necesidad de implementar un análisis costo-beneficio sobre dicha “inflación regulatoria” por parte de las autoridades, como condición indispensable para evitar que la banca que opera en Colombia pierda competitividad global. De ser así, se mitigarían los costos operativos y de cumplimiento, y se evitarían serios problemas operativos durante las fases de “transición regulatoria” (períodos de

implementación de las normas). La desarticulación institucional se evidencia en varios frentes regulatorios, lo cual va en contravía de la normatividad vigente (Decreto 4172 de 2011), donde se establece un importante papel para la nueva Unidad de Proyección Normativa y Regulación Financiera (URF) al interior del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP).

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

## **Tendencias actuales en la regulación financiera internacional:**

Actualmente, se han configurado dos vertientes regulatorias a nivel global como respuesta a la crisis internacional (2008-2013). Dichas vertientes, pese a que buscan los mismos objetivos prudenciales, tienen metodologías

\* Este artículo resume los principales hallazgos de una investigación del mismo nombre encomendada por Bancolombia a Anif. Por parte de Anif participaron Sergio Clavijo, Alejandro Vera, David Malagón, Ana María Zuluaga, Álvaro Parga y Andrea Ríos. Los autores agradecen a Bancolombia su apoyo a esta investigación, así como las guías y comentarios recibidos de los doctores Mauricio Rosillo, Felipe Rincón, Pilar Cabrera, Nydia Remolina y Catalina Martínez. También agradecen la valiosa colaboración de Asobancaria y Felaban. Email: sclavijo@anif.com.co



distintas para llevarlos a cabo. Por un lado, se destaca el enfoque estadounidense (Ley Dodd-Frank y Regla Volcker), el cual es bastante restrictivo y prohíbe a los bancos realizar algunas operaciones consideradas de alto riesgo. Por otro, se encuentra la posición de Reino Unido (informe Vickers) y la Zona Euro (informe Liikanen), donde se ha planteado la necesidad de separar al interior de los bancos, pero no necesariamente de manera física, las actividades comerciales y de inversión, definiendo requerimientos de capital propios para cada unidad de negocio, ver cuadro 1.

## Principales aspectos de la Ley Dodd-Frank y sus consecuencias extraterritoriales:

En Estados Unidos se aprobó la Ley Dodd-Frank en julio de 2010, con el fin de fortalecer la supervisión financiera consolidada y limitar los excesivos apalancamientos hipotecarios por parte de los establecimientos bancarios. Dicha Ley pretende centralizar y mejorar la supervisión del sector financiero, evitando que algunos agentes queden por fuera del universo sujeto a la vigilancia y control de las autoridades.

Dentro de los aspectos contemplados por esta Ley, se destacan las medidas adoptadas para el mercado de *swaps*. Allí, los agentes más representativos en este mercado deben registrarse ante la *Commodity Futures Trading Commission* y la *Securities and Exchange Commission*, lo cual garantiza su supervisión y vigilancia. Asimismo, dichos agentes deben cumplir con varios requisitos, dentro de los que se destacan los siguientes: i) requerimientos de capital y garantías para respaldar las operaciones; ii) registro y documentación de las transacciones efectuadas; iii) negociación a través de plataformas y sistemas autorizados; iv) compensación y liquidación obligatoria (para algunos *swaps*) a través de cámaras centrales de compensación; y v) revelación en tiempo real de la información referida a las operaciones. El alcance de estas disposiciones puede extenderse más allá de Estados Unidos. En el caso colombiano, dichos efectos extraterritoriales de la Ley Dodd-Frank podrían aplicar para aquellos agentes que realicen operaciones representativas en el mercado estadounidense de *swaps*. Adicionalmente, existen disposiciones en materia tributaria, derivadas de la aplicación de la *Foreign Account*

*Tax Compliance Act* (FATCA) de 2010, las cuales tendrán importantes repercusiones operativas sobre el sector bancario local. De hecho, con base en dicha Ley, se ha establecido un acuerdo entre los gobiernos de Estados Unidos y Colombia para el intercambio de información tributaria, el cual fue declarado exequible por la Corte Constitucional en abril de 2014.

Cabe destacar que para aquellos bancos colombianos con exposiciones importantes en el exterior, estas exigencias regulatorias internacionales implican costos adicionales (de acoplamiento y operativos) a los generados por la normatividad local. *Dicha “inflación de costos regulatorios” ha cobrado particular relevancia en la coyuntura actual, dado el proceso de expansión de la banca colombiana hacia otros países, especialmente hacia Centroamérica.*

## La Regla Volcker y sus implicaciones sobre la actividad bancaria:

En diciembre de 2013 se aprobó la Regla Volcker. Esta regla prohibió a los establecimientos bancarios tomar posiciones especulativas por “cuenta-propia”

**Cuadro 1. Esquemas de regulación financiera: Europa vs. Estados Unidos**

	Unión Europea	Reino Unido	Estados Unidos
<b>Objetivo</b>	Mantener la estabilidad y eficiencia del sector financiero		
<b>Herramienta</b>	Informe Liikanen	Informe Vickers	Regla Volcker
<b>Enfoque</b>	Separar requerimientos de capital		Prohibir actividades riesgosas (con recursos propios o de terceros)
	Entre banca comercial y actividades de <i>trading</i>	Entre banca comercial y banca de inversión	

Fuente: elaboración Anif con base en Ley Dodd-Frank (2010), United Kingdom Independent Commission on Banking (2011) e Informe Liikanen (2012).

(el llamado “*proprietary trading*”), al tiempo que limitó su participación en fondos de inversión de alto riesgo a niveles del 3% de su capital Tier I. Todo ello va encaminado a: i) proteger los depósitos del público, limitando los riesgos financieros exagerados; y ii) evitar repeticiones de abultados paquetes de salvamento fondeados con recursos de los contribuyentes.

No obstante, los detalles de la prohibición en las operaciones “cuenta-propia” han resultado bastante complejos. De hecho, se han requerido cerca de 1.000 páginas para lograr distinguir entre actividades “cuenta-propia” (prohibidas) y exentas (consideradas como deseables por los reguladores). Inevitablemente, todo ello se verá reflejado en onerosos costos para las entidades financieras, dado el despliegue operativo que implica la identificación, dentro del balance bancario, de todas las transacciones cuya finalidad-motivación no está permitida.

Es evidente que la aplicación de estas disposiciones luce en extremo compleja y representa un enorme reto en materia regulatoria, pues deja un amplio margen a la interpretación de los supervisores. Dicha discrecionalidad de los supervisores podría conllevar interpretaciones poco objetivas de esta normatividad, generando “incertidumbre regulatoria” sobre lo que se cree permitido o prohibido dentro de la actividad financiera. *Lo anterior podría llevar a que los bancos tengan que recurrir a asesorías legales externas (elevando sus costos) que les faciliten la interpretación de dichas disposiciones, con el fin de evitar posibles incumplimientos a las mismas.*

## Estructura y organización del sistema bancario:

A comienzos de los años noventa, el sistema financiero colombiano estaba compuesto por cerca de 200 entidades,

**Cuadro 2. Número de entidades financieras\***

Tipo de entidad	1995	1999	2004	2013
Bancos	32	26	28	24
CAVs-BECHs	10	5	7	0
CFs	24	10	4	5
CFCs	74	40	25	22
Generales	31	21	15	18
Leasing	43	19	10	4
Otras entidades	61	45	36	33
AFPs	14	8	6	5
Fiduciarias	47	37	30	28
Total	201	126	100	84

\*Excluye aseguradoras y sociedades comisionistas de Bolsa, almacenes de depósito, cooperativas financieras, sociedades de capitalización, organismos cooperativos de orden superior, bancos de segundo piso, Banco de la República y casas de cambio.

Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

de las cuales el 70% (140 entidades) eran establecimientos de crédito (EC). Durante la crisis de 1998-2002, el número de entidades se redujo casi a la mitad (126) y actualmente tan solo se tienen 84 entidades, donde la mayoría continúa siendo EC (61% del total; 51 entidades), ver cuadro 2.

En el caso de los bancos (32 en 1995 vs. 24 al corte de diciembre de 2013), influyeron las importantes fusiones y adquisiciones que se realizaron durante 2003-2006, cuyo objetivo fue la explotación de economías de escala-alcance y no el ensanche de entidades “gemelas” enfocadas en el mismo nicho de mercado.

Lo anterior se ha visto reflejado en un proceso de penetración financiera que ha tomado más la forma del “multiproducto-bancario”. Sin embargo, algunos jugadores están más concentrados en portafolios de crédito particulares (frente al promedio del sistema).

Esta estructura sectorial ha facilitado el desarrollo de un gran dinamismo competitivo. Por ejemplo, aunque la concentración de la cartera total, medida a través del Índice de Herfindahl, se ha incrementado, sus niveles se encuentran en valores que promueven la competencia bancaria.

Dicha tendencia hacia la concentración no se ha visto reflejada en barreras a la entrada para nuevos jugadores externos. De hecho, no hay evidencia a favor de la existencia de “oligopolios colusivos”, como en ocasiones se afirma de forma algo ligera. La evidencia más clara sobre la libre entrada/salida del sistema es que actualmente se tienen 10 bancos extranjeros (de un total de 24 establecimientos bancarios en Colombia), los cuales concentran el 24% de la cartera bruta del sector.

Simultáneamente, varios bancos de Colombia han expandido de forma importante sus actividades en Centroamérica, acumulando inversiones cercanas a los US\$5.000 millones, con particular relevancia en los casos de Bancolombia, Grupo Aval y Davivienda (llegando a representar el 5.1% de los activos bancarios de Centroamérica). Esta dinámica refleja el buen momento por el que atraviesa la banca colombiana, así como su solidez financiera, a saber: i) el holgado cumplimiento de los nuevos requerimientos de capital de Basilea III (Decreto 1771 de 2012), con niveles de solvencia del 14.7% frente al mínimo regulatorio del 9%; y ii) una cartera bastante

sana, donde la relación cartera vencida/cartera bruta es solo del 2.8% y su cobertura (provisiones/cartera vencida) asciende al 161%.

Esta organización sectorial también ha redundado en menores costos para los clientes bancarios. En efecto, las tasas de interés (implícitas) del sector bancario exhibieron una tendencia a la baja durante el período 2002-2013, la cual se ha visto reflejada en menores márgenes de intermediación (calculados de manera *ex post*). Dicha reducción ha sido más pronunciada en la tasa activa (570 puntos básicos-pb; del 17.0% al 11.3% en 2002-2013) que en la pasiva (410 pb; del 7.0% al 2.9%), evidenciando una disminución sostenida en el costo de los créditos para los deudores.

### Otros operadores del sistema bancario - Sociedades Especializadas en Depósitos y Pagos Electrónicos (SEDPE):

Con relación a la promoción del acceso a los servicios financieros transaccionales, vale la pena resaltar la Ley 1735 de 2014. Esta norma crea una “licencia financiera simplificada” para habilitar la operación de las SEDPE, las cuales están facultadas para: i) captar recursos; ii) realizar pagos y traspasos; y iii) actuar como agentes de transferencia de cualquier persona y, por esta vía, recibir y entregar dinero.

Las SEDPE, al igual que los EC, están sujetas a la vigilancia de la Superintendencia Financiera (SF). Sin embargo, únicamente pueden captar recursos del público en depósitos a la vista administrados por EC o en cuentas en el BR. Además, no están habilitadas para otorgar crédito o cualquier tipo de financiación a terceros. A diferencia de los operadores postales y de telefonía móvil, las SEDPE pueden ofrecer simultáneamente servicios financieros como giros, transferencias, recaudos y pagos, donde el cobro de

comisiones por dichos servicios será su única fuente de recursos.

Los requerimientos de constitución y mantenimiento de una SEDPE son menores a los que debe cumplir una entidad bancaria. Esto se explica por el menor nivel de riesgo que implican los servicios de las SEDPE en comparación con los de los bancos, cuya oferta de productos es considerablemente más amplia.

Respecto a los beneficios que se derivan de la entrada en operación de las SEDPE, cabe mencionar los siguientes: i) menores costos en los servicios financieros ofrecidos por dichas entidades, pues la prestación de los mismos implica bajos niveles de riesgo; y ii) aprovechamiento de la tecnología para promover la bancarización y la profundización financiera. Desde la perspectiva de los consumidores, se destacan los siguientes beneficios: i) menores costos de transacción; ii) mayores incentivos para el ahorro formal (vía menores costos y requerimientos de información) frente a los riesgos que encierran los mecanismos informales de ahorro; y iii) construcción de un historial de pagos en el sistema financiero que les permitiría transitar hacia productos financieros más sofisticados, como el crédito bancario.

Pese a dichos beneficios, es indispensable que el gobierno sea cuidadoso para que la aplicación de la mencionada norma no genere arbitrajes regulatorios ni derive en tratamientos preferenciales que terminen deteriorando la competencia dentro del sistema financiero.

### La competencia bancaria en la cartera de vivienda:

El comportamiento histórico de las tasas de interés hipotecarias no parece haber sido limitado por los topes fijados por el BR, al menos a nivel agregado. Así, nuestro análisis indica una verdadera “guerra de tasas a la baja” dentro

del mercado del crédito hipotecario, pese a los límites regulatorios existentes. Allí se registra una estrategia de “*follow the leader*”, donde lo que se observa intuitivamente es que a veces un jugador grande, a veces uno mediano y en otras ocasiones uno pequeño, es el que genera este comportamiento. Estos resultados, más que colusión, lo que evidencian es una competencia por mantener la participación en el mercado hipotecario (*market share*), lo cual ha beneficiado al consumidor financiero con menores tasas de interés.

### Beneficios de la estructura del sistema en el microcrédito:

El segmento del microcrédito ha sido objeto de importantes desarrollos durante los últimos años: i) redefinición normativa (Decreto 919 de 2008); ii) entrada de entidades especializadas (Bancamía en 2008 y WWB en 2011); y iii) certificación de su interés bancario corriente (Decreto 3590 de 2010).

Lo anterior se ha visto reflejado en el comportamiento del *stock* del microcrédito, el cual pasó de \$0.4 billones (0.2% del PIB) al cierre de 2002 a \$8.4 billones (1.1% del PIB) en diciembre de 2013. Ello también ha redundado en mayores niveles de inclusión financiera, tanto a nivel de empresas como de personas naturales. No obstante, dicho dinamismo también se ha visto reflejado en un ligero deterioro del indicador de calidad tradicional de este portafolio, aumentando del 5.2% al 6.4% en 2012-2013, nivel muy superior al de la cartera total (cerca al 3%).

### Costos de la regulación financiera en Colombia:

La regulación financiera, aunque tiene evidentes beneficios macroprudencia-

les y un gran sentido precautelativo, también implica costos para el sistema bancario en materia de cumplimiento e implementación.

Desde el punto de vista teórico, dichos beneficios deberían ser superiores a los costos para hacer viable la adopción de cualquier norma, tal y como lo contempla el análisis costo-beneficio de la regulación, el cual es un principio fundamental del “*Law & Economics*”. A nivel local, el análisis costo-beneficio de la regulación financiera fue establecido por el Decreto 4172 de 2011 (creación de la URF). Este análisis también ha sido contemplado por algunas normas representativas, tales como la Ley 964 de 2005 (Ley del Mercado de Valores) y la Ley 19 de 2012 (Ley Antitrámites). No obstante, para el grueso de la normatividad financiera parecería que no existe ninguna autoridad encargada de dicho análisis, pese a la reciente creación de la URF del MHCP.

La ausencia de este análisis también se evidencia en la regulación expedida por otras autoridades no financieras que afecta directamente al sector bancario, como es el caso del Congreso de la República. Este órgano, en calidad de regulador primario, emite normatividad con carácter social (v. gr. proteger al consumidor, fomentar la inclusión financiera local, etc.), la cual, muchas veces, impacta negativamente al sistema financiero, elevando sus costos y limitando sus inversiones. En otras palabras, la ausencia del análisis costo-beneficio de la regulación lleva a que algunas disposiciones legislativas desconozcan la realidad competitiva del sector, anteponiendo objetivos políticos que terminan restringiendo la innovación de productos-servicios financieros y, por ende, la bancarización. Así, la carencia del mencionado análisis costo-beneficio ha llevado a que los costos de la regulación se incrementen de manera importante durante los últimos años. Esta situación ha sido particularmente relevante en el período poscrisis financiera (2008-

2013), donde las autoridades locales y globales han estado bastante activas en el diseño y expedición de nuevas normas (“inflación regulatoria”).

Esta “inflación regulatoria” también ha generado problemas de transición normativa (cortos períodos de implementación de las normas) y de desarticulación institucional. Todo ello ha acarreado dos tipos de costos: de oportunidad y operativos. Los primeros están relacionados con los recursos que el sistema bancario destina exclusivamente para cumplir con exigencias regulatorias. Allí sobresalen los requerimientos de capital (Basilea III) y las inversiones forzadas (Títulos de Desarrollo Agropecuario-TDAs), cuyo cumplimiento involucra “la inmovilización de importantes recursos” que pueden ser asignados hacia otros usos alternativos más productivos para el sistema bancario.

Los costos operativos hacen referencia a los recursos que el sector bancario utiliza para desarrollar procesos tendientes al cumplimiento de la normatividad. En este caso cabe destacar los costos asociados a: i) la contratación de personal especializado, con carácter permanente, para adelantar las gestiones internas referentes al cumplimiento de las nuevas disposiciones; ii) nuevos desarrollos tecnológicos, operativos y contables; y iii) contratación de diversos tipos de asesorías para el diseño de procesos y procedimientos que faciliten el cumplimiento y la adopción de dichos requerimientos.

Estos costos regulatorios impactan considerablemente los estados financieros y la rentabilidad de las entidades bancarias. En particular, dichos costos terminan drenando recursos destinados a proyectos de inversión tendientes a promover la inclusión financiera a lo largo del territorio nacional.

En este sentido, una regulación bancaria, con unos costos que no son evaluados *a priori* ni relativizados frente a sus beneficios, frena la bancarización y, en algunos casos, atenta contra la competencia, desincentivando la

inversión. Por el contrario, la sana competencia en el sector promueve dicha bancarización.

Por tales motivos, se recomienda que la nueva URF del MHCP pase a liderar la generación de dichos estudios costo-beneficio de forma previa a la adopción de nuevas y costosas disposiciones regulatorias, pues en algunos casos se han adoptado normas que atentan contra la competencia y desincentivan la inversión bancaria.

## Costos de la regulación tributaria:

A nivel tributario, se identifican principalmente dos aspectos regulatorios que han generado importantes costos para el sector bancario colombiano durante los últimos años. El primero tiene que ver con los obstáculos a la bancarización y la promoción de la informalidad que ha venido induciendo el Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF) desde 1998, dado que dicho impuesto ha incentivado el uso del efectivo. El ITF también ha generado consecuencias operativas para los bancos, los cuales deben incurrir en costosos desarrollos contables y tecnológicos para elaborar las declaraciones de sus clientes por concepto de este impuesto.

El segundo aspecto está relacionado con los cortos períodos de implementación (transición regulatoria) que ha definido el gobierno para la Reforma Tributaria de 2012, particularmente en lo referente al IVA, al CREE y a la información exógena requerida por la Dian.

El proceso de aplicación de la Reforma Tributaria ha resultado bastante complejo para los bancos, debido a que el gobierno ha expedido un considerable número de normas para reglamentarla, las cuales, en varias oportunidades, son modificadas sin tener en cuenta sus implicaciones (ni los costos hundidos generados por las normas anteriores) para los contribuyentes y



retenedores. Todo ello ha redundado en un costoso despliegue operativo, tecnológico y de recurso humano para el sector bancario.

### Costos de la regulación sobre la gestión bancaria:

En Colombia, la regulación bancaria se ha puesto a tono con las prácticas internacionales. Por ejemplo, se implementaron los sistemas de administración de riesgos financieros-SARs (crédito, liquidez, mercado y operacional), siguiendo las recomendaciones de Basilea I y II. De manera más reciente, el Decreto 1771 de 2012 ha aterrizado a nivel local los lineamientos de Basilea III en lo relativo a los nuevos requerimientos de capital bancario.

Con relación a los SARs, las modificaciones realizadas a sus marcos normativos generan traumatismos al interior de los bancos. Ello obedece a que dichos ajustes muchas veces implican la generación-reporte de nueva información para realizar análisis y cálculos adicionales, lo cual requiere modificar los aplicativos tecnológicos y contables de las entidades.

Frente a los nuevos requerimientos de capital, dichas disposiciones generaron una reducción en los niveles de solvencia del sistema bancario. En efecto, en agosto de 2013, fecha en la que entró en vigencia el Decreto 1771 de 2012, el sector registró una solvencia del 14.7%, nivel inferior al 15.8% observado un año atrás. Ello se explica principalmente por una “reorganización” al interior del patrimonio técnico (PT) del sistema. Esta reorganización del PT está asociada a su depuración de instrumentos poco líquidos y sin capacidad para absorber pérdidas. Ello ha conllevado un menor apalancamiento del balance bancario, pues las entidades cuentan con menos recursos de capital para financiar sus activos (costo de oportunidad).

### Costos de la regulación sobre comisiones:

La regulación sobre comisiones muchas veces desconoce la estructura competitiva del sector bancario colombiano, la cual se manifiesta en nuevas inversiones para mejorar sus servicios y atraer clientes. Dichas disposiciones suelen regular el cobro de tarifas (eliminándolas o fijando topos), lo cual va en detrimento del mercado y de la competencia, pues ello dificulta la recuperación (*pay-back*) de los crecientes costos de inversión del sistema. Dicha regulación involucra elevados costos de implementación para el sector bancario, tanto a nivel operativo como de oportunidad.

Con relación a los costos operativos, cabe destacar la normatividad sobre retiros en cajeros de otra red (Decreto 4809 de 2011) y sobre elaboración de reportes en físico para clientes (Circular Externa 026 de 2013 de la SF). Frente a los costos de oportunidad, sobresalen las iniciativas legislativas que propenden por el suministro de productos del pasivo bancario sin costo.

### Otros costos regulatorios:

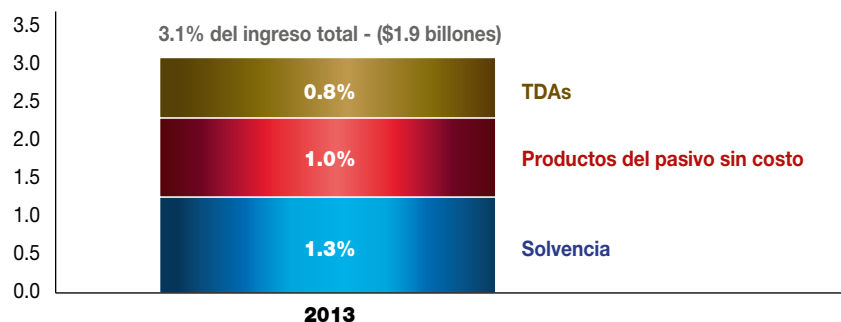
Cabe mencionar otros aspectos regulatorios cuya implementación y cumplimiento también acarrearán ele-

vados costos para el sector bancario colombiano. Allí se destacan: i) inversiones forzadas en TDAs (costos de oportunidad); ii) Normas Internacionales de Información Financiera-NIIF (costos operativos); iii) “inflación regulatoria” vs. investigación y desarrollo (I&D) de productos y servicios (costos de oportunidad y operativos); y iv) *Hábeas Data* (costos operativos).

### Impacto agregado:

Para el año 2013, el impacto agregado de los aspectos normativos analizados puede dividirse en: costos de oportunidad (ingresos que el sistema deja de percibir por la implementación-aplicación de la regulación) y costos operativos (asociados a la adopción de complejos desarrollos operativos-tecnológicos tendientes al cumplimiento de la normatividad). Los costos de oportunidad ascendieron a \$1.9 billones (0.27% del PIB). Ello representa el 3.1% de los ingresos totales del sector bancario (al cierre de 2013), distribuido de la siguiente manera: i) 1.3% por solvencia bancaria; ii) 1% por suministro de productos del pasivo sin costo; y iii) 0.8% por inversiones en TDAs, ver gráfico 1. Los costos operativos fueron del orden de \$0.2 billones (0.03% del PIB). Esto equivale al 0.4% de los gastos totales

**Gráfico 1. Costos de oportunidad de la regulación financiera: Ingresos no percibidos vs. ingresos totales del sistema (2013, %)**



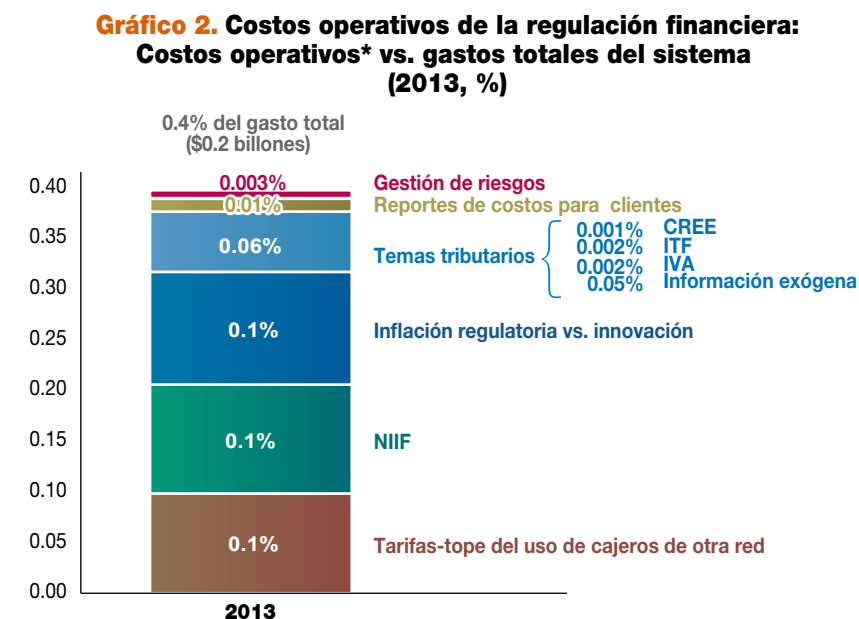
Fuente: cálculos Anif con base en información suministrada por bancos representativos y Superintendencia Financiera.

del sistema (al cierre de 2013), distribuido así: i) 0.1% por tarifas-tope del uso de cajeros de otra red; ii) 0.1% por las NIIF; iii) 0.1% por “inflación regulatoria” vs. innovación; iv) 0.06% por temas tributarios (ITF, IVA, CREE y reportes de información exógena); v) 0.01% por elaboración de reportes de costos para los clientes; y vi) 0.003% por gestión de riesgos, ver gráfico 2. De esta manera, los costos totales en que ha incurrido el sistema bancario por concepto de la mencionada regulación ascendieron a \$2.1 billones (0.3% del PIB) = \$1.9 billones de costos de oportunidad + \$0.2 billones de costos operativos. Estos costos agregados representan una reducción de la utilidad del sistema del -32.9% al cierre de 2013. En términos de ROA, ello significa una disminución de -50pb (2.2% que se hubiera podido obtener sin la mencionada normatividad vs. 1.7% observado). Con relación al ROE, dicha pérdida de rentabilidad sería de -550pb (17.4% vs. 11.9%).

## Implicaciones en la relación bancos-consumidores:

El sector bancario colombiano opera sobre una estructura de mercado altamente competitiva. Por tal motivo, resulta poco probable que los bancos transmitan en un 100% los costos de la “inflación regulatoria” a sus clientes vía tasas de interés, pues ello conllevaría pérdidas importantes de sus participaciones de mercado en los diferentes nichos de crédito.

Pero aun suponiendo que dichos costos se transfirieran totalmente a los consumidores, estos últimos se verían afectados negativamente a través de mayores tasas de interés para sus obligaciones financieras. Ello también encarecería el acceso al crédito para nuevos deudores, en detrimento de la bancarización a nivel local. En otras palabras, el propio



\*En el caso de los costos por uso de cajeros de otra red, se incluye el costo marginal neto calculado entre 2011 y 2012. Fuente: cálculos Anif con base en información suministrada por bancos representativos y Superintendencia Financiera.

Estado, por medio de la expedición de marcos normativos, carentes de adecuados análisis costo-beneficio, termina frenando el proceso de inclusión financiera, a través de elevar innecesariamente los costos operativos del sector bancario.

## Implicaciones sobre los objetivos de bancarización:

Los costos derivados de la “inflación regulatoria” explican, en gran medida, los bajos niveles de bancarización del país. En el caso específico del ITF, este impuesto ha incentivado el uso del efectivo, promoviendo la informalidad. Esto afecta negativamente la actividad de intermediación financiera, pues se desestimula la utilización de los productos del pasivo bancario y, por esta vía, se limitan los recursos que apalancan el crédito.

Si bien se afirma que cerca del 71.5% de la población adulta colombiana (22.7 millones de personas) tenía por lo menos un producto financiero

al corte de marzo de 2014, la verdad es que solo el 53% de la población adulta bancarizada utiliza activamente dichos productos financieros. Más aun, la bancarización por el lado activo del balance luce todavía más precaria, pues solo un 16.7% de la población adulta bancarizada accede al crédito de consumo (5.3 millones de personas), un 2.7% al de vivienda (0.8 millones de personas) y un 5.7% al microcrédito (1.8 millones de personas). En el caso de las tarjetas de crédito, apenas un 21.1% de la población adulta bancarizada (6.7 millones de personas) logra acceder a este producto.

Estos resultados poco satisfactorios en términos de bancarización obedecen a que los costos regulatorios terminan drenando recursos bancarios que se podrían utilizar para apalancar crédito (en el caso del ITF) y/o para realizar inversiones que promuevan la inclusión financiera, tales como: i) expansión de la red de oficinas y cajeros a lo largo del territorio nacional; ii) innovación y desarrollo de nuevos productos y servicios; iii) acompañamiento a clientes; y iv) asesoramiento a potenciales usuarios.

**Cuadro 3. Regulación bancaria: Resumen comparación internacional**

Aspectos regulatorios	Países						Total
	Colombia	Perú	México	Chile	Panamá	El Salvador	
Globales vigentes	2	3	2	2	2	2	13
Locales vigentes	9	6	5	3	3	3	29
Total aspectos vigentes	11	9	7	5	5	5	

Fuente: elaboración Anif con base en Asobancaria, Felaban y bancos representativos.

Por tales motivos, es fundamental que el gobierno entienda que el principal limitante a la bancarización ha sido la permanencia del ITF, pues invita a la informalidad y drena la base tributaria del Imporrenta y del IVA. Por ello, la eliminación del ITF es indispensable para incrementar la eficiencia de la tributación local y avanzar significativamente en la inclusión financiera. Únicamente de esta manera las medidas regulatorias tendientes a mejorar la inclusión financiera podrían tener éxito.

## Inflación regulatoria local vs. global:

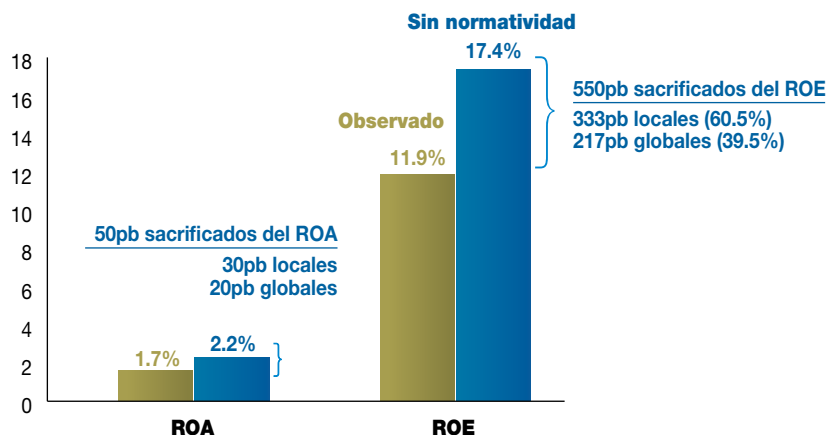
Los costos regulatorios analizados en este estudio pueden clasificarse en dos categorías: globales y locales. Los globales contemplan: i) los requerimientos de capital según Basilea III; ii) los SARs; y iii) las NIIF. Los locales incluyen: i) el ITF; ii) la devolución de 2pp del IVA; iii) la retención y autorretención del CREE (v. gr. Imporrenta empresarial); iv) el reporte de información exógena (clientes) a las autoridades tributarias; v) la tarifa-tope en retiros en cajeros de otra red; vi) el envío de reportes en físico a clientes; vii) el suministro de productos del pasivo bancario sin costo; viii) las inversiones forzosas; ix) el sacrificio en I&D; y x) el *Hábeas Data*.

A nivel de estándares globales, Colombia registra progresos conside-

rables en su implementación, siendo Perú el país que exhibe los mayores avances en este frente (ver cuadro 3). Sin embargo, la “inflación regulatoria” criolla frena nuestra bancarización. Por ejemplo, en Colombia es donde más aplican disposiciones de alto costo y poco beneficio (9 vs. 10 en total), seguida de Perú (6) y México (5). Colombia se mueve entonces en un mundo regulatorio algo contradictorio, pues muestra liderazgo regional en la implementación de Basilea III, pero deshace ese logro incurriendo en regulación doméstica costosa y poco amigable a la bancarización, restándonos competitividad internacional en el agregado neto.

El costo total en que incurrió el sistema bancario colombiano por concepto de la regulación referenciada en este estudio ascendió a \$2.1 billones en 2013. De dicho total, los aspectos regulatorios locales representaron el 60.5% (\$1.3 billones), mientras que los estándares globales correspondieron al 39.5% (\$0.8 billones). En términos de los 50pb de sacrificio en el ROA, ello significa que la regulación “criolla” restó 30pb a dicha rentabilidad, mientras que los restantes 20pb provinieron de los aspectos internacionales (ver gráfico 3). Con respecto a los 550pb de sacrificio en el ROE, 333pb se originaron en los aspectos locales y 217pb se generaron en los globales. 

**Gráfico 3. Sacrificio en ROA y ROE por regulación financiera: Aspectos globales vs. locales (2013, %)**



Fuente: cálculos Anif con base en información suministrada por bancos representativos y Superintendencia Financiera.

---

# Inclusión financiera en Colombia:

## Importantes avances en un camino por recorrer

María Mercedes Cuéllar \*

**L**a inclusión financiera se ha vuelto una importante política pública en el país debido a que facilita el acceso y uso de los servicios financieros, lo que permite una mejor distribución del ingreso y un mayor bienestar para la población. El proceso de inclusión financiera tiene como premisa fundamental el trabajo articulado entre el sistema financiero y los diferentes estamentos del Estado. La generación de incentivos adecuados y la innovación en el diseño e implementación de productos y servicios financieros son las principales palancas para acelerar la inclusión de los más pobres al sistema financiero formal.

El trabajo entre el Ministerio de Hacienda, la Superintendencia Financiera de Colombia, la Banca de las Oportunidades y el sector privado ha permitido que el proceso de inclusión financiera en el país coseche grandes frutos y se cuente hoy en día con altos niveles de acceso a los productos financieros.

De hecho, según el Microscopio Global 2014 elaborado por The Economist Intelligence Unit, Colombia ocupa el segundo lugar de países -entre 55 de la muestra- con mejor entorno nacional para la inclusión financiera, superado solamente por Perú<sup>1</sup>. Colombia y Perú encabezan los puntajes en regulación prudencial y reglas para captar depósitos, y tienen un excelente historial en los aspectos relacionados con el microcrédito.



\* Presidente de Asobancaria. E-mail: [jberrio@asobancaria.com](mailto:jberrio@asobancaria.com)

<sup>1</sup> The Economist Intelligence Unit, Microscopio Global 2014, Análisis del entorno para la inclusión financiera. El Microscopio mide el entorno nacional para la inclusión financiera aplicando los siguientes criterios: la serie de productos y servicios financieros que se ofrecen, la diversidad de las instituciones que los ofrecen, el conjunto de nuevos métodos para proporcionarlos y el apoyo institucional que garantice la entrega segura de los servicios y productos a poblaciones de bajos ingresos.



Si bien Colombia ha logrado importantes avances en esta materia, aún persisten algunos retos y barreras que se deben tener en cuenta para lograr que este país alcance una inclusión financiera plena. Este artículo documenta los principales avances regulatorios, la respuesta del mercado frente a los cambios realizados y señala los retos en los que se deberían enfocar los esfuerzos en el futuro.

### Los avances regulatorios

En materia de cobertura, el modelo de Corresponsales Bancarios (CBs) ha sido una estrategia exitosa en nuestro país. Desde 2006 se habilitó a las entidades financieras a prestar servicios financieros por medio de los CBs, permitiendo que las entidades se acercaran a la población de los municipios más alejados del país, lo que amplió las posibilidades en el ofrecimiento de productos y servicios financieros. En materia de acceso, se ha venido observando un crecimiento importante en el número de productos de ahorro. Para este fin, ha sido fundamental la creación en 2008 de las Cuentas de Ahorro Electrónico (CAEs), dirigidas a la población de más bajos ingresos del país, las cuales son usadas principalmente para la distribución de los subsidios del programa “Familias en Acción”. Este producto logró incluir dentro del sistema financiero a un alto porcentaje de la población no bancarizada, gracias a los bajos costos y a las facilidades de apertura de las cuentas. Durante 2009 el Gobierno Nacional continuó adecuando su regulación a las necesidades de los consumidores con el objetivo de promover la inclusión financiera. Durante este año, la Superintendencia Financiera estableció las características de las Cuentas de Ahorro de Trámite Simplificado (CATS), cuya principal novedad es la posibilidad de manejarlas directamente desde el celular, por lo que no es necesario acercarse a una sucursal para su

apertura, y son exentas del Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF). Esto reduce de manera considerable sus costos, haciéndolas más atractivas a los clientes. De igual forma, y como iniciativa del sector privado, se lograron relajar los requisitos de apertura de estas nuevas cuentas, las cuales es posible abrir con tan solo tres datos: nombre, número de documento de identidad y fecha de expedición.

El tránsito hacia la banca electrónica también fue posible con la creación de los Depósitos Electrónicos (DEs), por medio del Decreto 4687 de 2011. Este nuevo producto se caracteriza por su manejo directamente desde el teléfono celular, los trámites simplificados para su apertura, su exención tributaria del GMF y los bajos costos de manejo, elementos que permitieron la distribución de subsidios de la segunda etapa del programa “Familias en Acción”.

En cuanto al acceso al crédito formal, también se ha visto una coordinación importante entre el Gobierno Nacional y la banca. Es así como en 2010, el Ministerio de Hacienda modificó la metodología de cálculo del Interés Bancario Corriente (IBC) para la modalidad de microcrédito que se encontraba congelada. Esta corrección en el cálculo permitió que los desem-

bolsos de esta modalidad de crédito aumentaran, pues al incrementar la tasa de usura se logra otorgar crédito a sujetos cuyo alto riesgo no se veía reflejado en la tasa de interés máxima establecida.

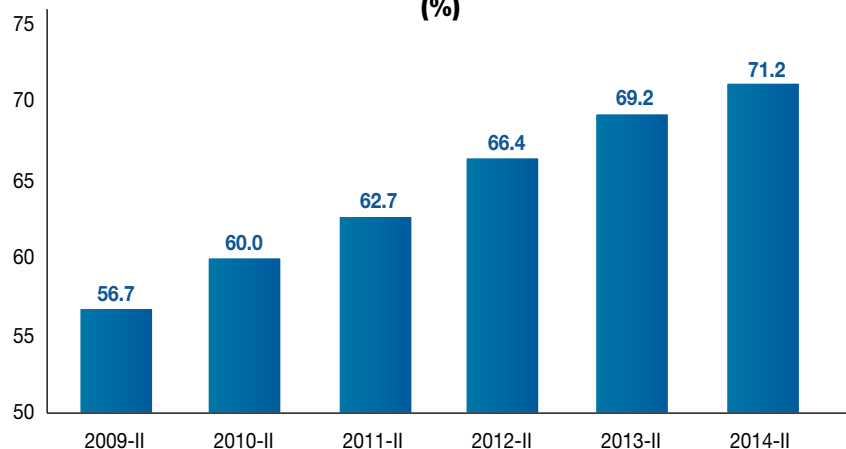
### La respuesta del mercado

En primer lugar, el éxito en cobertura nacional ha sido innegable debido a la puesta en marcha de programas como los Corresponsales Bancarios. A julio de 2014 se alcanzó una cobertura del 100% de los municipios del país con presencia financiera a través de las sucursales o los Corresponsales Bancarios, que a la fecha ya son 70.582 en todo el territorio nacional.

En segundo lugar, por el lado del acceso a los servicios financieros, a junio de 2014 el 71.2% de los adultos del país tenía al menos un producto financiero. Esto significa que 22.6 millones de personas están incluidas en el sistema financiero. Entre junio de 2009 y el mismo mes de 2014, un poco más de 6.2 millones de nuevos clientes han accedido al sistema financiero, lo que representa un crecimiento cercano al 38%.

El producto con mayor participación en el portafolio de las personas es la

**Gráfico 1. Evolución del indicador de bancarización (%)**



Fuentes: CIFIN, Dane, cálculos Asobancaria.

cuenta de ahorros. Este producto ha sido el líder en materia de inclusión financiera, y a junio de 2014 un poco más de 21 millones de colombianos tenían acceso a una cuenta de ahorros. El crecimiento entre junio de 2009 y junio de 2014 alcanzó el 35.8%, lo que significa que aproximadamente 5.5 millones de personas obtuvieron este producto durante dicho periodo.

Adicional al importante crecimiento que se ha visto en cuentas de ahorro, los depósitos electrónicos se han convertido en otro producto de ahorro al que las personas están accediendo cada vez más. Con corte a junio de 2014, cerca de 2 millones de personas contaban con un depósito electrónico, lo que muestra que las innovaciones surgidas desde la banca generan beneficios sobre el acceso a los productos financieros.

Es importante resaltar que las transacciones electrónicas han tenido un desarrollo considerable, bien sea por internet o por banca móvil, y el número de transacciones monetarias y no monetarias viene creciendo de manera importante. En el caso de las operaciones monetarias por banca móvil, se destaca que mientras que en el año completo finalizado en junio de 2011 se realizaron 2.5 millones de transacciones, en el mismo período de 2014 este número alcanzó 14.2 millones de transacciones. En total, entre transacciones monetarias y no monetarias de internet y banca móvil se pasó de 781 millones de transacciones a junio de 2011 a 1.351 millones en el mismo período de 2014, lo cual representa un crecimiento del 73% en los últimos cuatro años.

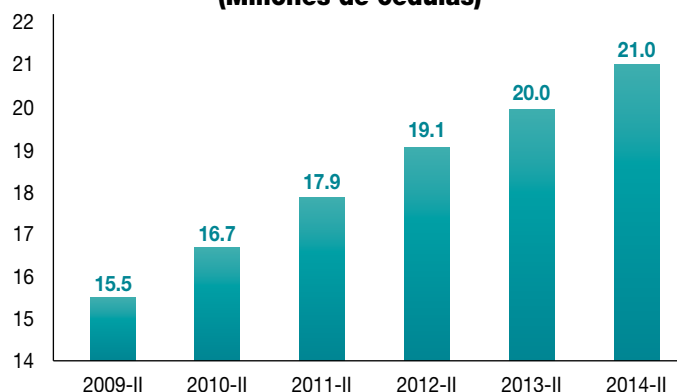
Finalmente, los avances en torno a los productos de crédito también han sido satisfactorios. Por el lado del activo, solo en cuatro años se ha incrementado en un 45% el número de personas con al menos un crédito formal, pasando de 7.3 a 10.6 millones, con lo cual se llega al 33.4% de la población adulta.

Aun cuando la tarjeta de crédito sigue siendo el producto líder, el microcrédito ha ganado participación dentro del portafolio de productos de las personas. A junio de 2014, el número de personas con microcrédito alcanzó 1.75 millones, lo que significa un aumento cercano al 80% desde el segundo trimestre de 2009, cuando tan solo 968.000 colombianos tenían acceso a este tipo de crédito.

### ¿Qué falta por hacer?

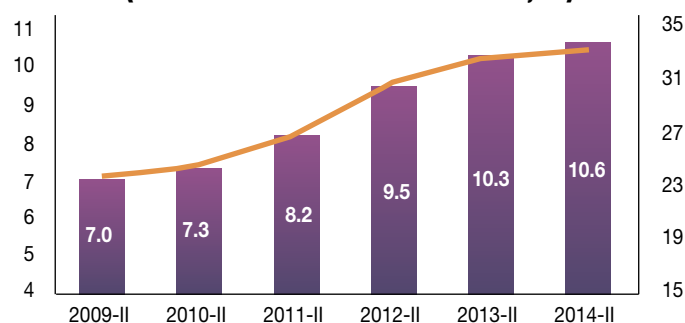
Los avances alcanzados hasta el momento en materia de inclusión financiera en Colombia son

**Gráfico 2. Evolución número de personas con cuenta de ahorro (Millones de cédulas)**



Fuentes: CIFIN, Dane, cálculos Asobancaria.

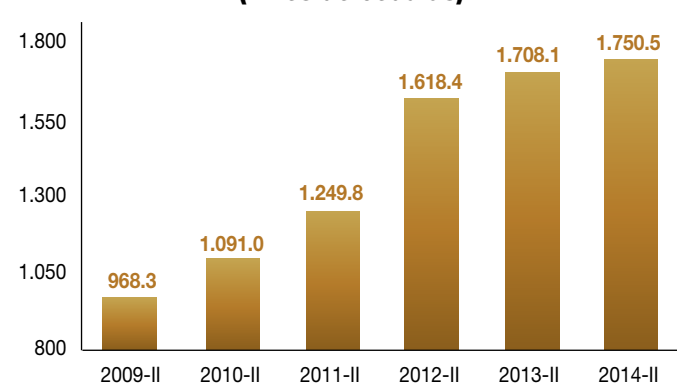
**Gráfico 3. Adultos con crédito formal incluyendo tarjetas de crédito (TC) (Millones de adultos con crédito; %)**



— Número de adultos con al menos un crédito incluyendo TC  
— Porcentaje de adultos con al menos un crédito incluyendo TC (eje derecho)

Fuentes: CIFIN, Dane, cálculos Asobancaria.

**Gráfico 4. Evolución número de personas con microcrédito (Miles de cédulas)**



Fuentes: CIFIN, Dane, cálculos Asobancaria.

muestra del compromiso del sector privado por llevar los servicios financieros a toda la población, así como del trabajo mancomunado con el Gobierno Nacional.

Sin embargo, si bien se tienen estadísticas positivas sobre las modificaciones regulatorias en esta materia, aún persisten algunos obstáculos que impiden el normal desarrollo del proceso de inclusión financiera y limitan una mayor penetración del sistema financiero dentro de la población colombiana.

En la actualidad todavía hay algunas barreras que no permiten la masificación de los productos de carácter transaccional, de ahorro y crédito, a pesar de los avances realizados. Dentro de los principales obstáculos que limitan incrementar el uso de los productos de ahorro y transaccionales se encuentran:

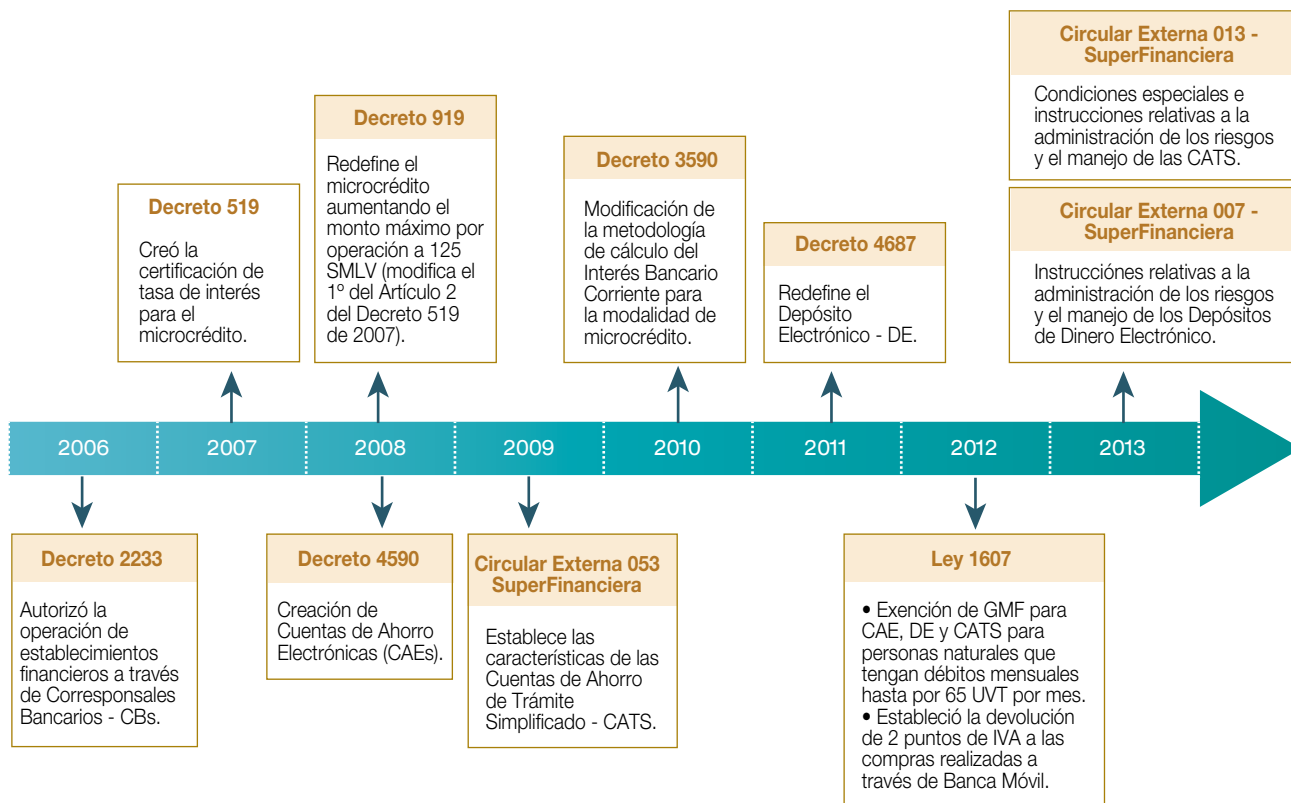
- Gravamen a los Movimientos Financieros – GMF (4x1.000): Este tributo, además de ser antitécnico, genera trabas a la inclusión financiera en la medida en que incentiva el uso del efectivo, por lo que se debe procurar evitar el aplazamiento del desmonte de este impuesto.
- Arbitrajes regulatorios con otros agentes: Se debe lograr equilibrar las cargas tributarias y regulatorias frente a otros actores que prestan servicios similares a los ofrecidos por el sistema financiero. Ejemplo de esto son los giros ofrecidos por las empresas de servicios postales.
- Estabilidad en la relación contractual con los proveedores de redes para la prestación del servicio de banca móvil: El canal de banca móvil se ha convertido en una de las herramientas más

exitosas para la ampliación de los servicios financieros en Colombia. Por consiguiente, es necesario que la reglamentación y demás normas que rijan esta relación sean acatadas y se pacten niveles de servicio con los operadores móviles así como la posibilidad del pago revertido de datos.

- Aceptación de medios de pago electrónicos: La reducción del efectivo es un elemento fundamental dentro la estrategia de inclusión financiera. Es por esta razón que el diseño de esquemas tributarios favorables a los pequeños comercios para la aceptación de medios de pago electrónicos es un camino para cumplir dicho propósito.

El acceso de la población a los productos de crédito es otro de los beneficios que trae la inclusión financiera sobre el

**Gráfico 5. Evolución regulatoria para la inclusión financiera**



Fuente: elaboración Asobancaria.

bienestar de la población. Esto se debe a las ventajas propias de los servicios de crédito, que son esenciales para conseguir metas de largo plazo que por medio del ahorro serían difíciles de satisfacer. Los créditos brindan a la población la posibilidad de sacrificar ingresos futuros para alcanzar propósitos en el presente. Sin embargo, aun cuando el sistema financiero ha logrado llevar este tipo de productos a un alto porcentaje de la población, persisten obstáculos que limitan una mayor penetración del crédito tanto para personas naturales como jurídicas. Las principales barreras que se han identificado se pueden resumir de la siguiente manera:

- **Tasa de usura:** La remuneración de un crédito está determinado por el riesgo que se asume al otorgar el préstamo. La existencia de una tasa máxima para los créditos limita el otorgamiento en función del riesgo, razón por la cual se termina excluyendo a ciertos segmentos poblacionales. La eliminación de la tasa de usura traería como consecuencia una ampliación del crédito en el país.
- **Reglamentación adecuada de la Ley de Garantías Mobiliarias:** Esta Ley fomenta la expansión del crédito, puesto que permite dar en garantía todo tipo de bienes. Sin embargo, es necesaria una reglamentación adecuada sobre los bienes que serán susceptibles de garantía, así como un mecanismo expedito para su ejecución, para cumplir el objetivo trazado con la expedición de esta Ley. Es por esto que se debe trabajar de la mano con el Gobierno para realizar una adecuada coordinación entre los registros para evitar dobles inscripciones y ofrecer a las entidades financieras referencias unificadas y estandarizadas para valorar los bienes dados en garantía.

“ El trabajo entre el Ministerio de Hacienda, la Superintendencia Financiera de Colombia, la Banca de las Oportunidades y el sector privado ha permitido que el proceso de inclusión financiera en el país coseche grandes frutos y se cuenta hoy en día con altos niveles de acceso a los productos financieros. ”

- **Reglamentación adecuada de la Ley de Inclusión Financiera:** En días pasados, el Gobierno Nacional sancionó la Ley de Inclusión Financiera, que crea las condiciones para el surgimiento de entidades que ofrezcan servicios financieros de bajo costo a la población. Es recomendable que en los próximos días se implemente una adecuada reglamentación que permita un efectivo acceso y uso de servicios financieros bajo condiciones de mercado y, en todo caso, evitando los arbitrajes entre estas nuevas sociedades y los demás actores del mercado.
- **Falta de Información:** La disponibilidad de información es uno de los insumos a los que acuden las entidades financieras al momento del estudio y otorgamiento de los créditos. En la actualidad, la legislación colombiana permite a las entidades otorgar crédito siempre y cuando la tasa de interés cobrada no supere la tasa máxima fijada por el regulador. No obstante, dichas entidades no están obligadas a reportar información crediticia de sus clientes a las centrales de riesgo. En tal sentido, y con el propósito de contar con la mayor cantidad de información posible de los sujetos de crédito, resulta deseable que todas aquellas entidades que presten algún servicio de crédito reporten información a las centrales de riesgo, enriqueciendo la información

disponible y logrando un mejor control sobre posibles escenarios de sobreendeudamiento en la población.

- **Informalidad en las Pymes:** La evidencia empírica muestra que el financiamiento a las Pymes es una de las formas para alcanzar mayores niveles de desarrollo económico en los países. Esto debido, a que, en parte este tipo de empresas constituyen un alto porcentaje del total del aparato productivo de los países. En Colombia, el otorgamiento de crédito se ve limitado por los altos niveles de informalidad en los que se encuentran estas firmas. Por ende, parece prudente desarrollar una política pública que permita la formalización de estas empresas logrando una mayor penetración del crédito y promoviendo el crecimiento económico del país.

Estas barreras identificadas que limitan una mayor inclusión financiera en el país, tanto desde el lado del ahorro y las transacciones como desde el crédito, son muestra de que aun cuando se han logrado avances para llevar los servicios financieros a un gran número de la población, quedan aspectos pendientes. Por eso es necesario continuar con el trabajo conjunto entre el sistema financiero, el Gobierno Nacional, los órganos de supervisión y el Legislativo para lograr una inclusión financiera plena en Colombia. 



# La informalidad laboral cafetera: el retrato de Juan Valdez

Ricardo Rocha García \*



## Resumen

**U**na caracterización de la informalidad del empleo cafetero, entendida como la no cotización de pensión, basada en el análisis de los datos del censo de población y las encuestas de hogares, así como de la información cualitativa obtenida de grupos focales realizados entre trabajadores y productores. La mayoría de la ocupación es informal, dado que la asistencia social es percibida como un sustituto de los pagos a la seguridad social y también debido a la insuficiencia de ingresos frente a la cotización mínima. La cotización de pensiones es más probable entre los trabajadores educados, hombres y jóvenes, donde hay presencia institucional del Ministerio del Trabajo y mejor desarrollo empresarial. La migración laboral desde municipios con alta (baja) informalidad la aumenta (reduce) en el municipio receptor. Así, la formalización laboral podría ser promovida mediante una clara diferenciación entre la protección social y la asistencia social; a escala municipal proveyendo de más Inspecciones de Trabajo, también mejorando educación y productividad; revisando el mínimo de la cotización y estableciéndole incentivos, entre otros aspectos.

\* La versión completa de este artículo fue publicada en el No. 418 de la serie Archivos de Economía del Departamento Nacional de Planeación, sintetizando los principales resultados de una investigación desarrollada durante el último trimestre de 2013, patrocinada por la Organización Internacional del Trabajo para el Ministerio del Trabajo y con la colaboración de la Federación Nacional de Cafeteros. Las opiniones, errores y omisiones son responsabilidad del autor y no comprometen a las personas y entidades aquí mencionadas. E-mail: ricardorochagarcia@yahoo.es

## 1. Antecedentes

Aunque el mercado laboral cafetero fue el primero en conformarse en la historia económica del país, permitiendo una movilidad laboral que hasta comienzos del siglo XX impedía los tradicionales regímenes de *la hacienda* y *la aparcería*, muy poco se sabe de la estructura y determinantes de su informalidad laboral, con muy poca visibilidad en las políticas públicas, pese a que sigue siendo la principal puerta de ingreso de la mano de obra no calificada al mercado laboral rural. Un vacío atribuible al estado de la información y que se procedió a subsanar optimizando el uso de los datos existentes consultando las visiones de trabajadores y productores.

Tradicionalmente, el empleo cafetero se ha caracterizado por una elevada informalidad, junto con una distribución de la propiedad donde predominan pequeños y medianos productores y una tecnología intensiva en trabajo no calificado, donde los productores vinculan familiares sin remuneración, la contratación de trabajo a destajo y el arrendamiento de la tierra a cambio de trabajo y, por consiguiente, una generalizada inobservancia de las contribuciones a la seguridad social. Los estudios laborales coinciden en señalar una elevada y creciente informalidad para el trabajo cafetero y su integración al mercado laboral urbano, especialmente con el sector de la construcción.

Desde la ruptura del Acuerdo Internacional del Café, la competitividad se ha buscado en la tecnificación, el cultivo en regiones con menores estándares de vida y la racionalización de la estructura de costos, siendo intensivo en trabajo. Una nueva oleada colonizadora se dirigió hacia el sur y el occidente del tradicional eje cafetero, vinculando regiones con menores estándares de vida y dotación de infraestructura. Mientras tanto disminuyó la producción, la productividad y el precio

interno, achicándose la participación sobre el PIB en 2013 a una tercera parte de lo que era en 1990. Para 2014, se espera un repunte en la producción, mejores precios internacionales y una devaluación del peso, aumentándose el ingreso cafetero. Una circunstancia propicia para promover la afiliación a la seguridad social y mitigar la vulnerabilidad sectorial a las fluctuaciones del ciclo internacional.

La formalización laboral ha ganado visibilidad e importancia en la agenda de las políticas públicas. En agosto de 2010, la Presidencia y la Federación Nacional de Cafeteros suscribieron el Acuerdo por la Prosperidad Cafetera 2010-2015, acordando formalizar el empleo de 300.000 cafeteros a través del sistema de seguridad social. En mayo de 2013, el Ministerio del Trabajo y la Sociedad de Agricultores de Colombia (SAC) suscribieron el Pacto de Formalización Laboral del Sector Agropecuario, comprometiéndose a identificar puntos críticos y a incorporar propuestas de regulación a nivel subsectorial. Un propósito reite-

“Tradicionalmente, el empleo cafetero se ha caracterizado por una elevada informalidad, junto con una distribución de la propiedad donde predominan pequeños y medianos productores y una tecnología intensiva en trabajo no calificado, donde los productores vinculan familiares sin remuneración, la contratación de trabajo a destajo y el arrendamiento de la tierra a cambio de trabajo y, por consiguiente, una generalizada inobservancia de las contribuciones a la seguridad social.”

rado en el Pacto de Nacional Agrario de 2013 para conjurar las protestas campesinas y su protagonismo en las zonas cafeteras.

Mientras tanto, el Decreto 4101 de 2011 encargó explícitamente al Ministerio del Trabajo de la formalización laboral y la promoción del trabajo decente, considerando el empleo rural y la migración laboral. Además, a las inspecciones de trabajo la Ley 1610 de 2013 les atribuyó funciones de control, conciliación y promoción, instituyendo acuerdos de formalización entre el Ministerio de Trabajo y empleadores para la promoción y vigilancia de la normatividad.

En 2013, el Ministerio del Trabajo lanzó el programa *Colombia Trabaja Formal*, apoyado por la Organización Internacional del Trabajo (OIT), un plan de sensibilización, capacitación y asistencia técnica transversal a la economía, según caracterizaciones e identificación de barreras a la formalización, con enfoque sectorial y poblacional. También hacen parte de la política de formalización laboral los Beneficios Económicos Periódicos (BEPs), la Cotización por Semanas y el programa Colombia Mayor.

Los BEPs administrados por Colpensiones permitirían acceder al régimen pensional a quienes están en la informalidad dada su actividad económica o ganan menos de un SMMLV, ofreciendo un sistema flexible y voluntario de ahorro, subsidiado en un 20% sobre el valor capitalizado al momento de completar los 62 años y a partir de allí computar un ingreso vitalicio. También se introdujo la Cotización por Semanas, con el Decreto 2616 de noviembre 2013, permitiendo cotizar hasta 21 días cada mes y sustituyendo la contribución a la salud por la afiliación al régimen subsidiado para los trabajadores dependientes. Adicionalmente, para los mayores de 62 años clasificados en los niveles 1 y 2 del Sisben, el programa Colombia Mayor otorga un subsidio que oscila entre \$40.000 y \$75.000 mensuales.

**Cuadro 1. Caracterización de los ocupados cafeteros en 2012**

Concepto		Ocupados cafeteros		
		Total	Informales	Formales
Número de ocupados (%)		100	82	18
Posición dentro del hogar (%)	Jefe o jefa del hogar	50	52	43
	Cónyuge (pareja)	16	15	24
	Hijo, hijastro	22	22	25
Educación (%)	Ninguna	7	8	0
	Secundaria	23	24	23
	Superior	15	1	77
Situación ocupacional (%)	Obreros y empleados	74	80	20
	Patrono	5	88	12
	Trabajador por cuenta propia	18	85	15
	Empleado doméstico	1	99	1
	Trabajador familiar sin remuneración	1	92	8
Ingreso promedio mensual (incluidos salarios) a precios de 2012	Todos	363.485	292.712	684.865
	Obrero, empleado	327.582	236.024	619.062
	Patrón, empleador	1.052.927	1.032.927	1.115.678
	Trabajador cuenta propia	340.544	278.167	624.063
	Empleado doméstico	217.827	214.149	420.251
	Trabajador familiar sin remuneración	286.217	268.096	393.981
	Diferentes al café (%)	31	25	42
Beneficiario de una EPS (%)		50	55	45
Calidad del empleo (%)	Cambiaría de trabajo para mejorar capacidades laborales	75	72	91
	Cambiaría por un trabajo permanente	75	71	91
	Cambiaría para laborar menos horas	27	26	30
	Cambiaría para mejorar sus ingresos	98	98	100

Fuente: elaboración del autor con base en Dane.

A continuación se presentan los resultados de la caracterización aquí realizada de la informalidad cafetera en Colombia y algunas reflexiones sobre sus eventuales implicaciones.

## 2. ¿Cómo es la ocupación cafetera?

Aunque hay un relativo consenso sobre la elevada informalidad laboral de los trabajadores cafeteros, la disponibilidad de información no permite directamente precisar su número, localización y rasgos característicos. Por una parte, los censos de población del Dane permiten observar el número de los trabajadores cafeteros y sus características, pero sin identificarlos. Mientras que la Gran Encuesta Integrada de Hogares (GEIH) trae un rico módulo de informalidad, pero su carácter muestral no permite inferir resultados de la manera deseada.

Para obviar esta dicotomía de la información, se procedió a realizar una estimación imputando datos de la GEIH de los trabajadores informales de la agricultura en el Censo de población de 2005, siguiendo la metodología *povmap*, estimando un perfil ocupacional a partir de un modelo *logit* de la probabilidad de no contribuir a pensión, en función de variables como la posición en el hogar, la localización, la educación, el género y la edad, e imputando lo anterior sobre los ocupados cafeteros identificados en el Censo de 2005 del Dane, pudiéndose identificar quienes eran informales y cuales no, con sus correspondientes caracterizaciones.

De acuerdo con esta estimación por el lado de la oferta laboral, las 703.000 personas que en 2012 trabajaban en el sector cafetero (cuadro 1) tienen un relativo balance en la participación según género, un elevado analfabetismo, una precaria cobertura de la educación

básica y muy baja de la educación superior, la mayoría son jornaleros, el ingreso promedio equivale a dos tercios del Salario Mínimo Mensual Legal Vigente (SMMLV) y los ingresos diferentes al café representan una tercera parte. Además, los trabajadores cafeteros tienen una estructura de edades similar al conjunto de la ocupación en Colombia, aunque con mayores participaciones en los muy jóvenes y mayores.

En cuanto a la informalidad laboral, considerada como no cotización a la pensión, esta corresponde al 82% de los ocupados cafeteros, siendo más aguda en los empleados domésticos, los familiares, los patronos y los trabajadores independientes. En comparación con los trabajadores formales, el ocupado informal tiene menos educación, percibe menos de la mitad de los ingresos y depende en mayor proporción de los ingresos cafeteros, y es

menor la calidad de su empleo. Además, la geografía de los informales cafeteros coincide con la correspondiente a la producción del grano.

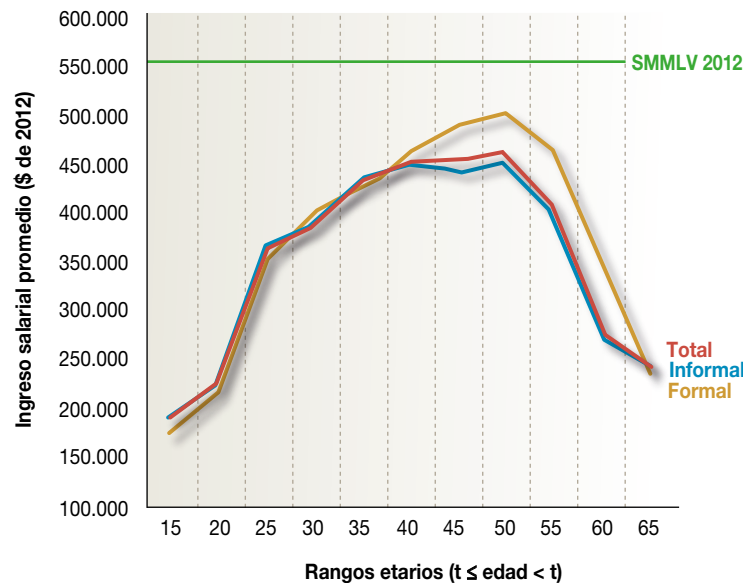
La información también permitió apreciar que la insuficiencia de ingresos con respecto al SMMLV es un rasgo que prevalece a lo largo del ciclo de vida laboral, pero que se agudiza más en su comienzo que al final, tal como se aprecia en las trayectorias para el trabajador cafetero promedio, así como para el formal y el informal (gráfico 1).

Por otra parte, la ocupación cafetera también se estimó por el lado de la demanda laboral, es decir consultando superficies del Sistema de Información Cafetera (SICA) y utilizando coeficientes fijos de empleo, tanto para las tecnologías tradicionales como las tecnificadas. De esta manera, para 2012 (cuadro 2) en el sector cafetero se demandaron 714.000 trabajadores frente a

Cuadro 2. Oferta y demanda laboral cafetera en 2012 por departamentos

Departamento	Oferta	Demanda	Exceso de oferta
Tolima	54.212	87.698	(33.486)
Antioquia	75.219	106.740	(31.521)
Risaralda	16.486	42.576	(26.091)
Caldas	40.396	63.750	(23.354)
Magdalena	2.010	15.116	(13.105)
Cundinamarca	18.359	27.941	(9.582)
Quindío	14.881	23.924	(9.043)
Cesar	13.638	18.497	(4.859)
Boyacá	6.784	6.764	20
Otros	5.650	-	5.650
Nariño	31.698	29.682	2.016
Santander	40.532	37.325	3.206
Norte de Santander	26.360	19.878	6.483
Huila	134.464	112.321	22.142
La Guajira	25.350	3.014	22.336
Valle del Cauca	83.365	55.819	27.546
Cauca	106.127	63.447	42.680
Total Nacional	702.691	714.491	(11.800)

Gráfico 1. Ciclo de vida del ingreso del ocupado cafetero



Fuente: elaboración del autor con base en Dane.

Fuente: elaboración del autor con base en Dane y Fedecafé.



una oferta de 703.000 ocupados. Un relativo equilibrio en el agregado sectorial, pero con visibles desbalances a escala departamental, resultado de la colonización del cultivo hacia el suroccidente del país y de la escasez relativa de mano de obra en las regiones tradicionales por la expansión del área tecnificada.

Los desbalances regionales entre la oferta y la demanda por trabajadores cafeteros se explican por la migración estacional hacia regiones con tradición productiva que han mejorado sus estándares de vida y donde la oferta busca empleos de mayor calidad, desde regiones donde ocurre lo contrario. En efecto, en los departamentos de Tolima, Antioquia, Eje Cafetero, Magdalena y Cesar, la oferta local es insuficiente para atender la demanda de trabajo. Mientras que ocurre lo contrario en Cauca, Valle del Cauca, La Guajira, Huila, los Santanderes y Nariño. De esta manera, el trabajo estacional equivaldría a una quinta parte de la ocupación cafetera.

### 3. Determinantes de la informalidad

En la literatura, la afiliación a la seguridad social depende de las características de los individuos, del entorno socioeconómico, de la valoración de beneficios de la pensión y de la fortaleza de las instituciones laborales para controlar el recaudo de la parafiscalidad, entre otras explicaciones. Adicionalmente, se indagaron las visiones de trabajadores y productores sobre la informalidad laboral y el ahorro para la vejez, recurriendo a grupos focales y a la dinámica de sistemas para identificar determinantes, limitaciones y propuestas. Tanto trabajadores como productores señalan a la postración de los precios

del café como la principal causa del deterioro de la rentabilidad y de los estándares de vida, así como la insuficiencia de ingresos frente al SMMLV como la principal barrera de acceso para la factibilidad del pago de pensiones y la formalización laboral, junto con la precaria educación y la percepción de que las ayudas sociales son un sustituto de la seguridad social. Juntos mencionaron una generalizada desprotección pensional, una perspectiva incierta para la vejez, la incredulidad frente al cumplimiento de los anuncios del Gobierno y la nece-



sidad de una reforma institucional que subsidie la seguridad social, facilite la cotización del trabajo a destajo, flexibilice las cotizaciones con respecto al SMMLV, diferencie entre los programas de ayuda a la pobreza y aquellos relacionados con la protección social, y focalice beneficiarios.

Para la vejez los trabajadores esperan la ayuda de sus hijos y también la que recibirían de los programas sociales de asistencia pública, los cuales consideran como un sustituto de la seguridad social, en particular, la afiliación al Régimen Subsidiado. Agregan que el

pago de la pensión se ve dificultado por una legislación que no permite la cotización del trabajo por debajo del SMMLV, la irregularidad del pago a destajo y el pago en efectivo. Proponen una reforma basada en la focalización de subsidios y la facilitación de las cotizaciones al trabajo temporal y a los pagos en efectivo, así como un censo de trabajadores cafeteros y ayudas estatales a la pensión, tal como ya existen a favor de los productores, mediante una mejor coordinación entre los programas sociales y los de seguridad social, así como el otorgamiento de subsidios al pago de pensiones.

Mientras que para los productores el no pago de la pensión implica una profunda y generalizada incertidumbre en la vejez, atribuyéndolo al precario nivel de subsistencia y el diseño de programas sociales que desmotivan la participación laboral y el ahorro para la vejez, además de que la afiliación la Régimen Subsidiado se percibe como un sustituto de la seguridad social. En consecuencia, el gasto de la vejez lo asumen las familias, liquidando patrimonios familiares e interrumpiendo el relevo generacional en la caficultura. Agregan que la

formalización se facilitaría permitiendo la cotización del trabajo a destajo y los pagos inferiores al SMMLV, junto con una adecuada focalización de los subsidios a la pobreza y la facilitación de las cotizaciones al trabajo temporal y los pagos en efectivo.

Para verificar las regularidades estadísticas de lo anterior, se procedió a estimar un modelo econométrico *logit*, que explica la probabilidad de que un ocupado cafetero contribuya al régimen pensional, permitiendo identificar aspectos que actúan como barreras de acceso y otros que operan

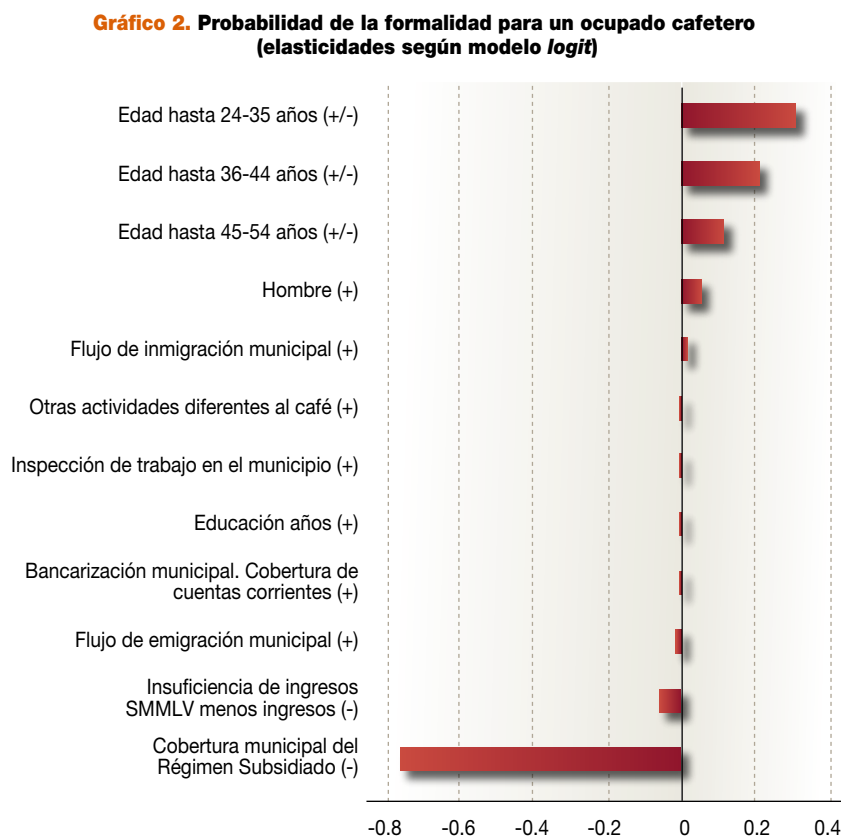
contrariamente, como facilitadores (gráfico 2).

La principal barrera de acceso obedece a que las ayudas sociales a la pobreza, como el Régimen Subsidiado, se perciben como sustitutos de las retribuciones de la seguridad social, desmotivando la cotización de las pensiones. En segundo término, se identifica la insuficiencia de ingresos de los trabajadores con respecto al SMMLV, el cual, de acuerdo con la legislación, es el referente de la cotización mínima y ha constituido un umbral inalcanzable para el promedio de los trabajadores. Y como tercera barrera de acceso se identifica a las condiciones asociadas a la emigración desde municipios con informalidad relativamente alta hacia otros donde ocurre lo contrario.

En cuanto a los aspectos facilitadores identificados, se encuentra que la juventud de los trabajadores hace más probable la formalización, la cual disminuye en la medida en que aumenta la edad, también los flujos de inmigración desde municipios con informalidad relativamente alta, así como el género masculino, la educación, la bancarización y la presencia institucional del Ministerio del Trabajo a través de sus oficinas de inspección.

## 4. Consideraciones finales

De acuerdo con las estimaciones realizadas, la totalidad de los 709.000 ocupados cafeteros podría ser objeto del componente promocional y pedagógico de la política de formalización. Para los 570.000 trabajadores cafeteros que no cotizan, un primer peldaño hacia la formalización sería que 278.000 informales (48%) accedieran a los BEPs, de los cuales 17.000 (2%) podrían computar sus contribuciones previas al Sistema General de Pensiones; 79.000 (11%) tendrían como opción la Cotización por Semanas; y 32.000 (6%) el programa Colombia Mayor. Este sería el techo



Fuente: elaboración del autor.

“La información también permitió apreciar que la insuficiencia de ingresos con respecto al SMMLV es un rasgo que prevalece a lo largo del ciclo de vida laboral, pero que se agudiza más en su comienzo que al final, tal como se aprecia en las trayectorias para el trabajador cafetero promedio.”

de la cobertura poblacional de los diferentes instrumentos de formalización, considerando sus requisitos de acceso y haciendo abstracción de las preferencias de los trabajadores y estas como valoran los programas mencionados.

En la explicación de la cotización a las pensiones se destacan como las dos principales limitaciones, la percepción de las ayudas asistenciales a la pobreza como un sustituto a la seguridad social y la insuficiencia de ingresos.

De esta manera, la mejor cobertura del Régimen Subsidiado de Salud tendría el efecto indeseado de subestimar entre los trabajadores el valor presente del ahorro pensional y promovería la informalidad laboral. Mientras que el acceso al Sisben está sujeto a un empadronamiento de las condiciones socioeconómicas de las familias, las contribuciones a la seguridad social por salud y pensiones están ligadas a la relación laboral y se pagan por separado. Al parecer, el valor pre-



Foto: Federación Nacional de Cafeteros.

“ La geografía del trabajo cafetero, considerando sus desbalances regionales y la migración estacional desde menores estándares de vida, plantea la necesidad de programas de apoyo social, facilidades para la trashumancia y para la contribución a la seguridad social de un quinta parte de la ocupación cafetera. ”

sente de la pensión es más bajo entre los más jóvenes y si ya están en el Régimen Subsidiado de Salud, las contribuciones a la seguridad social se perciben como un sobre costo o un gasto innecesario, sean productores o trabajadores. Un resultado que sugiere la necesidad de introducir una adecuada diferenciación en el diseño, focalización y acceso de la seguridad social con respecto a las ayudas sociales.

Mientras que, por su parte, la insuficiencia de ingresos laborales plantea un reto formidable en términos de productividad y competitividad internacional, así como de la economía política de la distribución del ingreso al interior de la cadena de valor de la caficultura. La brecha de los ingresos laborales con respecto al SMMLV y la correspondiente a la contribución a las pensiones equivalen respectivamente al 42% y al 12% del valor agregado sectorial.

Al tenor de lo mencionado anteriormente, debería evaluarse la factibilidad de varias de las propuestas de formalización, tales como subsidiar parcialmente las cotizaciones, mediante la reasignación de los recursos a los subsidios a la sustentación del precio interno, haciendo extensiva la universalización de la cobertura en salud y pensión de la población rural, y reorientando la parafiscalidad hacia


las pensiones a través de los convenios de corresponsabilidad gremial, entre otras propuestas.

Desde luego que mejores remuneraciones también se podrían lograr mediante el fortalecimiento de las Inspecciones del Trabajo, así como de la promoción del cambio cultural a favor del trabajo decente y la educación orientada al mejoramiento de la productividad laboral, facilitando el mejoramiento productivo y su certificación internacional. Alianzas de la política de formalización con la institucionalidad local ofrecerían potenciales sinergias, especialmente con la cafetera, aprovechando su infraestructura de servicios, legitimidad gremial e integralidad estratégica.

Adicionalmente, la geografía del trabajo cafetero, considerando sus desbalances regionales y la migración estacional desde menores estándares de vida, plantea la necesidad de programas de apoyo social, facilidades para la trashumancia y para la contribución a la seguridad social de un quinta parte de la ocupación cafetera. Por otra parte, la agudización de la insuficiencia de ingresos al comienzo y al final del ciclo de vida de la ocupación cafetera requerirían incentivos adicionales, como podría ser la promoción de la fidelización al SGP adecuando los porcentajes de contribución a la edad y complemen-

tado con mayor acceso a la educación básica y laboral.

La bancarización ayudaría a la formalización laboral como canal de pago, pero más en la medida en que ella se encuentre articulada al desarrollo empresarial y a la modernización tecnológica de la producción, ante la práctica de pago en efectivo de los jornales y del arrendamiento en especie. Al respecto, el canal de recaudo podría adecuarse al sistema de pago de la cosecha, dado que la informalidad laboral no distingue entre productores y trabajadores, y la cotización se podría retener en la factura de compra de la cosecha, considerando estructuras de costos y mediando incentivos a su cotización simultánea, permitiéndole al productor disminuir su base de cotización, descontando lo correspondiente a los trabajadores, tal como ocurre con el pago del IVA entre el contribuyente y sus proveedores.

De acuerdo con lo anterior, la desprotección pensional cafetera tiene diversas explicaciones. Las más evidentes señalan el desempeño productivo y la arraigada informalidad en el mercado del trabajo, junto a un rígido marco institucional desarticulado de la política social y sectorial. Un problema cuya solución podría comenzar por darle visibilidad y reconocerle su trascendencia para promover el bienestar y la competitividad. 

# Tasas de transferencia: el precio de la liquidez

Alexander Campos \*



## Introducción

**L**a reciente crisis internacional dejó al descubierto grandes falencias en la administración del riesgo de liquidez en las entidades financieras. Posiciones de largo plazo fondeadas con recursos volátiles de corto plazo de fuentes mayoristas, insuficientes activos líquidos, así como la carencia de controles internos, fueron algunas de las malas prácticas que contribuyeron a exacerbar la crisis de 2007.

Como respuesta a estos problemas, en el marco de Basilea se han adoptado estándares internacionales para la medición del riesgo de liquidez y se han impuesto requerimientos más exigentes de activos líquidos para afrontar escenarios de estrés (Indicador de Cobertura de Liquidez-LCR). También se ha buscado generar una mayor conciencia entre los administradores y juntas directivas acerca de la posición estructural de liquidez de las instituciones financieras y los riesgos inherentes a su estructura de negocio (Indicador de Fondos Estables Neto-NSFR). Colombia no ha sido ajena a estas tendencias, y desde 2008 se incorporó en la normativa local el Indicador de

Riesgo de Liquidez (IRL). Dicho indicador tiene como propósito garantizar que los Establecimientos de Crédito (ECs), las Sociedades Comisionistas de Bolsa (SCBs) y otras instituciones mantengan un colchón de activos líquidos de alta calidad que les permitan afrontar los requerimientos netos de liquidez de los siguientes 30 días. Pese al avance que ha representado la adopción de estándares internacionales en la materia, todavía queda mucho por hacer. Las entidades financieras deben avanzar más decididamente hacia la adopción de prácticas que permitan internalizar de una manera práctica y comprensible el riesgo de liquidez en las actividades que realizan de manera rutinaria.

Para ello, cuentan con herramientas que, vía precio, buscan desincentivar la excesiva toma de riesgos en la transformación de plazos e impulsar la generación de

\* El presente trabajo fue escrito cuando el autor se desempeñaba como Gerente de Planeación Financiera y ALM en HSBC Colombia.  
E-mail: alexcamposorio@hotmail.com



depósitos estables. Entre estas, se encuentran: i) el mecanismo de tasas de transferencia de liquidez; ii) la prima de liquidez, y iii) los cargos por liquidez. La aplicación de estos mecanismos en la administración de activos y pasivos constituye un pilar fundamental para inducir una sana transformación de plazos, una adecuada administración del riesgo de liquidez, una correcta asignación del capital y una mejor compensación de las áreas comerciales.

### La transformación de plazos en el centro del debate

Los bancos captan recursos de corto plazo en forma de depósitos a la vista y a término, los cuales son invertidos en su mayoría en créditos a mediano y largo plazo. Esta transformación de plazos trae consigo un riesgo de liquidez, el cual debe ser cubierto mediante la disposición de activos de muy alta calidad, tales como efectivo o títulos del gobierno.

Tirole (2010) pone de presente el *trade off* que existe entre la transformación de plazos y la administración del riesgo de liquidez. El objetivo del accionista consiste en maximizar el retorno del capital invertido, sujeto a la restricción de mantener en su balance una adecuada proporción de activos líquidos de menor rentabilidad. En un mundo con asimetrías de información y fallas de mercado, tales activos mejoran la probabilidad de continuar operando ante la ocurrencia de choques de liquidez. La transformación de plazos se exacerbaba durante escenarios de alta liquidez y bajos rendimientos. Previo a la crisis de 2007, los mercados financieros gozaban de una alta liquidez, valoración de activos financieros y bajas tasas de interés, lo cual indujo a las entidades financieras a tomar más riesgos de largo plazo para satisfacer los requerimien-

“Los bancos captan recursos de corto plazo en forma de depósitos a la vista y a término, los cuales son invertidos en su mayoría en créditos a mediano y largo plazo. Esta transformación de plazos trae consigo un riesgo de liquidez, el cual debe ser cubierto mediante la disposición de activos de muy alta calidad, tales como efectivo o títulos del gobierno.”

tos de rentabilidad de los accionistas. Goodhart (2008) atribuye buena parte de los problemas derivados de la crisis financiera de 2007 a la excesiva transformación de plazos.

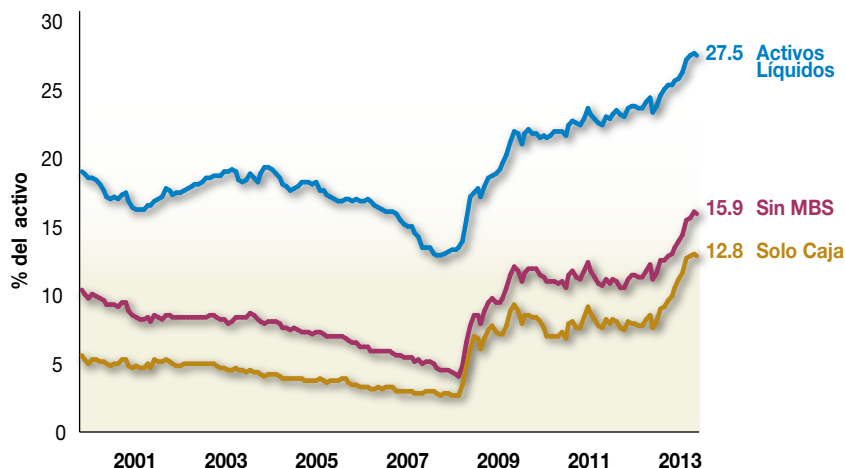
El gráfico 1 muestra la relación de activos líquidos como porcentaje de los activos totales para los bancos estadounidenses más grandes. Mientras que a comienzos del año 2000 esta relación oscilaba alrededor del 20%, para mediados de esa década

ya había descendido hacia el 15%. En ese mismo lapso, los activos líquidos respaldados con hipotecas (MBS emitidos por agencias como Fannie Mae y Freddie Mac) pasaron de representar el 45% al 60% del total de activos líquidos, con el consecuente descenso en el peso de los bonos del Tesoro y el efectivo, considerados como los activos de más alta calidad.

En el centro de la transformación de plazos y el apalancamiento se encuentran los incentivos con que cuentan los administradores para obtener rentabilidades que cumplan las expectativas de los accionistas y los presupuestos de ingresos. El cuadro 1 describe de una manera simple el incentivo con que cuenta una entidad financiera para transformar plazos.

Dejando de lado el riesgo de crédito, el *spread* es creciente con el plazo de colocación de los activos y la liquidez de los pasivos. Por ejemplo, una cartera de consumo a 5 años fondeada con recursos de 3 meses podría significarle a la entidad un *spread* del 14% versus esa misma cartera sin o menor descalce de liquidez (p.e. 11.5%). Este *spread* (5A/3M) oculta un mayor riesgo de tasa de interés que supondría un

**Gráfico 1. Ratio de liquidez de los bancos estadounidenses más grandes**



Fuente: Fed.



**Cuadro 1. Estructura de tasas y spreads de productos según plazo (%)**

Tasas	1 mes	3 meses	6 meses	1 año	2 años	5 años
Cartera	6.0	7.0	7.5	9.0	12.0	18.0
Depósitos a plazo	3.7	4.0	4.5	5.0	6.0	6.5
Spread	2.3	3.0	3.0	4.0	6.0	11.5

CARTERA

Spreads		1 mes	3 meses	6 meses	1 año	2 años	5 años
DEPÓSITOS	1 mes	2.3	3.3	3.8	5.3	8.3	14.3
	3 meses	2.0	3.0	3.5	5.0	8.0	14.0
	6 meses	1.5	2.5	3.0	4.5	7.5	13.5
	1 año	1.0	2.0	2.5	4.0	7.0	13.0
	2 años	0.0	1.0	1.5	3.0	6.0	12.0
	5 años	-0.5	0.5	1.0	2.5	5.5	11.5

Fuente: cálculos propios.

incremento de las tasas por parte del banco central, además del riesgo de liquidez asociado a la incertidumbre de reemplazar los recursos pasivos a su vencimiento o renovar los existentes. Una entidad que opere bajo el esquema anterior, implícitamente está tratando la liquidez como si fuera un “bien libre”, y al riesgo de liquidez como inexistente. Grant (2011) ilustra con claridad cómo tal situación sirvió de antesala a la crisis de 2007. A mediados de 2005, el *spread* entre la tasa Libor a un año y la tasa Swap al mismo plazo era apenas de 0.5 puntos básicos y se mantuvo oscilando en ese nivel hasta mediados de 2007. Detrás de este hecho se escondía la creencia infundada de que las condiciones de precio y abundancia de la liquidez se mantendrían indefinidamente, haciendo innecesaria una prima de liquidez a los activos de larga duración o a los depósitos más estables.

Además de exacerbar la transformación de plazos y el riesgo de liquidez, a nivel microeconómico un esquema como el descrito distorsiona la asignación de capital, favorece las remuneraciones de las áreas comerciales más proclives a la toma de riesgos, y

estimula grandes desapalancamientos en períodos de estrés. A nivel macro, profundiza los ciclos económicos, torna más frágiles las hojas de balance de las entidades financieras y expone al banco central a plegar la política monetaria a los objetivos de la estabilidad (Tirole, 2010).

## Principios antes que ratios

Goodhart (2008) utiliza la metáfora del último taxi en la estación de tren para poner de presente que los requerimientos de liquidez hay que complementarlos con principios prudenciales en la administración del riesgo. Al igual que el viajero que arriba a última hora a la estación de tren no puede tomar el último taxi porque la regulación dispone que como mínimo debe haber un taxi disponible, los requerimientos mínimos de liquidez son dispositivos de última instancia que pueden aliviar transitoriamente una situación de estrés, pero no eliminan la excesiva toma de riesgos, ni corrigen potenciales

desbalances que se pueden originar en la conducción de los negocios en las entidades financieras.

Más que basarse en ratios o medidas de liquidez, un sistema de administración de riesgo de liquidez debería cimentarse en principios prudenciales que permitan orientar el balance hacia el cumplimiento simultáneo de los objetivos de rentabilidad y de estabilidad de largo plazo. Para ello, resulta fundamental que se incorpore el riesgo de liquidez y su costo dentro de las actividades que tienen lugar a diario en las entidades financieras.

Para este propósito resulta relevante recordar lo que establece el cuarto principio para una adecuada administración y supervisión del riesgo de liquidez publicado por el Comité de Basilea: “*Para todas las actividades de negocio relevantes (tanto dentro como fuera de balance), el banco deberá incluir los costes, beneficios y riesgos de liquidez en los procesos de formación interna de precios, medición de resultados y aprobación de nuevos productos, a fin de que los incentivos para la asunción de riesgos de las diferentes líneas de negocio concuerden con las exposiciones al*

*riesgo de liquidez que sus actividades le generan a la entidad en su conjunto*" (BIS, 2008).

Este principio propende por darle al riesgo de liquidez la visibilidad que requiere en el ejercicio diario de la actividad financiera. Carteras de largo plazo fondeadas con recursos de corto plazo deben ser "castigadas" con el costo que representan en materia de liquidez, mientras que recursos a la vista de depositantes minoristas altamente dispersos son sumamente valiosos desde el punto de vista de la diversificación de este riesgo y merecen ser "premiados".

De igual forma, posiciones altamente líquidas, producto de estructuras de balance altamente transformadoras de plazo, suponen un costo financiero importante, el cual debe ser equitativamente distribuido entre las diferentes líneas de negocio y productos. Asimismo, no todos los depósitos a la vista tienen la misma estabilidad ni los depósitos a plazo la misma posibilidad de renovación, lo cual debe hacerse explícito en los modelos de rentabilidad y de información gerencial.

Para ello, es fundamental implementar un mecanismo de tasas de transferencia (*Liquidity Transfer Pricing*) que permita alinear los incentivos de las áreas comerciales con una sana administración del balance y el riesgo de liquidez. Pese a las recomendaciones del Comité de Basilea de avanzar en esa dirección, son muy pocos los bancos internacionales que realmente han logrado una implementación exitosa de tal mecanismo, y en muchos de ellos todavía son inexistentes (Grant, 2011).

Algunas jurisdicciones regulatorias ya han empezado a requerir que las entidades financieras incorporen tales dispositivos en la administración del riesgo de liquidez. Por ejemplo, la Autoridad de Regulación Prudencial de Australia (APRA) ha requerido a los bancos que incorporen a partir de 2014 un mecanismo de tasas de transferencia de liquidez (*LTP*) en su modelo de administración (APRA, 2014).

De Belle (2013) plantea cómo este tipo de mecanismos de valoración de la liquidez debería traducirse, entre otros efectos, en un mayor precio (tasa) de las carteras de larga duración y un

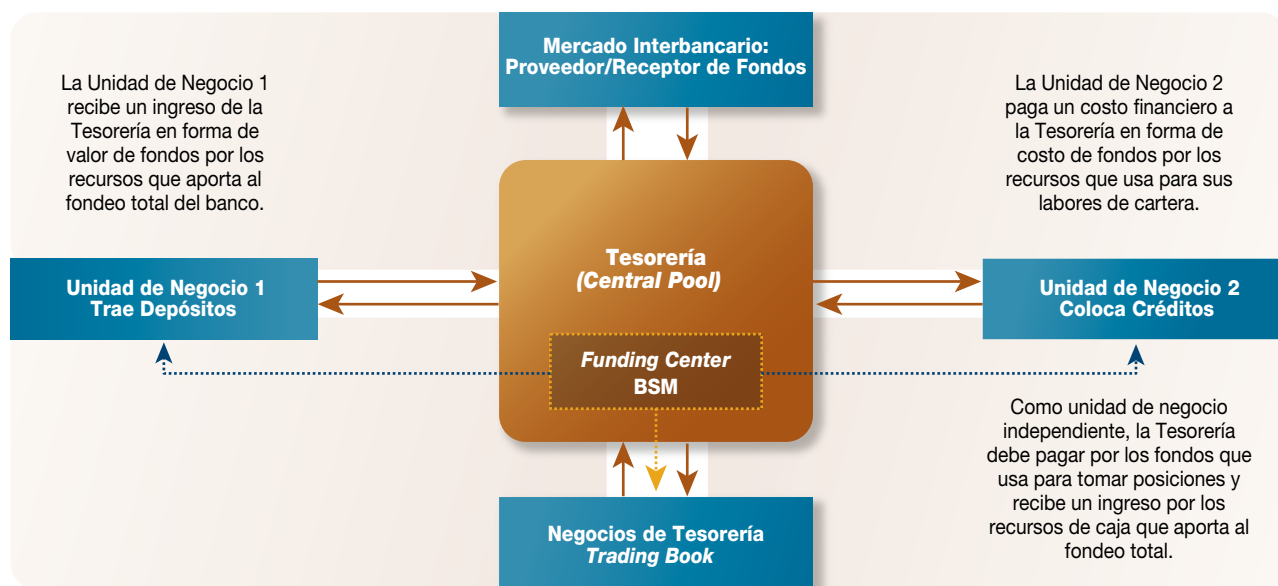
mayor apetito (vía mayor tasa) de los bancos por depósitos minoristas. Pero ante todo, en una transformación de plazos más prudente y en una mayor conciencia del costo que representa el riesgo de liquidez.

### Mecanismo de tasas de transferencia

El sistema de tasas de transferencia no es un concepto nuevo; sin embargo, su ausencia o mal diseño en las instituciones financieras contribuyó a exacerbar los problemas bancarios en la reciente crisis financiera. En esencia, tal mecanismo consiste en centralizar en las áreas de Tesorería la administración del riesgo de liquidez y de tasa de interés, mediante la canalización de todos los recursos captados por las diferentes líneas de negocio y la irrigación de fondos hacia aquellas generadoras de activos, incluyendo a la propia Tesorería en sus labores de *trading* (ver gráfico 2).

La centralización de fondos en cabeza de la Tesorería impone la necesidad de

**Gráfico 2. Funcionamiento del sistema de tasas de transferencia**



Fuente: elaboración propia.

que los recursos provistos a (recursos recibidos de) las diferentes líneas de negocio reflejen el costo de fondeo de la institución financiera y la carga (el alivio) que suponen en materia de liquidez. De esta manera, se garantiza que las decisiones de negocio hagan compatible dos objetivos simultáneos: mejorar la rentabilidad del capital y promover un adecuado crecimiento del balance.

En este sentido, se torna fundamental que medidas de retorno sobre el capital, para el caso de los activos, contemplen explícitamente los costos derivados de la utilización de la liquidez. Por el lado del pasivo, es crucial que se generen medidas de rentabilidad que incorporen la contribución de cada producto en la generación de liquidez estable. Como mecanismo residual, es fundamental contar con una unidad de negocio virtual (*central pool*) cuyo propósito sea reflejar las operaciones activas o pasivas que por disposiciones regulatorias o de negocio no son imputables directamente a alguna de las líneas de negocio, además de servir de fondo para la administración de la liquidez residual del balance.

En su función de administración del sistema de tasas de transferencia (*Balance Sheet Management*), la Tesorería debe establecer una curva de tasas que remunere los depósitos

generados por las unidades de negocio (Valor de Fondos, VoF) y que permita cobrar el costo del uso de la liquidez de la entidad financiera a las diferentes unidades generadoras de activos (Costo de Fondos, CoF).

En un mundo ideal, dicha tasa debería reflejar tanto los costos de fondeo de la institución financiera como el impacto que generan las operaciones en el riesgo de liquidez. El primero debería incorporar no solamente elementos sistémicos del costo de la liquidez (tasa del banco central, mercado de depósitos, etc.), sino también elementos idiosincráticos de la entidad (riesgo, tamaño, red de oficinas, etc.). El segundo debería reflejar la política explícita de riesgo estructural de liqui-

dez que desea administrar la gerencia. De esta manera, se garantiza que todas las unidades de negocio alineen su propensión marginal a maximizar los retornos con un correcto perfil de vencimientos y estructura de balance (Choudhry, 2012).

Algunas entidades han intentado suplir el mecanismo de tasas de transferencia por lo que se denomina como tasa *pooled*. Dicha tasa, que intenta reflejar el costo promedio de fondos, es utilizada para remunerar los depósitos y cargar a los créditos de manera homogénea sin distinguir entre plazos de colocación de cartera o naturaleza de los recursos captados. El uso de la tasa *pooled* incentiva la transformación de plazos y exacerba el riesgo de liquidez al generar retornos netos más altos para los depósitos de corta duración y para los créditos de más largo plazo.

El cuadro 2 ilustra esta situación tomando como tasa *pooled* el costo de fondos promedio aplicado sobre algunos saldos de balance de captaciones y colocaciones a diferentes plazos. Captaciones benéficas para la administración del riesgo de liquidez y la estabilidad financiera (CDTs de largo plazo) generan una pérdida promedio de 35 puntos básicos, al mismo tiempo que activos de largo plazo que tensionan la capacidad de transformación de plazos son incenti-

“ La centralización de fondos en cabeza de la Tesorería impone la necesidad de que los recursos provistos a (recursos recibidos de) las diferentes líneas de negocio reflejen el costo de fondeo de la institución financiera y la carga (el alivio) que suponen en materia de liquidez. ”

**Cuadro 2. Mecanismo de tasa *pooled* e incentivo a la transformación de plazos**

	Plazo	Tasa N.A. cliente (%)	Tasa <i>Pooled</i> N.A. (%)	Spread (%)
Depósitos Vista	180 días (Por comportamiento)	0.50	4.20	3.70
CDTs Corto Plazo	3 meses	4.00	4.20	0.20
CDTs Mediano Plazo	9 meses	4.25	4.20	-0.05
CDTs Largo Plazo	1.5 años	4.55	4.20	-0.35
Créditos Consumo Corto Plazo	1 año	14.00	4.20	9.80
Créditos Consumo Mediano Plazo	2 años	16.00	4.20	11.80
Créditos Consumo Largo Plazo	5 años	19.00	4.20	14.80

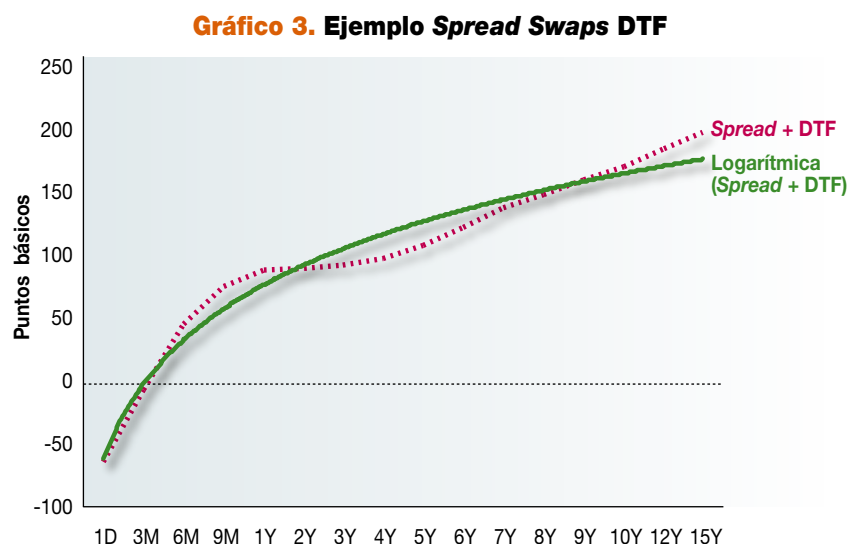
Fuente: cálculos propios.

vados con remuneraciones 500 puntos básicos superiores a las de activos de menor plazo.

Un mecanismo de tasas de transferencia que refleje las mejores prácticas de mercado debe propender por reflejar el costo de la liquidez. Por lo tanto, debería existir un cargo superior para aquellos créditos que son de largo plazo y una prima para los depósitos de largo plazo o cuyas características de comportamiento histórico (*behavior*) permitan a las entidades contar con una base estable.

Para ello, las entidades pueden tomar como referencia las curvas de rendimientos de los bonos del gobierno bajo el entendido de que en un mundo “eficiente”, dichas curvas deben reflejar las expectativas de las tasas de interés en el mercado financiero a los diferentes horizontes de tiempo. Sin embargo, Grant (2011) indica que una buena práctica de mercado consiste en calcular el costo marginal ajustado por maduración para las diferentes posiciones de balance (*matched-maturity marginal cost of funds*). Bajo este enfoque, una entidad financiera puede calcular la parte del costo de fondeo atribuible al riesgo de liquidez.

Para hacer esto, propone convertir el costo fijo de fondeo en un costo flotante de fondeo a través de una transacción interna de intercambio de flujos (*swap*) y observar el *spread* que



se genera sobre la tasa de referencia de dicho intercambio (tasa de referencia, Libor, DTF, etc.). Dicho *spread* está asociado al “precio por liquidez” y es la parte que se debe cargar en el costo de fondos a las carteras de crédito y reconocer a los depósitos por sus beneficios sobre la liquidez agregada (gráfico 3) (véase Grant, 2011).

Tomando esta aproximación, se presenta nuevamente el cálculo de rentabilidad por productos del apartado anterior, conservando como costo promedio de fondos la tasa *pooled*, y agregándole a esta el *spread* que surge de la curva *Swap* DTF. En este caso,

se puede apreciar cómo los depósitos a la vista mejoran su rentabilidad debido al hecho de reconocerles una prima de liquidez para un plazo de 180 días (que se asume puede llegar a ser el plazo medio calculado mediante comportamiento histórico o estadístico) (cuadro 3). Lo mismo ocurre con los CDTs de mediano y largo plazo, cuya rentabilidad pasó a ser positiva por la prima que se les reconoce en la labor de transformación de plazos. En el activo, los créditos de largo plazo pagan una prima extra que refleja su mayor riesgo de liquidez para la hoja de balance.

**Cuadro 3. Mecanismo de tasa de transferencia a partir de la curva Swap**

	Plazo	Tasa N.A. cliente (%)	Tasa Pooled N.A. (%)	Spread puntos básicos (%)	CoF/VoF N.A.	Spread (%)
Depósitos vista	180 días (Por comportamiento)	0.50	4.20	46	4.66	4.16
CDTs corto plazo	3 meses	4.00	4.20	(7)	4.13	0.13
CDTs mediano plazo	9 meses	4.25	4.20	76	4.96	0.71
CDTs largo plazo	1.5 años	4.55	4.20	108	5.28	0.73
Créditos consumo corto plazo	1 año	14.00	4.20	89	5.09	8.91
Créditos consumo mediano plazo	2 años	16.00	4.20	90	5.10	10.90
Créditos consumo largo plazo	5 años	19.00	4.20	108	5.28	13.72

Fuente: cálculos propios.

Además de los *spreads* sobre la curva *Swap*, las tasas de transferencia deberían reflejar la estrategia del ALCO para incentivar una sana administración de plazos. El gráfico 4a muestra una estructura de balance con descalces importantes de fondeo en el largo plazo, razón por la cual la estructura temporal de las tasas de transferencia debería incentivar las captaciones de largo plazo y cargar con un mayor costo carteras de larga duración. Para ello, se define una prima de liquidez (*Liquidity Premium*) creciente con el plazo, cuyo propósito es recompensar el mayor plazo de las captaciones y cargar con un costo extra por liquidez a las colocaciones de largo plazo (panel inferior gráfico 4a). Por el contrario, una estructura de balance como la descrita en el gráfico

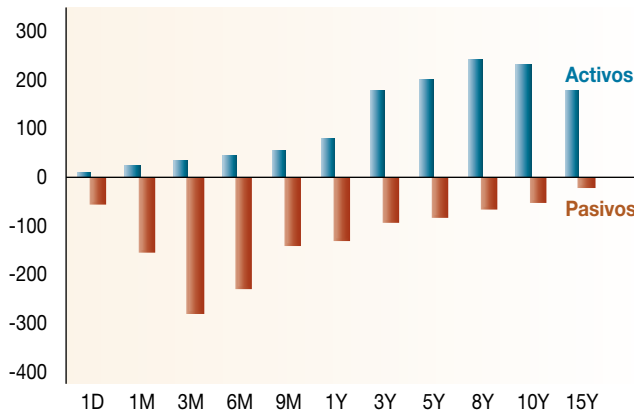
4b requeriría una estructura de tasas de transferencia más aplanada que incentive el comportamiento adecuado tanto de activos como de pasivos (panel inferior gráfico 4b). En este caso, la prima de liquidez podría definirse como un *spread* negativo sobre la curva de transferencia o dejarse neutra a discreción del ALCO, con el fin de no desincentivar la labor comercial del área de depósitos, ni exacerbar una transformación radical de plazos en el balance. La prima de liquidez debe incorporarse de manera correcta en la definición de la política de tasa de transferencia por el ALCO y debe ser de fácil comprensión por las diferentes áreas de negocio. Solo así se garantiza su efectividad como mecanismo para inducir comportamientos que conlleven

a una adecuada administración del riesgo de liquidez.

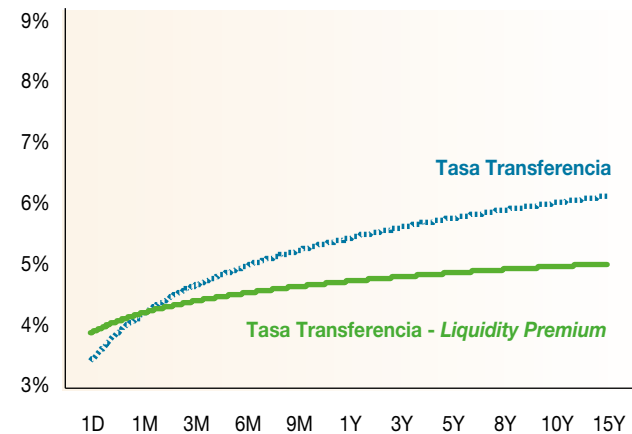
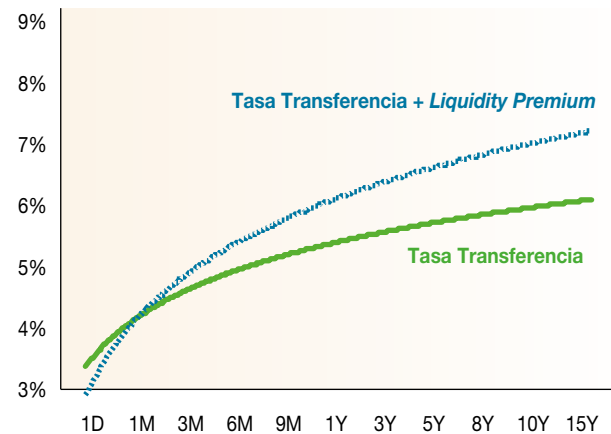
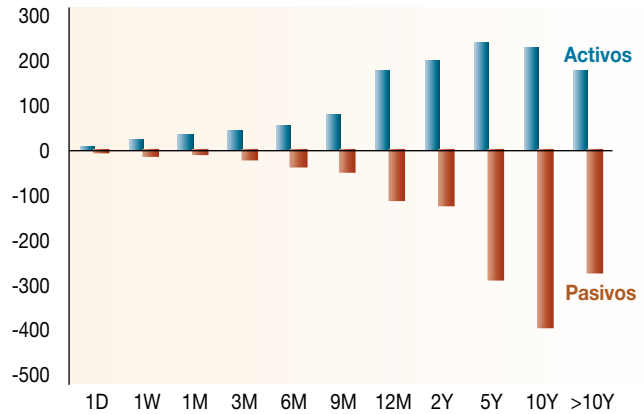
## Los colchones de liquidez y su costo

La transformación de plazos, la naturaleza de los depósitos a la vista y la incertidumbre que rodea los mercados interbancarios exponen a las entidades financieras a choques de liquidez. Para hacerles frente, estas cuentan con un colchón de activos altamente líquidos que les permite acceder al mercado interbancario o a la ventanilla de descuento del banco central. La definición del colchón óptimo de activos líquidos depende de múltiples variables, entre las que

**Gráfico 4a. Balance con descalce de corto plazo**



**Gráfico 4b. Balance con descalce de largo plazo**



Fuente: cálculos propios.



se encuentran: la volatilidad de los depósitos a la vista, la situación estructural del balance, la rentabilidad esperada por los accionistas, las posibilidades de una crisis sistémica y el horizonte mínimo de planeación de activos y pasivos (p.e. 3 meses para el BoE/FSA, 1 mes para Basilea III/LCR). Con independencia de su tamaño, dicho colchón supone costos significativos para las entidades financieras, los cuales resulta necesario medir y asignar de manera adecuada a las diferentes unidades de negocio y productos.

El costo de los activos líquidos puede verse como un impuesto que recae sobre la actividad, que surge de la labor de intermediación financiera y transformación de plazos, el cual debe ser asignado de manera correcta (Choudhry, 2012). Aunque el cálculo de este costo puede llegar a ser muy subjetivo, debe responder al costo de oportunidad de mantener activos líquidos y “libres de riesgo” que rinden a una menor tasa que el costo medio de fondeo de los mismos, y podría asumir la siguiente forma:

$$LR = (Cf - RLa) * LaB$$

Donde **LR** es el costo por tener activos líquidos; **Cf** es el costo promedio de fondos de la entidad financiera; **RLa** es el rendimiento efectivo de dichos activos, el cual podría incorporar no solamente la caja, sino también las reservas en el

banco central y los títulos disponibles para liquidez (AFL); y **LaB** es el tamaño del colchón de activos líquidos definido por el ALCO.<sup>1</sup>

La distribución de este costo puede llegar a ser muy subjetiva, pero debería tender a reflejar la contribución que hace cada unidad de negocio a las necesidades de activos líquidos de la entidad como un todo.<sup>2</sup> En tal sentido, una opción sería la de calcular los *gaps* de liquidez acumulados a la banda de 3 meses para cada unidad de negocio y evaluar la contribución de cada una al acumulado general de la entidad.

El cuadro 4 presenta un ejemplo sencillo para entender el origen de los cargos de liquidez y una forma alternativa de distribución entre las unidades de negocio. La banca personal genera carteras de largo plazo (>365 días) fondeadas con recursos en su mayoría a 90 días. Pese a que la banca corporativa concentra buena parte de sus activos en el corto plazo (<90 días), también acumula un descalce de liquidez a la banda de 90 días.

El tamaño del LaB es, en este caso, una función del descalce de liquidez acumulado para la banda de 90 días (\$175) y representa el 17% del total de los activos de esta entidad. Su costo viene dado por la diferencia entre el costo medio de fondos (5%) y la rentabilidad media de dichos LaB (que reflejan un promedio ponderado de tasas de activos de corto plazo – *overnight* y la remuneración del encaje que suele ser cero). Con esta estructura, tanto la banca de

personas como la de empresas contribuyen a sufragar dicho costo en un porcentaje que refleja su peso dentro de las necesidades de LaB de esta entidad financiera.

Desde un punto de vista prudencial, la existencia de un LR permitiría alinear los incentivos de las diferentes unidades de negocio a la adecuada gestión del riesgo de liquidez. Del mismo modo, permite mantener una estructura de activos altamente líquidos que refleja mejor la estructura de balance de la entidad y el riesgo de liquidez que le aportan las diferentes unidades de negocio y sus productos.

### Conclusiones

El incentivo a la transformación de plazos y la búsqueda de rentabilidades más altas son la esencia del riesgo de liquidez. La crisis financiera reciente permitió formalizar, en el marco del Acuerdo de Basilea III, la existencia de mecanismos cuantitativos para hacer frente al riesgo de liquidez (LCR-NSFR).

La existencia de metodologías de cálculo del riesgo de liquidez y su cobertura mediante activos líquidos no garantiza por sí sola la correcta gestión de dicho riesgo en las actividades rutinarias de las entidades financieras. Para alinear las actividades comerciales con los objetivos prudenciales en materia de riesgo de liquidez, es fundamental la implementación de mecanismos que “penalicen” la

<sup>1</sup> La definición del tamaño del LaB por parte del ALCO reduce las potenciales controversias entre las unidades de negocio y la Tesorería sobre el costo que deben asumir estas por la administración del riesgo de liquidez. En ausencia de tal definición, las unidades podrían encontrar excesivo cierto tamaño de LaB y su costo asociado.

<sup>2</sup> Nótese que las necesidades de activos líquidos que surgen de una evaluación detallada de la naturaleza de los activos y pasivos de cada entidad financiera pueden diferir de las necesidades de activos líquidos que requiere la regulación local. En tal sentido, es aconsejable que los cargos por liquidez que surgen de este mecanismo respondan a análisis internos de liquidez, que entre otras cosas deben incorporar criterios de estabilidad de depósitos a la vista, definición de depósitos *core* y *non core* por líneas de negocio, etc.

**Cuadro 4. Tamaño, costo y distribución del LaB**

		1-7	7-15	15-30	30-60	60-90	90-365	>365
Banca de personas	Activos	12	19	25	35	38	120	235
	Pasivos	8	14	22	14	200	80	40
	Neto	4	5	3	21	-162	40	195
	Acumulado	4	9	12	33	-129	-89	106
Banca de empresas	Activos	40	45	68	120	115	73	83
	Pasivos	46	65	73	100	150	60	50
	Neto	-6	-20	-5	20	-35	13	33
	Acumulado	-6	-26	-31	-11	-46	-33	0
Total	Activos	52	64	93	155	153	193	318
	Pasivos	54	79	95	114	350	140	90
	Neto	-2	-15	-2	41	-197	53	228
	Acumulado	-2	-17	-19	22	-175	-122	106


LaB mín.	-175
Cf	5%
RLa	3%
LR	-3.5

Fuente: elaboración propia.

Distribución LR			
	\$	%	LR
Gap 90 días			
Personas	-129	74%	-2.58
Empresas	-46	26%	-0.92
Total	-175	100%	-3.5

excesiva transformación de plazos y “premien” la generación de depósitos estables.

A nivel internacional, tanto entidades financieras como reguladores han venido adoptando las tasas de transferencia como un mecanismo para reconocer en los estados de resultados de las unidades de negocio los costos derivados de la liquidez. Un mecanismo de tasas de transferencia correctamente diseñado contribuye a una mejor asignación de capital, a unas remuneraciones variables más acordes con el riesgo asumido y a una mejor estructura de balance.

De igual forma opera un mecanismo de cargos de liquidez, cuyo propósito es hacer explícito el costo que representa para una entidad financiera mantener activos altamente líquidos para atender las brechas de liquidez que genera la transformación de plazos. 

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Australian Prudential Regulatory Authority (2014), Prudential Standard APS210, Liquidity, January.
- BIS (2008), *Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision*, September.
- Choudhry M. (2012), *The Principles of Banking*, Jhon Wiley & Sons.
- Debelle G. (2013), “Remarks on Liquidity”, Intervention at the Australasian Finance and Banking Conference, Sydney, December.
- Goodhart C. (2008), Liquidity Risk Management, *Financial Stability Review*, Banque de France, February.
- Grant J. (2011), Liquidity Transfer Pricing: a Guide to Better Practice, *Occasional Paper No. 10*, BIS, December.
- Tirole J. (2010), Illiquidity and All it’s Friends, *BIS Working Papers No. 303*, March.

# Medición del riesgo sistémico del sistema financiero colombiano

Wilmar Cabrera, Miguel Ángel Morales, Jorge Hurtado y Juan Sebastián Rojas\*



**U**na de las principales lecciones de la crisis financiera global de 2008, tanto para las autoridades económicas como para la academia, es la importancia de hacer una correcta identificación y monitoreo del riesgo sistémico que enfrenta una economía. Hasta antes de la más reciente crisis financiera, la literatura económica se había centrado en estudiar los efectos generados por los ciclos económicos en el desempeño de las instituciones financieras. Sin embargo, dado que la crisis internacional se originó en el sector financiero, la atención se ha enfocado en la cuantificación de su nivel de estrés y en medir el impacto sistémico de posibles perturbaciones en los mercados financieros sobre el sector real. Este artículo pretende contribuir a esta tendencia mediante el desarrollo de un indicador de riesgo sistémico para la economía colombiana, que permita identificar potenciales vulnerabilidades y, a la vez, ayude a generar respuestas de política prudenciales.

En primer lugar, es importante contar con una definición de riesgo sistémico. Este se entiende, siguiendo la definición del Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Internacional de Pagos (Bank of International Settlements- BIS) y el Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board-FSB)<sup>1</sup>, como el riesgo de una ruptura en los servicios financieros ocasionada por el mal funcionamiento parcial o total del sistema financiero y que podría tener consecuencias importantes en el sector real. Dada la amplitud de este concepto, el estudio de este riesgo implica hacer seguimiento a varios sectores cuyo comportamiento e interrelaciones puedan aumentar la vul-

\* Los autores son integrantes del Departamento de Estabilidad Financiera y del Departamento de Programación Macroeconómica e Inflación del Banco de la República. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva. Este artículo está basado en otro documento publicado por los autores en la serie de *Borradores de Economía* y en el *Reporte de Estabilidad Financiera* de septiembre de 2014 del Banco de la República. E-mail: mmoralmo@banrep.gov.co

<sup>1</sup> Board F.S., International Monetary Fund & Bank for International Settlements (2009). Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations. (Background Paper. Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors (October).

nerabilidad del sistema en su totalidad. Existen varias aproximaciones para medir el riesgo sistémico. Por un lado, algunos de estos métodos tienen como objetivo ordenar a las entidades financieras de acuerdo con su importancia sistémica. Para ello utilizan el nivel de activos de cada entidad junto con indicadores de conectividad y sustituibilidad<sup>2</sup> para evaluarla.<sup>3</sup> Por otro lado, algunos artículos pretenden medir la contribución, en términos de riesgo, que cada entidad aporta al sistema financiero como un todo.<sup>4</sup>

En Colombia se han desarrollado múltiples estudios que buscan cuantificar la contribución de un sector en particular a la vulnerabilidad del sistema<sup>5</sup> o cuyo fin es identificar qué entidades son sistémicamente importantes.<sup>6</sup> Sin embargo, aún no existe un indicador que ofrezca una medida conjunta de la acumulación del riesgo sistémico en la economía colombiana. Este tipo de indicadores ya ha sido desarrollado por algunos bancos centrales como la Reserva Federal (Fed) en Estados Unidos, el Banco Central Europeo (BCE), el Banco Central de España y el Banco de México<sup>7</sup>, entre otros. Cabe mencionar que esta medida se considera una herramienta práctica para las autoridades, ya que agrega los principales factores de riesgo de una manera intuitiva y permite identificar las principales fuentes de riesgo.

## Diseño del indicador de riesgo sistémico

El indicador que se presenta en este artículo contribuye al conjunto de medidas de monitoreo utilizadas para hacer seguimiento al sistema financiero colombiano, dado que facilita el análisis conjunto de los niveles de riesgo de diferentes dimensiones financieras (intermediación financiera, mercado de vivienda, sector externo, mercado monetario y mercado de deuda pública). Para cada una de estas dimensiones se construye un subíndice que mide

la acumulación de riesgo individual en estos sectores y que resulta de la agregación, mediante la metodología de componentes principales, de tres variables que recogen información mensual de balance o de mercado. En términos de política, el análisis desagregado de cada uno de los indicadores permite a las autoridades identificar las potenciales fuentes de riesgo, y así adoptar medidas focalizadas que permitan mitigarlas.

Los indicadores que componen cada uno de estos subíndices fueron seleccionados teniendo en cuenta tanto la disponibilidad de series para el caso colombiano como las siguientes consideraciones sugeridas por Holló *et al.* (2012) y Hakkio y Keeton (2009) en torno a las características que deben reflejar los indicadores de estrés:

1. Incertidumbre sobre el valor fundamental de los activos.
2. Asimetrías de información.
3. Una reducción en la propensión por mantener activos riesgosos (*flight to quality*).
4. Una menor disposición a tener activos ilíquidos (*flight to liquidity*).
5. Mayor incertidumbre sobre el comportamiento de los inversionistas.

Estos síntomas usualmente se reflejan en los mercados financieros como mayores volatilidades en los precios de los activos, diferenciales (*spreads*) más amplios en las tasas de rendimiento e incrementos en los costos de financiamiento para los deudores más riesgosos. De esta forma, variables como las volatilidades, diferenciales de las tasas de interés y correlaciones entre los retornos de los activos, resultan ser bastante útiles para medir el nivel de estrés en el sistema financiero. Igualmente, se consideran indicadores que reflejen la acumulación de riesgo, tales como las desviaciones del crédito y del precio de la vivienda de sus tendencias de largo plazo (brechas), o indicadores de riesgo de crédito.

A continuación se listan las variables utilizadas para construir cada subíndice (dimensión):

### Intermediación financiera:

- Brecha<sup>8</sup> de crédito.
- Brecha de la cartera vencida.
- Crecimiento anual del margen de intermediación *ex post*.

### Mercado de vivienda:

- Crecimiento anual de los precios de vivienda nueva.

<sup>2</sup>En cuanto a conectividad, se tuvieron en cuenta indicadores como activos y pasivos dentro del sistema financiero relacionados al mercado monetario, el cual está compuesto por las operaciones interbancarias, repos, simultáneas y transferencia temporal de valores tanto del lado activo como pasivo. En cuanto a la sustituibilidad, se tomaron dos indicadores: el valor de los pagos liquidados y compensados en el sistema de pagos (CUD) y el número de contrapartes en el sistema de pagos.

<sup>3</sup>Ver por ejemplo BIS (2013) y León y Machado (2011).

<sup>4</sup>Ver por ejemplo la aproximación CoVaR propuesta por Adrian y Brunnermeier (2011), y también Lehar (2005), que estima la probabilidad de ocurrencia de un evento sistémico.

<sup>5</sup>Véase Cabrera *et al.* (2012b), Capera *et al.* (2013) y León (2012).

<sup>6</sup>Véase León y Machado (2011), León y Murcia (2012), Cabrera *et al.* (2012a) y el recuadro “Entidades de importancia sistémica local (metodología BIS)” del Reporte de Estabilidad Financiera de septiembre de 2013.

<sup>7</sup>Mikhail *et al.* (2011) en Estados Unidos; Hollo *et al.* (2012) en la Unión Europea; Milwood (2012) en Jamaica; Louzis y Vouldis (2013) en Grecia, y Kota y Sake (2013) en Albania, y también han sido presentados en algunos Reportes de Estabilidad Financiera como los de España y México.

<sup>8</sup>La brecha de crédito y de las demás variables está definida como la diferencia entre el nivel de la variable y su tendencia de largo plazo calculada con un filtro de Hodrick y Prescott.



- Brecha de la cartera vencida de vivienda.
- Brecha de créditos de vivienda.

#### Sector externo:

- Volatilidad del tipo de cambio.
- Brecha de la deuda externa de los intermediarios financieros.
- Volatilidad del índice de precios de los bienes básicos (*commodities*).

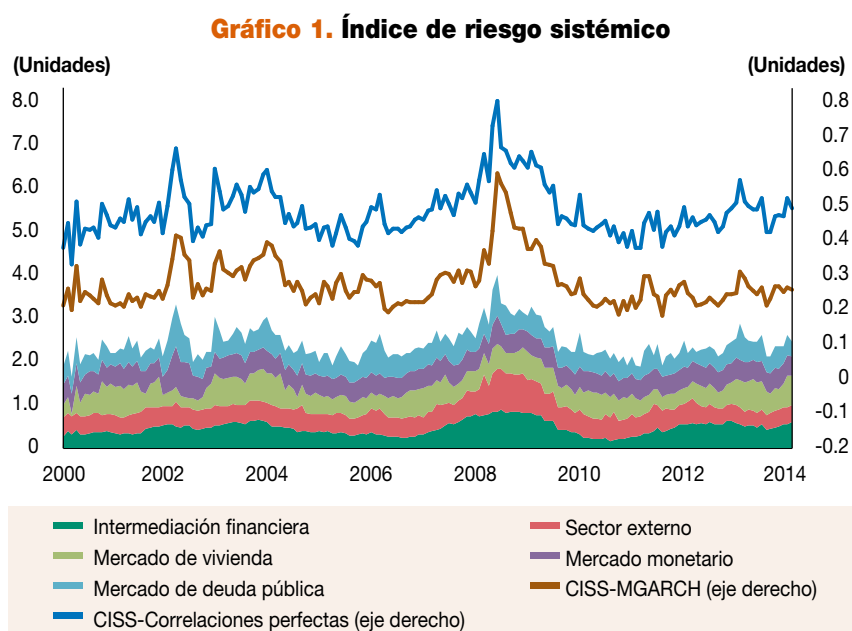
#### Mercado monetario:

- *Spread* de los TES denominados en dólares a tres meses con respecto al bono del Tesoro de Estados Unidos a tres meses.
- Volatilidad de los TES a tres meses.
- *Spread* de la tasa interbancaria y la tasa de referencia.

#### Mercado de deuda pública:

- *Spread* de los TES denominados en dólares a diez años con respecto al bono del Tesoro de Estados Unidos a diez años.
- Volatilidad del IDXTES (Índice representativo del mercado de deuda pública interna).
- Correlación entre los TES a diez años y el Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC).

Estos subíndices se condensan luego en un Índice Compuesto de Estrés Sistemático (CISS<sup>9</sup>), que recoge las fuentes de riesgo de los distintos sectores financieros y permite cuantificar la vulnerabilidad del sistema. El método de agregación<sup>10</sup> tiene en cuenta las correlaciones entre las dimensiones, lo cual es una característica deseable en la construcción de este indicador, puesto que la literatura empírica<sup>11</sup> ha mostrado que los distintos segmentos de los mercados financieros tienden a moverse conjuntamente durante períodos de estrés (contagio). El hecho de poder medir estos comportamientos comunes representa también una



ventaja importante para las autoridades financieras y económicas, ya que permite identificar los posibles canales de propagación de un choque y tomar las medidas pertinentes que minimicen su transmisión.

Dada la disponibilidad de la información, el CISS se construyó para el período que comprende enero del año 2000 hasta junio de 2014, con una frecuencia mensual. En el gráfico 1 se presenta el CISS con sus respectivos componentes; la línea sólida muestra el nivel de riesgo sistémico actual, mientras que la línea punteada representa un escenario extremo en el que existe un contagio perfecto (correlaciones igual a uno) entre los distintos sectores. Por su parte, las áreas en la parte inferior del gráfico 1 muestran la dinámica individual de los cinco componentes que conforman el índice. La evolución del indicador muestra que el período de mayor riesgo sistémico se registró entre finales de 2008 y finales de 2009, coincidiendo con el período de inestabilidad financiera global generada por la quiebra de Lehman Brothers. Al analizar los componentes del CISS en este lapso, se puede apreciar que el

sector de intermediación financiera, el sector externo y el mercado de deuda pública fueron los que presentaron los mayores deterioros.

La distancia entre la línea sólida y la punteada también brinda información sobre el contagio existente entre los distintos sectores, lo cual es importante a la hora de identificar períodos de riesgo sistémico. Bajo este modelo, un evento sistémico se caracteriza por altos niveles del indicador junto a altos niveles de correlación entre las dimensiones. Por ejemplo, en el pico de riesgo sistémico de 2008, el CISS (línea sólida) se acerca mucho al promedio simple (línea punteada), lo que significa que en ese período los mercados presentaban una correlación muy alta y por tanto el riesgo sistémico era mayor. Por otro lado, en la segunda mitad de 2002, aunque

<sup>9</sup> Composite Indicator of Systemic Stress (CISS).

<sup>10</sup> Para mayores detalles sobre el método de agregación, ver Cabrera *et al.* (2014).

<sup>11</sup> Por ejemplo Borio y Drehmann (2009); Inaba *et al.* (2005).



el promedio simple muestra un pico importante, este no es considerado un período de estrés sistémico, ya que el CISS no crece en la misma medida, debido a que la correlación de los mercados no era tan alta. Lo anterior se debe a que mientras en ese período había estrés en los mercados de deuda pública y monetario, los otros sectores se mantuvieron estables.

En cuanto al comportamiento reciente del CISS, se observa que, a junio de 2014, se registró una disminución de 5pb en el indicador con respecto a junio de 2013, comportamiento que se explica principalmente por la disminución de 49pb en el subíndice del mercado de deuda pública. En cuanto la correlación entre las dimensiones, esta se encuentra en niveles relativamente bajos, pues si se analiza la distancia entre el CISS y la línea punteada, se observa que la brecha se ha mantenido.

## Relación del estrés financiero con el comportamiento de la actividad económica

Dada la relación existente entre los mercados financieros y la actividad económica, es importante verificar si aumentos en el riesgo sistémico tendrían efectos en el sector real colombiano. Algunos autores como Cardarelli *et al.* (2011), Davig y Hakkio (2010) y Hakkio y Keeton (2009) argumentan que períodos de estrés financiero conllevan a contracciones en la actividad real, e incluso otros autores han utilizado indicadores de riesgo sistémico para probar esta hipótesis; por ejemplo, Holló *et al.* (2012) estimaron el cambio en la producción industrial generado por un aumento en el estrés financiero (CISS) para la Zona Euro usando un modelo de vectores autorregresivos. Los resultados mostraron que cuando los niveles de estrés exceden ciertos umbrales,

la producción industrial disminuye. Como una primera aproximación para analizar la validez de esta relación en Colombia, se presenta un análisis gráfico (ver gráfico 2) que compara la dinámica del CISS con un indicador líder de actividad económica (IMACO)<sup>12</sup> y con el crecimiento anual del PIB anualizado. El gráfico 2 muestra que el CISS parece anticipar el ciclo de la actividad real, especialmente en los períodos de mayor riesgo sistémico, lo cual sugiere que el CISS tendría un buen desempeño prediciendo posibles desaceleraciones de la actividad causadas por desbalances en el sistema financiero. Para complementar el análisis gráfico se desarrolló un ejercicio estadístico que evalúa la relación entre el CISS y el crecimiento del PIB trimestral desde el año 2000, y los resultados confirmaron la hipótesis de la relación negativa que existe entre el mayor nivel de estrés del sistema financiero y el comportamiento de la actividad real (para mayor detalle, véase Cabrera *et al.* [2014]).

## Conclusiones

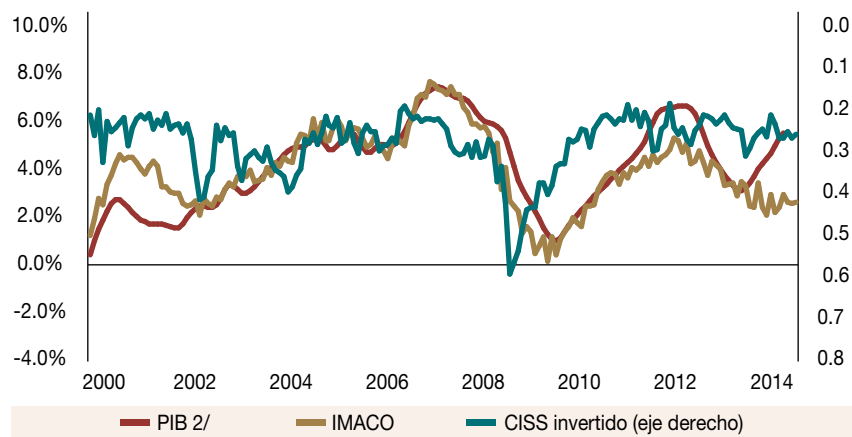
Siguiendo los recientes desarrollos de la literatura, se construyó un índice compuesto de riesgo sistémico para

Colombia que comprende el período entre enero de 2000 y junio de 2014. El indicador mide el nivel de estrés sistémico en el sistema financiero, teniendo en cuenta la contribución de cinco dimensiones diferentes: intermediación financiera, mercado de vivienda, sector externo, mercado monetario y mercado de deuda pública. Una cualidad del indicador es que el estado de riesgo sistémico que cuantifica depende no solo del nivel de estrés observado en cada una de las dimensiones que lo componen, sino que también considera el grado de contagio (correlación) entre ellas. Esta característica captura la noción de que en situaciones de estrés en el sistema financiero usualmente se registra un mayor nivel de contagio entre los sectores.

Los resultados muestran que el indicador de riesgo sistémico alcanzó su máximo nivel en septiembre de 2008, cuando Lehman Brothers se declaró

<sup>12</sup> El IMACO es un indicador de actividad económica similar al Chicago Fed National Activity Index (CFNAI) construido por la Reserva Federal de Chicago. Para mayor información ver Kamil *et al.* (2010) y Stock y Watson (1999).

**Gráfico 2. Índice Compuesto de Estrés Sistémico (invertido) e indicador de actividad real**




Fuente: cálculos de los autores.

en bancarrota. El indicador también detecta otros períodos de turbulencia en el sistema financiero, aunque estos no son considerados sistémicos dada la baja correlación de las dimensiones en esos momentos. Por su parte, al considerar la relación entre el riesgo sistémico y el sector real, se encuentra que durante períodos de alto estrés sis-

témico, el indicador tiende a anticipar desaceleraciones en la actividad real de la economía.

Finalmente, cabe resaltar que esta medida agregada de riesgo sistémico contiene información relevante para los hacedores de política, ya que les permite monitorear el estado del estrés del sistema financiero y detectar

cuáles son las principales fuentes de riesgo. El indicador también permite identificar períodos de crisis financiera y parece presentar un buen desempeño como indicador líder del ciclo de la actividad real, lo cual es valioso para las autoridades monetarias al momento de adoptar medidas macroprudenciales. 

# REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Adrian T. & Brunnermeier M. K. (2011), Covar, Working Paper 17454, National Bureau of Economic Research.

Board F. S., International Monetary Fund & Bank for International Settlements (2009), Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations, Background Paper, Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors, October.

Borio C. & Drehmann M. (2009), "Assessing the Risk of Banking Crises-Revisited", *Bank for International Settlements Quarterly Review*.

BIS (2013), Global Systemically Important Banks: Updated Assessment Methodology and the Higher Loss Absorbance Requirement, Bank for International Settlements.

Cabrera W., Corredor-Waldrón A. & Quicazán C. A. (2012a), Requerimientos macroprudenciales de capital y riesgo sistémico: una aplicación para Colombia, *Temas de estabilidad financiera*, 74.

Cabrera W., Melo L. F., Mendoza J. C. & Téllez S. (2012b), Valor en riesgo condicional para el portafolio de deuda pública de las entidades financieras, *Temas de estabilidad financiera*, 72.

Cabrera W., Hurtado J., Morales M. & Rojas S. (2014), A Composite Indicator of Systemic Stress for Colombia, *Temas de estabilidad financiera*, 80.

Capera L., González E. G., Quintero M. L. & Morales M. (2013), Measuring

Systemic Risk in the Colombian Financial System: A Systemic Contingent Claims Approach, *Journal of Risk Management in Financial Institutions*, 6(3), 253-279.

Cardarelli R., Elekdag S. & Lall, S. (2011), "Financial Stress and Economic Contractions", *Journal of Financial Stability* 7(2), 78-97.

Davig T. & Hakkio C. (2010), "What is the Effect of Financial Stress on Economic Activity?", *Economic Review Q II*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Hakkio C. S. & Keeton W. R. (2009), "Financial Stress: What is it, How Can it be Measured, and Why does it Matter?", *Economic Review Q II*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Hollo D., Kremer M. & Lo Duca M. (2012), CISS-a Composite Indicator of Systemic Stress in the Financial System, Working Paper Series 1426, European Central Bank.

Inaba N., Kozu T., Sekine T. & Nagahata T. (2005), Non-Performing Loans and the Real Economy:

Japans Experience, in B. for International Settlements, ed., 'Investigating the Relationship Between the Financial and Real Economy', Vol. 22, Bank for International Settlements, pp. 106-27.

Kamil H., Pulido J. D. & Torres J. L. (2010), El IMACO: un índice mensual líder de la actividad económica en Colombia. *Borradores de Economía*, 609.

Kota V. & Saxe A. (2013), A Financial Systemic Stress Index for Albania, Bank of Albania, Working Paper 03 (42) 2013.

Lehar A. (2005), "Measuring Systemic Risk: A Risk Management Approach", *Journal of Banking & Finance* 29(10), 2577-2603.

León C. & Machado C. (2011), Designing an Expert Knowledge-Based Systemic Importance Index for Financial Institutions, *Borradores de Economía*, 669.

León C. & Murcia A. (2012), Systemic Importance Index for Financial Institutions: a Principal Component Analysis Approach, *Borradores de Economía*, 741.

León C. (2012), Implied Probabilities of Default from Colombian Money Market Spreads: The Merton Model under Equity Market Informational Constraints, *Borradores de Economía*, 743.

Louzis D. P. & Vouldis A. T. (2013), A Financial Systemic Stress Index for Greece, Working Paper Series 1563, European Central Bank..

Mikhail V. Oet & Ryan Eiben & Timothy Bianco & Dieter Gramlich & Stephen J. Ong, 2011, The Financial Stress Index: Identification of Systemic Risk Conditions, Working Paper 1130, Federal Reserve Bank of Cleveland.

Milwood T. (2012), A Composite Indicator of Systemic Stress (CISS): The Case of Jamaica, Bank of Jamaica, Working Paper, noviembre, 2012.

# Reforma Tributaria: Proyecto de Ley 134 de 2014 \*

**T**ras múltiples improvisaciones y señales contradictorias, el gobierno acaba de radicar un Proyecto de Ley de Reforma Tributaria (No. 134 de 2014), que inicialmente se había motivado como otra “mini-reforma”. Esta pretendía taponar un faltante de “solo” el 7.5% (\$12.5 billones) del total de gastos correspondientes al Presupuesto de 2015 (sin servicio de deuda). Ahora se ha presentado como una reforma tributaria algo más ambiciosa, lo cual deja entrever la preocupación de faltantes fiscales más abultados hacia el mediano plazo. De hecho, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público ha venido mencionando que la menor dinámica del sector minero-energético podría sustraerle ingresos hasta por el 1.2% del PIB por año en el futuro cercano.

Cabe resaltar que este escenario de menores ingresos públicos, por cuenta del fin anticipado del auge minero-energético, va en la misma dirección de los “nubarrones” que ha venido indicando Anif, con base en un detallado estudio sobre las perspectivas minero-energéticas, ver <http://anif.co/sites/default/files/uploads/Anif-Min-energe0814.pdf>.

En esta nota analizaremos la propuesta tributaria del gobierno y la cotejaremos con la que ha venido proponiendo Anif (ver *Informe Semanal* No. 1223 de junio de 2014). Hemos contemplado variantes a nuestra propuesta, aprovechando que el gobierno parece haberse percatado del gran daño que estaría causándole a la inversión privada, si es que se empeña en redoblar el Impuesto Patrimonial (IP), en sus aspiraciones de recaudo (elevándolo del 0.5% del PIB a cerca del 0.9% del PIB por año en su versión inicial).



## La propuesta gubernamental (Proyecto de Ley 134 de 2014)

El cuadro 1 resume dicha propuesta, donde la principal novedad consiste en repetir el IP, bajo el nuevo ropaje del “Impuesto a la Riqueza” (IR). Sin embargo, este IR se aplicaría bajo la modalidad de tasas de gravamen marginales crecientes para hogares y firmas, en la franja \$1.000-\$5.000 millones de activos-netos.

Hemos estimado que este IR permitiría recaudar cerca del 0.76% del PIB por año, cifra superior al 0.5% del PIB que se venía recaudando bajo el IP. Esto debido a la actualización de la base impositiva patrimonial, la cual compensa la reducción de la tasa tributaria promedio al aplicarlas marginalmente. Con ello se entra a cobijar a 84.000 contribuyentes (= 52.000

personas + 32.000 firmas) frente a los actuales 40.000 (= 25.000 personas + 15.000 firmas).

La otra novedad ha radicado en que el gobierno desiste de la idea de “sobretasas” al IP para aplicarlas mejor como una “sobretasa” al CREE a partir de rentas anuales superiores a los \$1.000 millones. Tal como lo

\* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1240 del 14 de octubre de 2014.

habíamos comentado recientemente (ver *Comentario Económico del Día* 30 de septiembre de 2014), el esquema ahora propuesto “al menos tiene el sentido económico de evitar la figura de la renta presuntiva sobre los activos y ceñirse a la disponibilidad de utilidades”. Además, al tratarse de un nuevo tributo, se evitan drenajes al recaudo por cuenta de los llamados “contratos de estabilidad tributaria” y se aprovecha la base más amplia del CREE frente a la del Imporrenta. En ese mismo cuadro 1, ilustramos cómo esa sobretasa al CREE generaría un 0.3% del PIB de recaudo adicional anual. Pero la mala noticia es que el punto adicional de CREE (elevándolo del 8% al 9%) ha dejado de ser temporal y, peor aún, se le han generado nuevas destinaciones específicas en

un 50% para programas de atención a primera infancia y el restante 50% para educación superior. Esto implica que no se estarían aportando recaudos frescos para achicar los déficits fiscales futuros, sino que desde ya se le asignan “gastos sociales” específicos, sin conocerse bien la dinámica de sus futuras necesidades. En este sentido, la lección NO ha sido aprendida y se repiten aquí los errores de la Ley 1607 de 2012, al atar recaudo a mayor gasto, y no necesariamente al más eficiente (ICBF, Sena o educación superior). Por lo menos se está evitando darle destinación específica a los recaudos generados por la sobretasa “temporal” del CREE.

Con este mismo talante de volver “cuasi permanentes” gravámenes pensados como temporales, la propuesta del

gobierno (ahora sí de forma desvergonzada) propone llevar hasta 2018 la vigencia del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF), tras haberse aprobado bajo Santos I su desmonte a partir de 2015. Cabe entonces insistir aquí en los graves inconvenientes en materia de técnica tributaria y efectos contraproducentes que han venido produciendo tanto el ITF como el IP. El ITF ha sido el culpable de la desintermediación financiera que incita a transar en efectivo, drenando así los propios recaudos de Renta e IVA. Por pura consistencia analítica, Santos II debería dejar de hablar de “Banca de las Oportunidades y de mayor bancarización” durante su mandato. No sobra recalcar que bastaría una ganancia en formalización bancaria-tributaria de solo el 5%, como resultado del des-

**Cuadro 1. Proyecto de Ley No. 134 de 2014: propuesta de Reforma Tributaria del gobierno**

	2014 (1)		2015 (2)		Diferencia (3) = (2) - (1)
	Recaudo (% del PIB)	Tasa (%)	Recaudo (% del PIB)	Tasa (%)	Recaudo (% del PIB)
<b>Impopatrimonio (tarifas proporcionales)</b>	<b>0.50</b>	<b>0.25-1.50</b>			<b>-0.50</b>
Hogares	0.10	0.25-1.50	Expira		-0.10
Firmas	0.40	0.25-1.50			-0.40
<b>Nuevo Impuesto a la Riqueza (tarifas marginales)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>0.76</b>	<b>0.20-1.50</b>	<b>0.76</b>
Hogares	-	-	0.02	0.20-1.50	0.02
Firmas	-	-	0.73	0.20-1.50	0.73
<b>Imporrenta + CREE</b>	<b>7.09</b>	<b>-</b>	<b>6.90</b>	<b>-</b>	<b>-0.19</b>
Imporrenta	5.43	-	5.29	-	-0.15
Hogares (IMAN)	1.29	IMAN	1.26	IMAN	-0.03
Firmas	4.14	25.00	4.03	25.00	-0.11
CREE	1.66	9.00	1.61	9.00	-0.04
<b>Sobretasa CREE</b>					
(Base anual superior a \$1.000 millones)	-	-	0.30	3.00	0.30
<b>IVA</b>	<b>5.10</b>	<b>16.00</b>	<b>5.10</b>	<b>16.00</b>	<b>0</b>
<b>Impuesto a las Transacciones Financieras</b>					
(4x1.000)	0.80	0.40	0.80	0.40	0
<b>Otros (Impogasolina, Aranceles, Impoconsumo)</b>	<b>1.36</b>	<b>-</b>	<b>1.36</b>	<b>-</b>	<b>0</b>
<b>Total Ingresos Tributarios</b>	<b>14.80</b>	<b>-</b>	<b>15.17</b>	<b>-</b>	<b>0.37</b>
<b>Memo</b>					
Tasa equivalente Imporrenta-Firmas		38.30 - 50.80		37.80 - 45.86	

Fuente: cálculos Anif con base en MHCP y Dian.

monte del ITF, para que los recaudos del IVA y el Imporrenta aportaran la suma adicional del 0.6% del PIB, casi igualando el recaudo del 0.8% del PIB que produce el ITF. Además, el ITF no lo pagan las entidades financieras (como creen muchos congresistas), sino que en más de dos terceras partes lo hacen los cuentahabientes.

Diffícilmente podría calificarse como “estructural y de buena calidad tributaria” este Proyecto de Ley 134 de 2014, simplemente porque hace menos daño sobre la inversión que la descabellada propuesta de haber elevado el IP hasta tasas del 2.25% anual sobre los activos de las firmas. Pero lo más decepcionante de todo es que, como se observa en el cuadro 1, el total de recaudo adicional que cabe esperar de esta nueva reforma tributaria tan solo

asciende al 0.4% del PIB, ya que los recaudos del ITF y del IP ya venían de años anteriores (luego sus aportes adicionales son nulos).

### La propuesta tributaria de Anif

Como lo hemos venido argumentando, Anif estima que Colombia requiere una “reforma tributaria estructural” que permita (simultáneamente) adoptar gravámenes menos antitécnicos y producir un recaudo adicional de al menos el 2% del PIB, ver <http://anif.co/sites/default/files/uploads/Anif-LibroReformaTributaria.pdf>. Nuestra propuesta tributaria continúa teniendo los siguientes pilares: i) el desmonte del ITF, por anti-

técnico y antibancarización; ii) la abolición del IP sobre las firmas, por generar efectos de cascada-tributaria que aumentan la tributación efectiva del supuesto 35.8% a cerca del 51%, frente al 34% de nuestros pares de la Alianza del Pacífico; iii) la adopción de “sobretasas” temporales de Imporrenta para las firmas, sustituyendo así el IP sobre estas; y iv) la elevación de la tasa general del IVA del 16% al 17% a partir de 2015 y al 18% a partir de 2017, como “piedra angular” del mayor recaudo tributario requerido.

El cuadro 2 ilustra cómo una reforma tributaria de este tipo generaría hasta un 2.15% del PIB de recaudo adicional por año, elevando de forma permanente la presión tributaria de los niveles actuales del 15% del PIB

**Cuadro 2. Propuesta de Reforma Tributaria de Anif (incluyendo sobretasa Imporrenta)**

	2014 (1)		2015 (2)		Diferencia (3) = (2) - (1)
	Recaudo (% del PIB)	Tasa (%)	Recaudo (% del PIB)	Tasa (%)	Recaudo (% del PIB)
<b>Impopatrimonio</b>	<b>0.50</b>	<b>0.25-1.50</b>	<b>0.10</b>	<b>-</b>	<b>-0.40</b>
Hogares	0.10	0.25-1.50	0.10	0.25-1.50	0
Firmas	0.40	0.25-1.50	0	0	-0.40
<b>Imporrenta + CREE</b>	<b>7.09</b>	<b>-</b>	<b>7.74</b>	<b>-</b>	<b>0.64</b>
Imporrenta	5.43	-	6.12	-	0.69
Hogares (IMAN)	1.29	IMAN	2.09	IMAN+3%	0.80
Firmas	4.14	25.00	4.03	25.00	-0.11
CREE	1.66	9.00	1.61	9.00	-0.04
<b>Sobretasa Imporrenta</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>0.86</b>	<b>5.45</b>	<b>0.86</b>
<b>IVA</b>	<b>5.10</b>	<b>16.00</b>	<b>6.10</b>	<b>18.00</b>	<b>1.00</b>
<b>Impuesto a las Transacciones Financieras</b>					
(4x1.000)	0.80	0.40	0	0	-0.80
<b>Pensiones (a tasa IMAN)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>0.20</b>	<b>IMAN</b>	<b>0.20</b>
<b>Ganancias Formalización 5%</b>					
(Renta+IVA)	-	-	0.60	-	0.60
<b>Otros (Impogasolina, Aranceles, Impoconsumo)</b>	<b>1.36</b>	<b>-</b>	<b>1.36</b>	<b>-</b>	<b>0</b>
<b>Total Ingresos Tributarios</b>	<b>14.80</b>	<b>-</b>	<b>16.95</b>	<b>-</b>	<b>2.15</b>
<u>Memo</u>					
Tasa equivalente Imporrenta-Firmas		38.30 - 50.80		41.25	

Fuente: cálculos Anif con base en MHCP y Dian.



hacia el 17% del PIB, homologando lo que hoy ocurre (en promedio) en América Latina. Cabe mencionar que el Norte-Tributario aquí esbozado por Anif coincide con las recomendaciones que ha venido dando la OECD a Colombia en materia tributaria, las cuales pronto serán divulgadas por dicho organismo. ¿Cómo aspira Colombia a ingresar a ese “club de buenas prácticas socioeconómicas” si desoye tan rotundamente dichas recomendaciones de la OECD en materia tributaria?

Si el IP se repite sobre los hogares, se continuaría recaudando un 0.1% del PIB, y el desmonte sobre las firmas del IP implicaría entrar a recaudar un 0.4% del PIB por otra vía. Ese otro canal sería el de una sobretasa aplicable sobre el Imporrenta de las firmas. Como ya lo hemos explicado, se requeriría incrementar dicha tasa en unos 5.5 puntos porcentuales, llevando la tasa efectiva Imporrenta+CREE a la cifra del 41.3%. Esto si se quisiera abolir el IP sobre las firmas y apuntarle a

recaudar el teórico 0.86% del PIB del que venía hablando el gobierno bajo la forma del IP-recargado.

Por todas estas razones antitécnicas del ITF y del IP es que el gobierno debería pensar en una reforma estructural que incluya incrementar la tasa del IVA, como lo ha venido planteando Anif. Ahora bien, cabe preguntarse:

## ¿Cómo acotar los costos de la canasta del IPC resultantes de incrementar el IVA?

Una de las preocupaciones que se ha venido expresando sobre esta propuesta de incrementar el IVA ha tenido que ver con el impacto que ello podría acarrear en materia de elevar los costos de la canasta de consumo básica, representada en el Índice de Precios al Consumidor (IPC). Por ejemplo, el ex ministro de Hacienda Guillermo Perry ha señalado que valdría la pena cuantificar dicho impacto y que el gobierno

debería comprometerse con la idea de asignar los recursos necesarios “al gasto social” para entrar a morigerar dichos costos a la población de más bajos recursos.

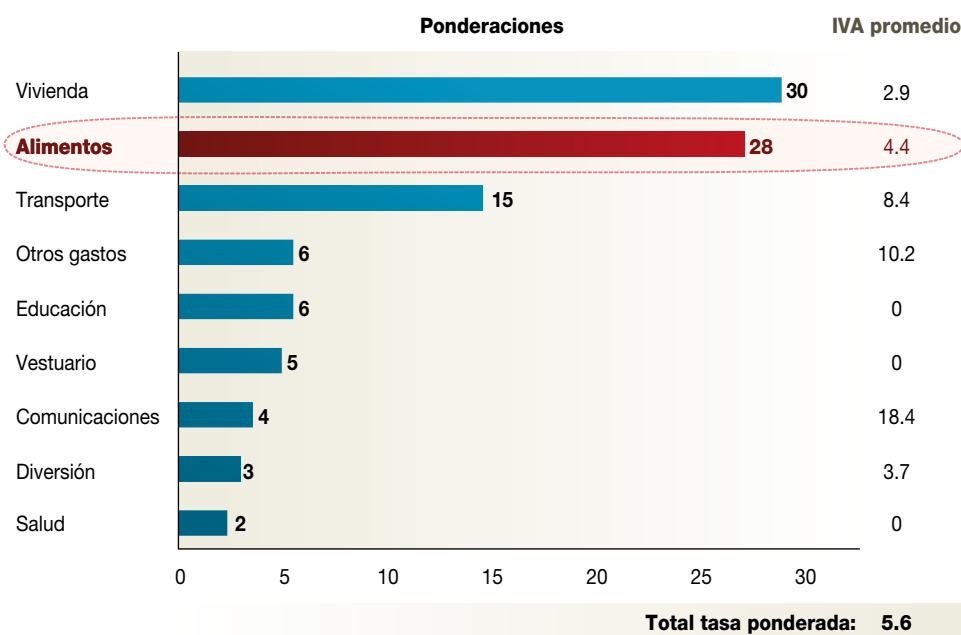
Esta propuesta del ex ministro Perry tiene la virtud de ser más fácilmente implementable que aquella que pretendía identificar a los pobres afectados con esta medida y buscarlos para devolverles los recursos del caso. Como bien lo han señalado recientemente Steiner y Medellín (2014), los esquemas de devolución del IVA pueden lucir bien a nivel teórico, pero en Colombia ello sería difícil y costoso de implementar. Que se sepa, mencionan ellos, solo en Uruguay se ha logrado avanzar en esa dirección, dado que su población total es solo de 4 millones. Más aún, añadimos nosotros, dado que la Dian de Colombia ha dado claras muestras de estar infiltrada por mafias que hasta se robaban las devoluciones del IVA de las exportaciones, sería preferible evitar a toda costa ex-

tender esquemas de devoluciones de impuestos. Triste reconocerlo, pero en nuestro país las devoluciones de impuestos invitan al pillaje.

Anif se ha puesto en la tarea de realizar una primera aproximación al encarecimiento que podría acarrear una elevación de la tasa general del IVA del actual 16% hacia el 17% (ver *Comentario Económico del Día* 8 de octubre de 2014). En el gráfico 1 aparece la estructura actual del IPC y el cálculo que hemos realizado de la tasa del IVA (promedio ponderado) que enfrenta dicha canasta básica del IPC, siendo su resultado un 5.6%.

Nótese cómo la tasa del IVA es nula en rubros

**Gráfico 1. Canasta del IPC: composición y tasas de IVA (%)**



Fuente: cálculos Anif con base en Dane y Dian.

como educación, vestuario y salud; es relativamente baja en vivienda (2.9%) y alimentos (4.4%); y supera la media general del 5.6% en los casos del transporte (8.4%), otros gastos (10.2%) y comunicaciones-hotelería (18.4%); en este último caso explicado por el efecto del Imposconsumo, no descontable en la cadena. Dadas las elevadas ponderaciones de vivienda (30%) y alimentos (28%) dentro del IPC, se obtiene el resultado de un IVA promedio ponderado del 5.6%.

Ahora bien, a la hora de computar los impactos de un incremento en la tasa general del IVA, debemos distinguir entre efectos directos e indirectos. Los efectos directos son aquellos causados por el incremento del IVA del 16% al 17% sobre los bienes finales de la canasta. Hemos estimado que estos costos directos comprenden tan solo un 20% de los bienes del IPC. Los costos indirectos corresponden al encarecimiento de insumos que, posteriormente, resultarían en incrementos de costos al elaborar otros bienes finales del IPC. Estos costos indirectos los hemos estimado en un 5% de los bienes del IPC.


Con estas cifras, es posible estimar el costo en dinero que representaría sobre la canasta del IPC un incremento de la tasa general del IVA (del 16% al 17%), cuyo recaudo total adicional estaría cerca de los \$3.8 billones por año, equivalente al 0.5% del PIB. Por ejemplo, el impacto del costo directo sobre el IPC sería equivalente a \$0.8 billones (0.1% del PIB) y el indirecto a \$0.2 billones (0.02% del PIB). Esto implica que el fisco debería prepararse para asignar, por ejemplo, al programa Familias en Acción, un presupuesto adicional para mitigar estos costos adicionales del IPC por cerca de \$1 billón/año (0.13% del PIB). De ser así, el recaudo tributario-neto (de estas “compensaciones sociales”) sería de \$2.8 billones/año (0.37% del PIB en vez del 0.5% del PIB inicialmente esperado), ver cuadro 3.

**Cuadro 3. Impacto de subir del 16% al 17% la tasa general del IVA: recaudo adicional**

	\$ billones de 2014	% PIB
<b>Recaudo Bruto (1)</b>	<b>3.8</b>	<b>0.50</b>
<b>Devoluciones (2)</b>	<b>1.0</b>	<b>0.13</b>
Efecto directo	0.8	0.10
Efecto indirecto	0.2	0.02
<b>Recaudo Neto (3)=(1)-(2)</b>	<b>2.8</b>	<b>0.37</b>

Fuente: cálculos Anif con base en Dane y Dian.

Si estas compensaciones no se dieran en función de toda la población, sino únicamente en la porción del 29.3% que hoy está por debajo de la línea de pobreza, la asignación adicional a Familias en Acción ya no sería de \$1 billón/año, sino únicamente de \$0.3 billones (0.04% del PIB). Nótese que este esquema de mayor focalización pro-pobre mejoraría el recaudo tributario-neto proveniente de esta elevación del IVA general, dejándolo en \$3.5 billones (0.46% del PIB vs. el 0.50% del PIB sin compensaciones). De esta manera, Anif espera estar contribuyendo al debate sobre las

bondades de pensar en incrementar el IVA general en Colombia, como la única alternativa que nos queda para enfrentar los mayores cúmulos de gastos en educación, pensiones, salud e infraestructura. Dado que los gravámenes sobre las firmas en Colombia ya lucen excesivos a la luz de lo que ocurre, por ejemplo, en Chile, existe esta necesidad de pensar en recargarnos ahora en los impuestos indirectos como el IVA, pero es posible y necesario entrar a compensar a las clases más bajas en lo que se refiere al encarecimiento marginal que se observaría sobre el IPC. 

“Anif estima que Colombia requiere una “reforma tributaria estructural” que permita (simultáneamente) adoptar gravámenes menos antitécnicos y producir un recaudo adicional de al menos el 2% del PIB.”



# ¿Cómo va la implementación de **Basilea III** en Colombia? \*

**L**a crisis internacional (2008-2013) evidenció serias fallas regulatorias y de supervisión en los sistemas financieros del mundo desarrollado. En consecuencia, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSB) tuvo que “rayar” nuevamente la cancha y replantearse los modelos de “banca universal”, con el fin de mejorar los esquemas de regulación-supervisión a nivel global. En esencia, el Acuerdo de Basilea de 2010 (Basilea III) se focaliza en: i) requerir más capital de calidad, especialmente en aquellas instituciones sistémicamente importantes (*Systemically Important Financial Institutions-SIFIs*); ii) fortalecer los mecanismos de cobertura-medición del riesgo de productos financieros (v. gr. titularizaciones, derivados y posiciones del “Libro de Tesorería”); iii) limitar los apalancamientos en posiciones fuera del balance; iv) definir nuevos estándares de liquidez; y v) reducir la prociclicidad del negocio bancario.



En Colombia, las autoridades financieras han venido implementando paulatinamente las recomendaciones del CSB en diferentes frentes, aprovechando el favorable desempeño que presenta el sector bancario. En efecto, los bancos exhiben una cartera sana, con un indicador de calidad (cartera vencida/cartera bruta) alrededor del 3% y una cobertura (provisiones/cartera vencida) del orden del 140%. Asimismo, su indicador de solvencia se ubica cerca del 15% (vs. el mínimo regulatorio del 9%), luego de la adopción parcial de los requerimientos de capital de Basilea III, los cuales entraron en vigencia en agosto de 2013, después de un año de acoplamiento (Decreto 1771

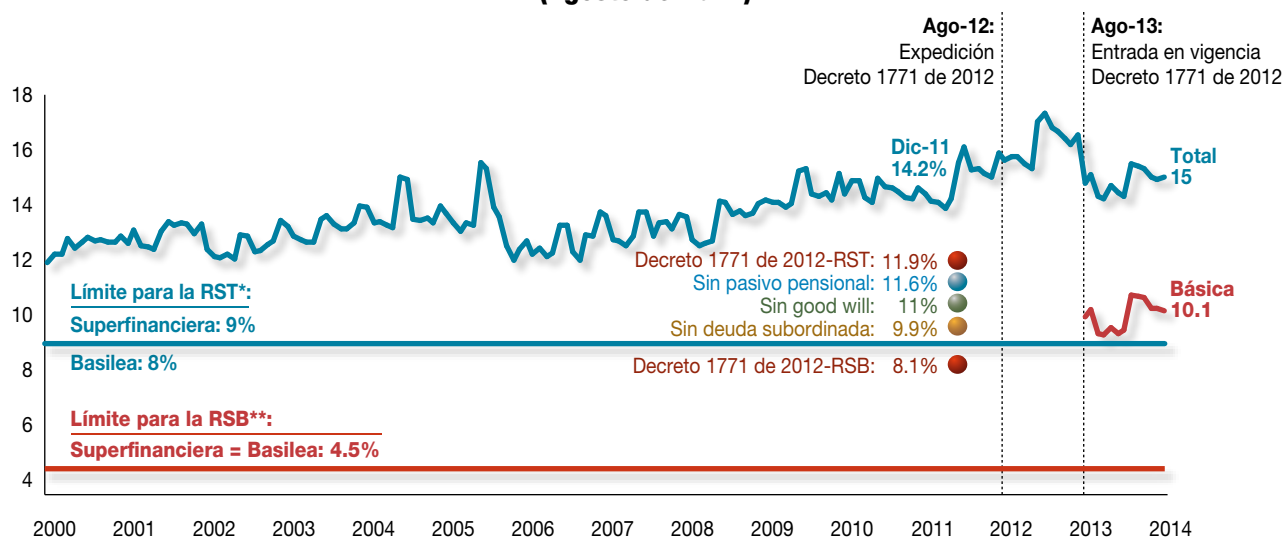
de 2012), ver gráfico 1. Como es sabido, si dichos requerimientos hubieran sido aplicados bajo un “escenario de ducha fría”, los niveles de solvencia se habrían disminuido entre 2 y 3 puntos porcentuales, llevándolos hacia el 11%-12% (ver *Informe Semanal* No. 1149 de noviembre de 2012).

Simultáneamente, varios bancos colombianos se han venido expandiendo de forma significativa hacia Centroamérica. En efecto, sus inversiones bancarias allí ya totalizan cerca de los US\$5.000 millones, con particular relevancia en los casos de Bancolombia, Grupo Aval y Davivienda. Si bien los activos que poseen los bancos colombianos tan solo representan el 5% del total

“La implementación local de Basilea III obtuvo una calificación total (promedio simple) de 3.8/5.0, lo cual equivale a un progreso del 76%. El área mejor calificada fue la referida a los requerimientos de capital (5.0/5.0), mientras que el peor desempeño se registró en el patrimonio adicional para las SIFIs (3.0/5.0) y la supervisión consolidada (3.0/5.0).”

\* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1244 del 10 de noviembre de 2014.

**Gráfico 1. Indicadores de solvencia bancaria: total y básica (Agosto de 2014)**



\* RST= Relación de Solvencia Total; \*\* RSB= Relación de Solvencia Básica.

Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

bancario en dicha región, en el caso de El Salvador llegan a representar casi el 53% y en el de Panamá otro 23%. Así, la coyuntura actual plantea grandes desafíos regulatorios y de supervisión para Colombia, especialmente cuando va ganando importancia el tema de la supervisión de conglomerados financieros, tras la crisis Pos-Lehman de 2008. En particular, Basilea III ha planteado que las entidades con potencial de riesgo sistémico (SIFIs) deberán enfrentar exigencias adicionales en términos de capital líquido respecto a los activos ponderados por riesgo-APR (elevando su componente *Tier I Core* del 4.5% al 5.5%, como mínimo). En este sentido, no es casual que durante la reciente Asamblea Pública de Anif, en octubre de 2014, el propio Superintendente Financiero de Colombia hubiera mencionado que estos dos temas de exposición y supervisión de los conglomerados financieros formarán parte central de la agenda de Colombia durante 2014-2018.

En esta nota analizaremos entonces los avances locales en la adopción de las principales recomendaciones de

Basilea III, a saber: i) requerimientos de capital; ii) estándares de liquidez; iii) reducción de la prociclicidad; iv) capital por relevancia sistémica; y v) supervisión consolidada. Para simplificar la exposición de estos complejos temas, Anif optó por generar una métrica sencilla, en la cual hemos calificado en el rango de 1 (nivel mínimo de implementación) a 5 (nivel óptimo de implementación) cada uno de los temas antes mencionados. Así, puntajes inferiores a 3.0 implican reprobar este “examen” parcial. Dicha metodología nos permite comparar los lineamientos ya adoptados, así como los que se encuentran en la “hoja de ruta” de la Superintendencia Financiera (SF), respecto al “benchmark” referido a la implementación total de las recomendaciones del CSB. En este sentido, le daremos especial consideración a los aspectos que se encuentran en la agenda de trabajo de las autoridades de Colombia (liquidez de largo plazo, SIFIs y conglomerados), pero que aún no han sido regulados en detalle ni, por lo tanto, implementados.

Como veremos, la implementación local de Basilea III obtuvo una cali-

ficación total (promedio simple) de 3.8/5.0, lo cual equivale a un progreso del 76%, ver cuadro 1. El área mejor calificada fue la referida a los requerimientos de capital (5.0/5.0), mientras que el peor desempeño se registró en el patrimonio adicional para las SIFIs (3.0/5.0) y la supervisión consolidada (3.0/5.0), lo cual es consistente con la agenda que se ha trazado el Superintendente Financiero para los próximos años.

## 1. Requerimientos de capital (5.0/5.0)

El Decreto 1771 de 2012 tiene como objetivo acoplar el cálculo de la relación de solvencia de los bancos a los lineamientos establecidos por Basilea III en materia de capital. Para ello, se adoptó un cronograma de convergencia hacia dichos parámetros en el horizonte agosto 2012-agosto 2013. Dicha norma busca que el Patrimonio Técnico (PT) de los bancos esté compuesto por instrumentos que cumplan con criterios exigentes de permanencia, liquidez y posible absorción de pérdidas. Así, el PT se

**Cuadro 1. Principales aspectos de la implementación de Basilea III en Colombia**  
(Calificaciones: Máximo 5, excelente desempeño; Mínimo 1, pobre desempeño)

Aspectos evaluados	Calificación (1 - 5)
<b>1. Capital</b>	<b>5.0</b>
Calidad y cantidad del capital ordinario	5.0
Calidad y cantidad del capital total	5.0
<b>2. Estándares de liquidez</b>	<b>4.0</b>
Coefficiente de cobertura de liquidez (corto plazo)	5.0
Coefficiente de financiación estable neta (largo plazo)	3.0
<b>3. Reducción de la prociclicidad</b>	<b>4.0</b>
Colchones anticíclicos	4.0
Colchones de conservación	4.0
<b>4. Capital por relevancia sistémica</b>	<b>3.0</b>
<b>5. Supervisión consolidada</b>	<b>3.0</b>
<b>Calificación total (promedio)</b>	<b>3.8</b>

Fuente: elaboración Anif.

dividió en: i) capital de nivel I (*Tier I*), compuesto por el Patrimonio Básico Ordinario (PBO) neto de deducciones (*Tier I Core*) y el Patrimonio Básico Adicional (PBA); y ii) capital de nivel II (*Tier II*), constituido por el Patrimonio Adicional (PA). Asimismo, se definieron unas deducciones sobre el PBO para garantizar su “pureza”, destacándose las siguientes: i) pérdidas de ejercicios anteriores o en curso; ii) inversiones de capital; iii) Impuesto de Renta diferido neto (cuando es positivo); iv) activos intangibles (*goodwill*); v) acciones propias readquiridas; y vi) valor no amortizado del cálculo actuarial del pasivo pensional, ver *Informe Semanal* No. 1140 de septiembre de 2012. Adicionalmente, hace unos meses se autorizó la inclusión de instrumentos híbridos (v. gr. bonos

obligatoriamente convertibles en acciones-BOCEAS) dentro del PBA y del PA (Decreto 1648 de 2014), lo cual va en línea con los estándares internacionales.

Este nuevo marco regulatorio estableció dos límites para el PT. El primero se define sobre la Relación de Solvencia Total ( $RST = PT/APR$ ), fijado en el 9% para Colombia (vs. 8% a nivel global), siguiendo lo estipulado en la normatividad anterior (Decreto 2555 de 2010). El segundo se refiere a la Relación de Solvencia Básica ( $RSB = PBO \text{ neto de deducciones}/APR$ ), la cual no debe ser inferior al 4.5%, ver gráfico 1.

Todo lo anterior nos lleva a asignar una calificación de 5.0/5.0 a los criterios establecidos localmente en materia de calidad-cantidad del capital regulatorio (tanto a nivel ordinario como total).

## 2. Estándares de liquidez (4.0/5.0)

En Colombia, desde 2009, la SF viene monitoreando la liquidez de corto plazo de los bancos con el Indicador de Riesgo de Liquidez (IRL). En 2011, se realizaron algunos ajustes en dicho indicador tendientes a acoger la estructura del Coeficiente de Cobertura de Liquidez ( $CCL = [\text{Fondos de activos líquidos de alta calidad}/\text{Salidas de efectivo netas computadas sobre ventanas de 30 días}] \geq 100\%$ ) propuesto por Basilea III.

Actualmente, el IRL se calcula de dos formas: en monto ( $IRL_m$ ) y en razón ( $IRL_r$ ). El primero mide la diferencia entre los Activos Líquidos (AL) y los Requerimientos Netos de Liquidez (RNL), mientras que el  $IRL_r$  cuantifica la proporción entre dichas

variables. Ambos cálculos se reportan semanal y mensualmente a la SF bajo los plazos de 7, 15, 30 y 90 días. Asimismo, los bancos deben mantener un  $IRL_m$  superior a cero y un  $IRL_r$  mayor al 100% en los horizontes de 7 y 30 días (a 30 días, el  $IRL_r$  registró un nivel del 356.3% en septiembre de 2014). En términos generales, los AL incluyen el disponible y las inversiones en moneda legal y extranjera, donde al menos el 70% debe estar compuesto por AL de alta calidad (disponible y TES). Por su parte, los RNL reflejan las obligaciones de pago por pasivos y posiciones fuera de balance netas de ingresos por activos, ver *Comentario Económico del Día* 22 de octubre de 2013.

Como se observa, la especificación actual y los límites prudenciales del IRL son muy similares a los del CCL.



Por lo tanto, calificamos con 5.0/5.0 la adopción local de estos estándares de liquidez de corto plazo.

Frente a los estándares de largo plazo (a un año vista), Basilea III también establece un ratio de liquidez llamado Coeficiente de Financiación Estable Neta (CFEN = Cantidad de financiación estable disponible/Cantidad de financiación estable requerida), el cual debe ser mayor al 100%. Localmente, todavía no se han especificado los componentes de dicho indicador ni su metodología de cálculo. Sin embargo, la definición de estos estándares forma parte de la agenda de trabajo de la SF durante 2014-2018. Por tal razón, asignamos una calificación 3.0/5.0 a este aspecto.

### 3. Reducción de la proclividad (4.0/5.0)

Basilea III contempla la existencia de dos requerimientos adicionales de capital de nivel I: i) el “colchón” anticíclico, que puede oscilar en el rango 0%-2.5% de los APR y tiene como objetivo brindar protección ante eventuales pérdidas derivadas de crecimientos excesivos del crédito que incrementen el riesgo sistémico; y ii) el “colchón” de conservación del 2.5% de los APR, que debe servir de reserva para los episodios de estrés. Aunque localmente todavía no se han implementado estos requerimientos, la SF ha utilizado varias herramientas prudenciales que han cumplido, en cierto grado, con la función de los mismos. A nivel anticíclico, existe el esquema de provisiones contracíclicas, el cual fue adoptado para las carteras comercial y de consumo durante 2007-2008. Este esquema permite que los bancos constituyan mayores provisiones en las épocas de buen desempeño económico con base en probabilidades de incumplimiento evidenciadas durante los

períodos recesivos. Así, dichas provisiones pueden ser utilizadas para moderar la “carga” sobre los estados financieros que se genera en las fases de deterioro de la cartera, donde el gasto en provisiones suele elevarse considerablemente.

En el frente de conservación, en 2008 se definió la constitución de una reserva voluntaria de utilidades por parte de los bancos, con el fin de enfrentar los eventuales efectos de la crisis internacional a nivel local. También se destacan las provisiones adicionales en los créditos de consumo (para préstamos otorgados sin garantías y en entidades con deterioros marginales en su cartera) durante 2011-2012, como respuesta a la aceleración del crecimiento de dicho portafolio (20.6% real al cierre de 2011) y de su saldo vencido (14.6%).

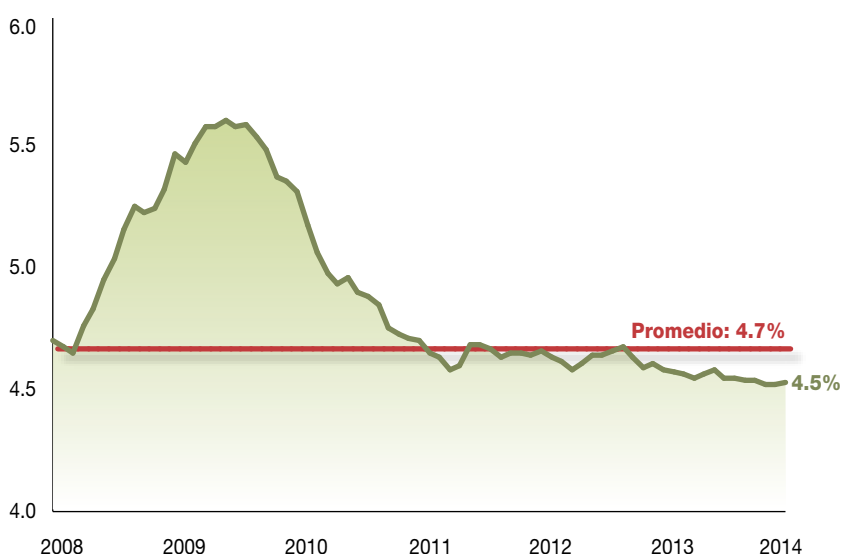
Pese a que estas herramientas prudenciales han permitido contar con recursos adicionales para mitigar los impactos de los ciclos locales-globales (como se evidencia en las provisiones totales, pasando de representar el 3.9% de la cartera bruta al 4.5% durante

mayo 2007-agosto 2014), estas no operan propiamente como “colchones” patrimoniales permanentes. Además, los niveles de dichas provisiones inclusive se ubican por debajo de la media histórica del 4.7%, dada la pronunciada expansión crediticia del período 2010-2014, ver gráfico 2. Por ello, asignamos una calificación de 4.0/5.0 a la implementación de ambos requerimientos adicionales de capital, los cuales también forman parte de la agenda de mediano plazo de la SF.

### 4. Capital por relevancia sistémica (3.0/5.0)

Basilea III establece requerimientos adicionales de capital para las SIFIs tendientes a fortalecer su capacidad de absorción de pérdidas. Dichas instituciones serán previamente identificadas, de acuerdo con una metodología definida por el CSB, y deberán contar con un patrimonio adicional de nivel I en el rango 1%-2.5% de los APR, según su importancia sistémica.

**Gráfico 2. Provisiones crediticias totales (% de la cartera bruta, agosto de 2014)**



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

Localmente, no se han acogido estos requerimientos para dichas entidades. Sin embargo, el Banco de la República viene trabajando en la definición de una metodología para identificar estas instituciones a nivel doméstico, lo cual constituye un “punto de arranque” crucial en este frente. Por ello, lo hemos calificado con 3.0/5.0.

### **5. Supervisión consolidada (3.0/5.0)**

La implementación de las anteriores disposiciones supone una supervisión consolidada de los grupos financieros. En Colombia, la supervisión de conglomerados financieros ha venido mejorando desde 2005, gracias a la fusión de tareas de la SF en materia del mercado intermediado de crédito y de valores. Ello ha permitido progresar en los denominados “mallados” de los *holdings*, lo cual ha facilitado el entendimiento de los riesgos colaterales frente a los “enroques” de los conglomerados. Asimismo, la supervisión dual de la SF, por tipo de riesgo y de agente, ha favorecido su monitoreo.

Gracias a este entendimiento de riesgos cruzados, la SF ha podido

avanzar en mejores regulaciones sobre límites a operaciones entre entidades vinculadas al interior de los grupos financieros. No obstante, el FSAP (*Financial Sector Assessment Program*) de 2012 señaló que sería deseable y prioritario extender el alcance y los poderes regulatorios en la supervisión de los conglomerados, ver *Informe Semanal* No. 1169 de mayo de 2013. En tal sentido, el gobierno ha venido trabajando en un Proyecto de Ley que busca fortalecer el marco de supervisión de los conglomerados financieros. Dicho proyecto normativo, aunque representa un importante avance en la “hoja de ruta” para la supervisión-regulación de los *holdings*, todavía se encuentra en fase de diseño y discusión. Por lo tanto, calificamos los progresos en este aspecto con 3.0/5.0.


### **Conclusiones**

Hemos visto cómo el proceso de implementación local de las principales recomendaciones de Basilea III obtuvo una calificación total (promedio simple) de 3.8/5.0. Aunque se registran avances significativos en materia de exigencias de capital (5.0/5.0) y estándares de liquidez de corto pla-

zo (5.0/5.0), todavía se evidencian rezagos en: i) capital para reducir la prociclicidad (4.0/5.0); ii) monitoreo de la liquidez de largo plazo (3.0/5.0); iii) patrimonio adicional para las SIFIs (3.0/5.0); y iv) supervisión consolidada (3.0/5.0).

Dicho balance implica un progreso del 76% en la adopción de los mencionados lineamientos. Este resultado, pese a que puede ser considerado como “regular”, representa un desempeño bastante satisfactorio, pues encierra la implementación total de varias de estas recomendaciones, así como la definición de una agenda de trabajo para adoptar aquellas en las que nos encontramos retrasados. Asimismo, nuestros progresos en este frente son muy similares a los de México, Brasil y Chile, tal como se deduce de lo discutido en la VI Reunión del Grupo Consultivo Regional para las Américas del Consejo de Estabilidad Financiera de junio de 2014. En este sentido, los avances de Colombia están a la par con los de los países líderes de la región, pero todos ellos aún tienen camino por recorrer para acercarse al verdadero estándar de Basilea III.

La buena noticia, en términos relativos para Colombia y la región, es que, como resultado de la prolongada crisis internacional, incluso los países desarrollados muestran considerables rezagos en su implementación. De hecho, las autoridades de Colombia todavía cuentan con suficiente espacio en el tiempo para acoplarse a los estándares internacionales, pues recientemente el CSB redefinió con plazos más holgados el cronograma global de convergencia a Basilea III durante el período 2015-2019.

En todo caso, dichos rezagos, especialmente los referidos a los requerimientos adicionales para las SIFIs y a la supervisión consolidada, plantean importantes desafíos en el mediano plazo para las autoridades locales, dado el marcado proceso de expansión internacional de nuestros conglomerados financieros. 



# Una evaluación del TLC de Colombia y Estados Unidos



**E**n 2002, Colombia inició negociaciones para firmar un Tratado de Libre Comercio (TLC) con Estados Unidos. El principal objetivo consistía en volver permanentes los beneficios de reducciones arancelarias para nuestras exportaciones (bajo el acuerdo ATPA-DEA) y establecer una serie de reglas estables y de largo plazo en todo lo relacionado con intercambio comercial de bienes y servicios.

Tras 21 meses, 15 rondas y 100 reuniones entre los equipos negociadores, finalmente se firmó el tan anhelado acuerdo en febrero de 2006. Se creía que sería cuestión de meses lograr la ratificación del mismo por parte de los respectivos Congresos, pero el Senado de Estados Unidos tan solo lo haría cinco años más tarde, en octubre de 2011, debido a la pugna bipartidista. Dicho TLC tan solo entró en vigencia en mayo de 2012, luego de seis largos años de haberlo negociado. Previamente, y con mucha antelación, se habían beneficiado de TLCs con Estados Unidos: México (1994), Chile (2004), Centroamérica (2006)

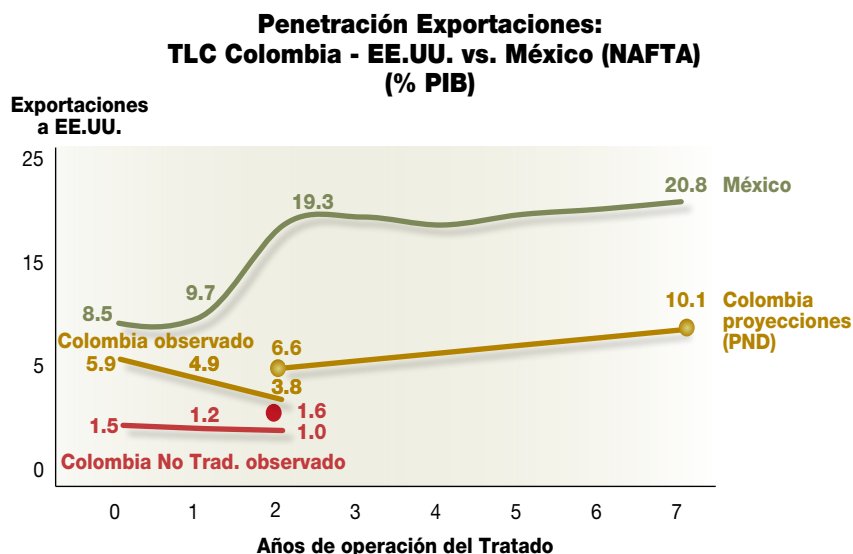
y Perú (2009), dejando claro que Colombia estaba llegando algo tarde a la “nivelación de cancha del comercio internacional”.

¿Qué balance se puede hacer del TLC de Colombia con Estados Unidos tras cerca de 30 meses de operación del mismo? ¿Qué resultados nos arroja al mirar la penetración de nuestras exportaciones a dicho mercado, especialmente en productos diferentes a *commodities*?

Lo primero que cabe señalar es que, antes de que dicho TLC entrara en vigencia, las exportaciones de Colombia hacia Estados Unidos se habían prácticamente triplicado, al pasar de US\$8.500 millones a

US\$22.000 millones durante 2005-2012 (ver *Comentario Económico del día* 16 de abril de 2013). Ahora bien, ello se explica fundamentalmente por el auge de exportaciones de *commodities* como el petróleo y el carbón, llegando a representar el 75% de dicha canasta. Al finalizar 2012, ese total de exportaciones hacia Estados Unidos representaba el 5.9% de nuestro PIB (ver gráfico adjunto). Infortunadamente, durante 2013-2014, el total de las exportaciones

\* Corresponde al *Comentario Económico del Día* 21 de octubre de 2014.



Fuente: cálculos Anif con base en Comtrade, FMI, Dane, PND 2010-2014 y Plan Visión Colombia 2019.

hacia Estados Unidos ha venido declinando, hasta cerrar en unos US\$18.500 millones en 2013 y seguramente en US\$14.000 millones en 2014, de continuar descendiendo a ritmos del 25% anual (en dólares). Lo anterior implica que dichas exportaciones hacia Estados Unidos, en vez de incrementarse por cuenta del TLC, estarían descendiendo hasta representar tan solo el 4.9% del PIB en 2013 y el 3.8% del PIB al cierre de 2014 (segundo año de operación del TLC). De hecho, las exportaciones no tradicionales, que deberían haberse impulsado por dicho TCL, se estarían reduciendo del 1.5% del PIB en 2012 a un lastimoso 1% del PIB en 2014. Cabe recordar que en el Plan Nacional de Desarrollo (PND) 2010-2014 se había fijado una meta de exportaciones de bienes no tradicionales por valor de US\$21.000 millones. Esto implicaba que para finales del 2014, todo lo demás constante, las exportaciones no tradicionales hacia Estados Unidos deberían haber alcanzado cerca de US\$6.000 millones. Esta cifra-meta hubiera sido equivalente al 1.6% del PIB de Colombia, pero todo parece

indicar que tan solo llegaremos al 1% del PIB. De forma similar, el total de exportaciones hacia Estados Unidos debería haber llegado hasta los US\$24.500 millones. Esta cifra-meta hubiera sido equivalente al 6.3% del PIB de Colombia, pero como vimos, tan solo se llegará al 3.8% del PIB. Estos registros implican un desfase en el cumplimiento de las metas de exportaciones hacia Estados Unidos del orden del 60%, a pesar de haberse cumplido algo más de dos años de vigencia de dicho TLC.

**“ El arranque de la penetración exportadora de Colombia hacia Estados Unidos deja mucho que desear. En vez de lograrse un auge exportador por cuenta del TLC, hemos visto que el total de las exportaciones hacia ese mercado ha caído de representar el 5.9% en 2012 a solo el 3.8% de nuestro PIB al cierre de 2014. ”**

Cabe entonces preguntarse, ¿cómo se desempeñó México en su TLC con Estados Unidos en sus primeros años de implementación? En el gráfico adjunto se observa que en los dos primeros años México logró incrementar ligeramente sus exportaciones a Estados Unidos, elevándolas de representar el 8.5% al 9.7% del PIB, esto a pesar de que “la crisis cambiaria Tequila” de 1994-1995 significó un gran golpe a nivel global. Pero durante los siguientes 5-7 años de implementación del TLC, México lograría elevar su penetración exportadora hacia Estados Unidos a niveles del 19%-21% de su PIB (ver *Comentario Económico del día* 12 de junio de 2014).

En síntesis, el arranque de la penetración exportadora de Colombia hacia Estados Unidos deja mucho que desear. En vez de lograrse un auge exportador por cuenta del TLC, hemos visto que el total de las exportaciones hacia ese mercado ha caído de representar el 5.9% en 2012 a solo el 3.8% de nuestro PIB al cierre de 2014 (según nuestro pronóstico). En el caso de las exportaciones no tradicionales, estas descenderían de representar el 1.5% del PIB en 2012 a solo el 1% del PIB en 2014. Nótese que estos desempeños significan desfases hasta del 60% respecto de las metas trazadas en el PND 2010-2014, tanto en las totales como en las llamadas no tradicionales. Esperemos que en el futuro cercano veamos mejores desempeños exportadores hacia Estados Unidos por cuenta de los esfuerzos que se vienen haciendo para mejorar la dotación de infraestructura, abaratamiento de los costos energéticos del sector productivo y el desmonte de sobrecostos laborales. Es evidente que el letargo en adelantar eficientemente la llamada “agenda interna” durante 2002-2014 nos está pasando una abultada factura en materia de menor comercio internacional frente al esperado. **ANIF**





# Las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte

en las operaciones del mercado monetario sobre renta fija

**E**n noviembre de 2012, la sociedad comisionista Interbolsa, entidad que manejaba en ese momento cerca del 18% (promedio ponderado) del mercado de valores local, fue intervenida y posteriormente liquidada. Ello generó una elevada incertidumbre en el mercado financiero colombiano, afectando la liquidez de algunas comisionistas y reduciendo sensiblemente los volúmenes transados, tanto de renta variable como de renta fija. Sin embargo, gracias a la oportuna actuación de la Superintendencia Financiera, Fogafin y el Banco de la República (BR), se logró restablecer rápidamente la liquidez del mercado y, por esta vía, se evitó un evento de “riesgo sistémico” en Colombia.

El *impasse* de Interbolsa sirvió para que las autoridades financieras revisaran la normatividad existente, buscando posibles “rendijas” de elusión, que propiciaron prácticas y conductas inadecuadas por parte de algunos operadores del mercado. Fue así como el gobierno expidió el Decreto 2878 de 2013, con el fin de fortalecer la regulación de las

operaciones del mercado monetario (repos, simultáneas y Transferencias Temporales de Valores-TTVs). En términos generales, dicha norma busca mejorar la transparencia, las garantías y la seguridad operativa de estas transacciones, acogiendo nuevos estándares internacionales sobre la materia, en la llamada era pos-Lehman, ver *Enfoque* No. 78 de abril de 2014.

Dentro de estas disposiciones, se contempla la compensación y liquidación de dichas operaciones a través de una Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC). Ello va en línea con las lecciones de la crisis internacional (2008-2013), a partir de las cuales se ha promovido la utilización de las Cámaras de Contrapartida Central-CCPs (*clearing houses*) en la negociación de algunos productos financieros, como los derivados transados “sobre el mostrador” (*Over The Counter-OTC*). Lo anterior tiene como finalidad mitigar el riesgo de contraparte de estos productos, a través de la exigencia de garantías por parte de las CCPs, ver

*Contraparte* No. 1 de julio de 2013.

En el caso de las operaciones del mercado monetario, la interposición de una CCP permite reducir sus exposiciones bilaterales, pues dichas transacciones tienen un elevado componente crediticio que requiere ser gestionado adecuadamente para evitar situaciones sistémicas (ver FSB, 2012).

Localmente, dichas recomendaciones han tomado mayor relevancia por cuenta del colapso de Interbolsa, como ya se comentó. Ello ha llevado a las autoridades a replantear la gestión de riesgos de las operaciones del mercado monetario, aprovechando los beneficios ofrecidos en este frente por la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S.A. Sin embargo, cabe mencionar que la extensión de este mecanismo de mitigación hacia otros productos distintos a los derivados debe ser gradual, para no generar requerimientos

\* Corresponde al *Informe Contraparte* No. 6 de octubre de 2014.



excesivos que terminen encareciendo algunos mercados cruciales para el desarrollo financiero del país.

En esta edición de *Contraparte* analizaremos el papel de las CRCCs en las operaciones del mercado monetario, particularmente en las simultáneas, dada su importancia como vehículo de liquidez dentro del mercado de renta fija local. En la primera sección realizaremos un recuento de los nuevos aspectos regulatorios relacionados con dichas operaciones, así como de los beneficios que se generan por la interposición de una CRCC en las mismas. También referenciaremos la evolución reciente de estas transacciones en el mercado local. Por último, presentaremos las conclusiones más importantes sobre la materia.

## Aspectos generales de las simultáneas

Las simultáneas son operaciones que sirven principalmente para satisfacer necesidades de liquidez (*cash driven*) utilizando activos financieros como garantías. Funcionan a través de un acuerdo de recompra suscrito entre dos partes: el “enajenante” y el “adquirente”. Dicho acuerdo consta de dos etapas u operaciones. La primera (operación inicial) consiste en que el enajenante, buscando liquidez, transfiere la propiedad de títulos valores al adquirente a cambio de efectivo (monto inicial). En la segunda operación, el adquirente se compromete a entregar títulos de la misma especie y características al enajenante por una suma de dinero (monto final) en una fecha previamente acordada (operación de regreso o recompra). Las simultáneas se caracterizan por: i) su plazo debe ser inferior o igual a un año; ii) no aplican los descuentos (*haircuts*) sobre el precio de mercado de los títulos objeto de la operación; iii) durante la vigencia de la operación, no se pueden sustituir los títulos inicialmente entregados

por otros; y iv) no se pueden establecer restricciones a la movilidad de los títulos objeto de la operación. Adicionalmente, dichas operaciones son de carácter bilateral y pueden ser transadas en el mercado OTC o en sistemas de negociación.

## Nuevas disposiciones regulatorias sobre las simultáneas

Recientemente, se expidió el Decreto 2878 de 2013, con el fin de acotar el apalancamiento de los clientes de los Intermediarios de Valores (IVs) en las operaciones del mercado monetario, así como mejorar sus estándares de transparencia y de gestión de riesgos. Con relación a las garantías, se busca contar con colaterales de mayor calidad que permitan mitigar posibles incumplimientos. Para ello, se estableció lo siguiente:

- Se definió el deber de constitución de garantías, a través del cual los IVs que realicen operaciones simultáneas a nombre propio o por cuenta de terceros deben aportar garantías (con recursos propios o de terceros) en favor de las Bolsas de Valores (BVs) o los sistemas (de negociación, de registro o de compensación-liquidación), según sea el caso.
- Dichas garantías son de dos tipos. La “básica o inicial”, que debe constituirse con anticipación a la celebración de la operación (por tarde, el mismo día), y la “de variación o ajuste”, que hace referencia al colateral adicional que se debe aportar cuando lo requieren las BVs o los sistemas.
- Las garantías admisibles son: i) TES; ii) efectivo; y iii) acciones líquidas y títulos de renta fija clasificados como elegibles según las metodologías establecidas en los reglamentos de las BVs o los sistemas.
- Las BVs y los administradores

de los sistemas deben fijar en sus reglamentos las metodologías de cálculo de los porcentajes mínimos exigibles en el otorgamiento de las garantías y los requisitos para que sean admisibles.

- Las operaciones OTC por cuenta propia o de terceros se rigen por las anteriores disposiciones. No obstante, aquellas que se compensen y liquiden a través de una CRCC estarán sujetas al régimen de garantías establecido por dicha entidad.

Por su parte, se definieron límites para acotar las exposiciones de los IVs que celebren operaciones del mercado monetario a nombre de terceros. En el caso particular de las operaciones sobre renta fija, aplican los siguientes límites prudenciales:

- Máximo consolidado: El valor de todos los compromisos derivados de las operaciones del mercado monetario no podrá ser superior al equivalente de 14 veces el Patrimonio Técnico (PT) del respectivo IV.
- Portipo de valor: Los compromisos asociados a títulos de renta fija no pueden superar 14 veces el PT del IV. Con relación a los activos de renta variable, sus compromisos no pueden sobrepasar 7 veces el PT. En todo caso, el total de compromisos (en renta fija y renta variable) no puede superar el límite máximo consolidado.
- Máximo por cuenta de un mismo tercero: Los compromisos por cuenta de un mismo tercero no pueden superar el 30% del PT del IV.
- En operaciones sobre valores emitidos por vinculados: Los compromisos asociados a títulos emitidos por entidades vinculadas al IV no pueden superar, de manera agregada, el 200% de su PT. En el caso de los compromisos referidos a una misma especie emitida por un vinculado, estos no pueden sobrepasar el 50% del PT.

Al respecto, cabe destacar que aquellas operaciones del mercado monetario que se compensen y liquiden a través de una CRCC no computan para el cálculo de los mencionados límites, pero deben cumplir con las disposiciones contenidas en el reglamento de dicha entidad.

Es importante aclarar que varias de estas regulaciones ya existían. No obstante, el mencionado Decreto introduce límites adicionales para evitar excesivos apalancamientos. En el caso de las simultáneas sobre renta fija, las medidas más relevantes hacen referencia a los nuevos límites sobre valores emitidos por vinculados.

## Beneficios de la interposición de las CRCCs en las simultáneas

Como ya se mencionó, tanto a nivel internacional como local, se ha venido contemplando la participación de las CRCCs en las operaciones del mercado monetario, con el fin de mejorar su gestión de riesgos. Lo anterior está motivado en que dichas operaciones, al ser de naturaleza bilateral, conllevan elevadas exposiciones en riesgos de

crédito, de liquidez y de mercado, las cuales se incrementan considerablemente con el plazo pactado.

En el caso de las simultáneas, vale la pena mencionar que la participación de las CRCCs, pese a que puede acarrear costos adicionales referentes al cobro del servicio de compensación-liquidación, también genera importantes beneficios. Por ejemplo, es ampliamente conocido que las CRCCs mitigan los riesgos ya comentados, a través de la exigencia de garantías que son administradas de manera centralizada (ver FSB, 2012). Adicionalmente, desde el punto de vista sistémico, ello reduce las exposiciones bilaterales, dado que una CRCC, al fungir como vendedor de todo comprador y comprador de todo vendedor (novación), realiza neteos multilaterales de las posiciones de los operadores y asegura su cumplimiento (ver gráfico 1).

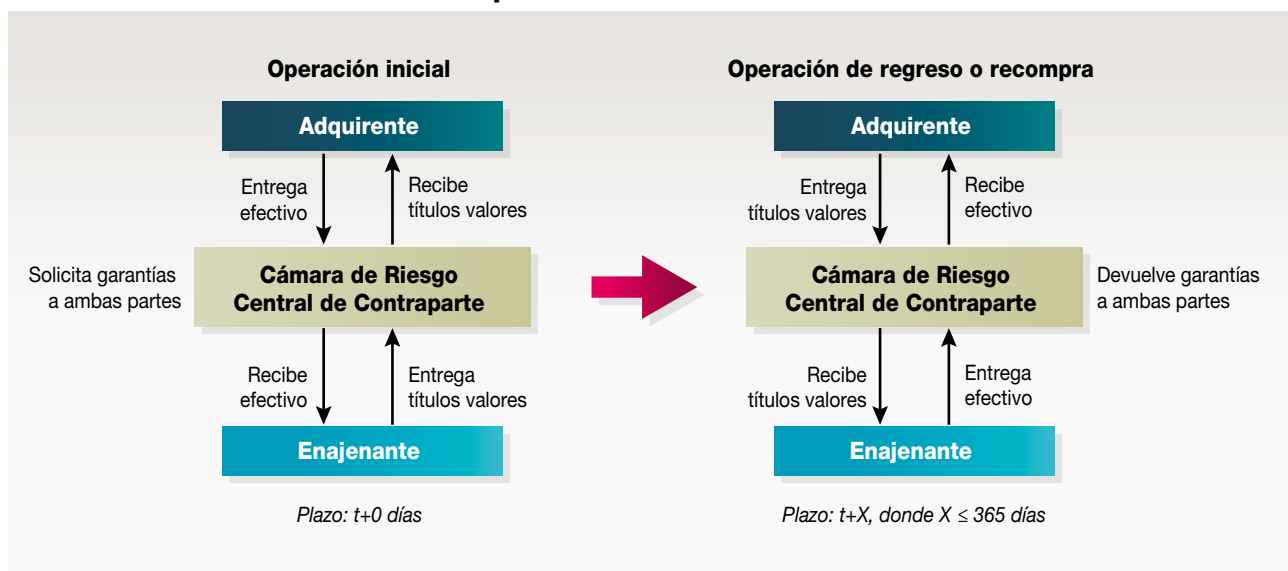
A nivel operativo y de gestión de riesgos, el esquema centralizado de las CRCCs también generaría eficiencias en la administración de las garantías involucradas en las simultáneas. Ello obedece a que se podrían compensar los riesgos de estas operaciones con los referidos a otros productos que se

compensen y liquiden a través de las CRCCs. Por ejemplo, los riesgos de las simultáneas sobre TES se podrían compensar con los de los futuros sobre deuda pública. Dicho de otra manera, se podrían compensar los riesgos de los activos correlacionados, exigiendo menores garantías.

Desde la perspectiva de la gestión del balance de las entidades financieras, la participación de las CRCCs en las mencionadas operaciones derivaría en menores consumos de capital por concepto de las mismas, dado que se eliminaría su riesgo de contraparte. Igualmente, los límites prudenciales definidos en el Decreto 2878 de 2013 no aplicarían para aquellas transacciones compensadas y liquidadas por una CRCC.

En el caso de las simultáneas transadas en el Sistema Electrónico de Negociación (SEN) del BR (dentro del cual funciona el esquema de Creadores de Mercado de deuda pública), la interposición de una CRCC permitiría que dichas operaciones siguieran siendo “ciegas” o anónimas, prescindiendo de la necesidad de definir cupos de crédito entre los participantes de este programa. Entre tanto, en el caso del Mercado

**Gráfico 1. Operaciones simultáneas con una CRCC**



Fuente: elaboración Anif.

Electrónico Colombiano (MEC) de la Bolsa de Valores, la participación de una CRCC conllevaría una reducción de estos cupos, dado que allí las simultáneas son “semiciegas”, es decir, únicamente se conoce a la contraparte cuando se “agreden” sus puntas de compra o venta. Asimismo, las plataformas de una CRCC permitirían un acceso más expedito y eficiente a la información de estas operaciones por parte de las autoridades, elevando sus estándares de transparencia y facilitando su supervisión.

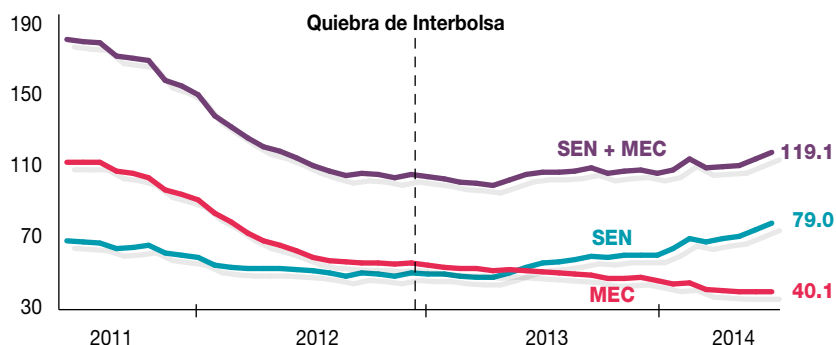
## Las simultáneas en el mercado local

En Colombia, el volumen total negociado (en términos anualizados) en simultáneas representó el 119% del PIB (\$884 billones) al corte de agosto de 2014. Dentro de este total, las simultáneas negociadas en el SEN fueron las más representativas, con una participación del 66% (\$587 billones; 79% del PIB), ver gráfico 2.

Por tipo de emisor, predominan las simultáneas sobre renta fija pública. En efecto, en el MEC el 95% de las simultáneas (\$282 billones; 38% del PIB) se efectúa sobre TES y en el SEN el 100% de estas operaciones se realiza sobre dichos títulos.

Como se observa, los volúmenes negociados en simultáneas sobre renta fija son bastante significativos a nivel local, lo cual pone de manifiesto su importancia sistémica. Ello evidencia la necesidad de contemplar mecanismos de mitigación de eventuales incumplimientos dentro de este mercado (tanto en el SEN como en el MEC), más aun teniendo en cuenta que allí opera el esquema de Creadores de Mercado de deuda pública. Por tales motivos, las autoridades y los operadores deberían trabajar conjuntamente para habilitar lo antes posible la compensación y liquidación de estas operaciones a través de una CRCC, tal y como lo sugieren los estándares internacionales y la reciente regulación sobre la materia.

**Gráfico 2. Volumen mensual negociado en operaciones simultáneas a través del SEN y el MEC**  
(Cifras anualizadas al corte de agosto de 2014, % PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en Bolsa de Valores y Banco de República.

## Conclusiones

Hemos visto cómo el *impasse* de Interbolsa llevó a las autoridades a mejorar la gestión del riesgo de las operaciones del mercado monetario a través del Decreto 2878 de 2013. Allí se contempla la compensación y liquidación de dichas operaciones a través de una CRCC, lo cual va en línea con las recomendaciones derivadas de la crisis internacional (2008-2013).

En el caso particular de las simultáneas sobre renta fija, la participación de las CRCCs, pese a que puede acarrear costos adicionales referentes al cobro del servicio de compensación-liquidación,

también puede generar importantes beneficios, a saber: i) mitigación de los riesgos asociados a las exposiciones bilaterales, a través de la exigencia de garantías; ii) eficiencias en la administración de las garantías, pues se podrían compensar los riesgos sobre activos correlacionados; iii) reducción en los consumos de capital, en los límites de apalancamiento y en los cupos de crédito por concepto de estas operaciones, dado que se eliminaría su riesgo de contraparte; y iv) mayor transparencia y mejor supervisión, debido a que las plataformas de las CRCCs permitirían accesos más eficientes a la información de estas operaciones.

Localmente, los volúmenes negociados (anualizados) de simultáneas sobre renta fija son bastante significativos, pues representan el 119% del PIB. En tal sentido, las autoridades y el mercado deberían coordinar esfuerzos para empezar a implementar la compensación y liquidación de estas operaciones (a nivel del SEN y del MEC) a través de una CRCC. Ello permitiría contar con mecanismos eficientes y especializados de gestión del riesgo que eviten contratiempos en el esquema de Creadores de Mercado y posibles situaciones sistémicas, como las que estuvieron a punto de materializarse con la quiebra de Interbolsa en 2012.

“ En el caso de las operaciones del mercado monetario, la interposición de una CCP permite reducir sus exposiciones bilaterales, pues dichas transacciones tienen un elevado componente crediticio que requiere ser gestionado adecuadamente para evitar situaciones sistémicas. ”



# El Segundo Mercado de valores y su regulación \*

**E**l “Segundo Mercado” (SM) es un esquema de financiación creado por el gobierno, según la Resolución 400 de 1995, hoy incluida en el Decreto 2555 de 2010. Su objetivo es facilitar el acceso al mercado de capitales local a un mayor número de emisores. Dicho mecanismo busca ser una fuente alternativa de recursos para aquellas empresas que no han podido emitir en el Mercado Principal, debido a los estrictos requerimientos financieros, de información y los costos que ellos implicaban.

Sin embargo, el despegue de dicho SM ha sido lento. Por ejemplo, se ha encontrado que solamente un 3% (alrededor de \$0.3 billones; 0.04% del PIB) de las emisiones de bonos corporativos se ha logrado canalizar a través del SM. Más aun, dentro de él, el acceso de las pequeñas y medianas empresas (Pymes) ha sido prácticamente nulo (ver revista *Coyuntura Pyme* No. 43 de octubre de 2013).

En virtud de lo anterior, el gobierno expidió recientemente el Decreto 1019 de mayo de 2014, con el fin de flexibilizar dichos requisitos y

ampliar así el acceso al mercado de valores, pensando especialmente en las Pymes. Allí jugarán un papel central los inversionistas profesionales, quienes serán los únicos autorizados para adquirir estas emisiones, aprovechando que son agentes especializados en la gestión del riesgo de este tipo de activos.

En esta edición de *Enfoque* analizaremos las nuevas disposiciones regulatorias relacionadas con el SM a nivel local. También referenciaremos algunas experiencias internacionales sobre la materia. Por último, presentaremos las conclusiones del caso.

## El Segundo Mercado: características y regulación

El SM es un segmento alternativo de financiación dentro del mercado de capitales de Colombia. Está reglamentado por la Resolución 400 de 1995, hoy incluida en el Decreto 2555 de 2010. En este segmento, los

\* Corresponde a *Enfoque* No. 82 de octubre de 2014.

procesos de originación y negociación de los títulos valores cuentan con unos requerimientos regulatorios más flexibles que los exigidos en el mercado tradicional o Mercado Principal. Por ejemplo, se cobran menores tarifas en algunos trámites y existen requisitos algo más laxos para el ingreso al mercado de valores (ver cuadro 1).

Como ya se comentó, el SM no ha sido utilizado masivamente como mecanismo de acceso al mercado de capitales. Desde el punto de vista de la oferta, su limitado uso obedece a que algunas empresas, particularmente las Pymes, consideran que los procesos de emisión conllevan a una revelación excesiva de su información financiera y contable. Desde la perspectiva de la demanda, sobresalen las asimetrías de información que se generan entre dichos emisores, los reguladores y los inversionistas, pues varias de estas empresas interesadas en buscar recursos por primera vez en el mercado de valores no cuentan con “historia financiera”. Ello obedece a la carencia de un marco de referencia que permita corroborar la veracidad

de la información suministrada por dichas empresas “primerizas” al regulador y a los inversionistas, generando desconfianza e incertidumbre en estos últimos.

También ha incidido que las Pymes prefieren financiar sus necesidades de inversión con crédito tradicional, en vez de recurrir al mercado de valores. Por ejemplo, según la Gran Encuesta Pyme de Anif, aproximadamente el 45% de estas empresas accedió al crédito bancario durante el período 2006-2013; el otro 55% no utilizó fuentes alternativas de financiación. Por tales motivos, el gobierno expidió el Decreto 1019 de 2014, por medio del cual se modifica el marco normativo del SM, haciendo más expeditos sus procesos de emisión y reduciendo sus costos asociados. Así, se pretende promover la utilización de este mecanismo y solucionar las asimetrías de información de sus potenciales beneficiarios, como las Pymes y los emisores de “una sola vez” (v. gr. consorcios de obras de infraestructura). A continuación se presentan los principales aspectos introducidos por la mencionada norma:

- No se requiere calificación de riesgo para inscribir en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) a aquellos títulos que vayan a ser negociados en el SM. Para dicha inscripción, el emisor debe enviar previamente a la Superintendencia Financiera (SF) la documentación exigida para tal efecto. Allí se destaca: i) constancia del representante legal que certifique que el prospecto de colocación se ha puesto a disposición de los inversionistas autorizados (inversionistas profesionales); ii) modelo del respectivo título; y iii) advertencia que indique que la inscripción en el RNVE no implica una certificación de la SF sobre la bondad del título o la solvencia del emisor.
- Aquellos emisores que tengan inscritos títulos en el RNVE y deseen inscribir otro título en el SM no deben presentar la documentación que repose en dicho registro.
- Los emisores pertenecientes al SM deben actualizar su registro

**Cuadro 1. Diferencias entre el Mercado Principal y el Segundo Mercado en Colombia**

Concepto	Mercado Principal	Segundo Mercado
Tiempo de respuesta de la SF a la solicitud	30 días hábiles	10 días hábiles
Costo de inscripción en el RNVE	0.08x1.000 del patrimonio del respectivo emisor	0.04x1.000 del patrimonio del respectivo emisor
Derechos de oferta pública	0.35x1.000 sobre el monto total de emisión	No se cobra por los derechos de oferta pública
Monto mínimo de 2.000 SMLV* para emisión de bonos y papeles comerciales	Sí	No
Representante de tenedores de bonos	Sí	No
Implementación de mecanismos de cobertura y apoyo crediticio en titularización de activos	Sí	No
Inscripción en el RNVE y autorización de la oferta pública	Luego de la evaluación, análisis y revisión de los documentos exigidos, mediante la resolución se autoriza la inscripción en el RNVE y se autoriza su oferta pública.	Los valores se entenderán inscritos en el RNVE y su oferta pública será autorizada al remitir los documentos exigidos.

\*Salario Mínimo Legal Vigente.  
Fuente: Superintendencia Financiera.



en el RNVE, remitiendo a la SF los estados financieros de fin de ejercicio y una constancia del representante legal que certifique la actualización y envío de la información relevante (sobre su situación financiera, contable, jurídica, etc.) a los inversionistas actuales y potenciales.

- Los emisores del SM voluntariamente pueden someter sus títulos a una calificación de riesgo por parte de una entidad autorizada para ello por la SF.
- Para la autorización de las ofertas públicas de títulos que se vayan a negociar en el SM, el emisor debe enviar a la SF la siguiente documentación: i) comunicación suscrita por el representante legal que manifieste la intención de realizar la oferta pública en el SM; ii) prospecto de información (prospecto de autorización); iii) certificación del representante legal en la que se haga constancia del trato equitativo a todos los inversionistas autorizados con relación al suministro de información; y iv) proyecto de aviso de oferta dirigido a todos los inversionistas autorizados interesados.
- Luego de dicha autorización, el emisor cuenta con un plazo máximo de 3 meses para empezar la promoción de los títulos con los inversionistas potenciales, poniendo a disposición de ellos la información que sea requerida para tomar la respectiva decisión de inversión. Este procedimiento lo puede realizar directamente el emisor o a través de comisionistas de Bolsa o corporaciones financieras. Dicho proceso no está sujeto a la supervisión de la SF.
- Las emisiones en el SM también pueden realizarse mediante la

“La reciente reforma regulatoria al SM, a través del Decreto 1019 de 2014, busca impulsar la participación de nuevos emisores en el mercado de valores local y ampliar las alternativas de inversión para los inversionistas profesionales.”

estructuración de programas de emisión y colocación.

- La oferta y colocación de títulos del SM debe llevarse a cabo durante los 6 meses siguientes a la autorización de la oferta pública. No obstante, si el emisor lo solicita, la SF puede prorrogar dicho plazo, por una sola vez, por un tiempo igual.
- Los emisores del SM pueden inscribirse voluntariamente en una Bolsa de Valores (BV) o en un sistema de negociación. Para esto, deben remitir a dichas entidades la misma información contenida en el prospecto de autorización.
- Con relación al prospecto de autorización requerido por la SF, este debe incluir, como mínimo, los siguientes aspectos: i) información comercial del emisor; ii) características de los títulos objeto de la oferta (v. gr. valor nominal, monto de la emisión, reglas de reposición, etc.); iii) BV o sistema en que se encuentran inscritos los títulos, en caso de haber optado por dicha inscripción; iv) advertencia que especifique que estos títulos solo pueden ser adquiridos por inversionistas profesionales; y v) advertencia que señale que la inscripción de los títulos en el

RNVE y la autorización de su oferta no garantizan la bondad, ni el precio o negociabilidad de la emisión, entre otros aspectos.

- Las emisiones que se realicen en el SM pueden tener garantías otorgadas por entidades locales y extranjeras.
- Los emisores que deseen pertenecer al SM deben remitir un prospecto de colocación a los inversionistas autorizados que hayan mostrado interés en la emisión. Dicho prospecto debe contener, además de lo establecido en el prospecto de autorización, al menos la siguiente información: i) cuando se haya optado por la inscripción voluntaria en una BV o sistema, una advertencia que indique que dicha inscripción no garantiza la bondad, ni el precio o negociabilidad de la emisión, entre otros aspectos; y ii) las garantías otorgadas, en caso de haber optado por ello.
- La información contenida en el prospecto de colocación puede ser acordada contractualmente entre el emisor y los inversionistas interesados. Esta información debe propender por el trato homogéneo a los mencionados inversionistas para que estos tomen sus decisiones de inversión en igualdad de condiciones.
- Los títulos que formen parte de un SM o equivalentes en el país donde fueron inscritos, pueden ser colocados-negociados en un mercado extranjero mediante acuerdos-convenios de integración de BVs, únicamente cuando la regulación de las jurisdicciones que integran dichos acuerdos-convenios permita la colocación-negociación de títulos colombianos que formen parte del SM en esos países.

## Experiencia internacional de los mercados alternativos

A nivel internacional, se han desarrollado estrategias para favorecer la entrada de diversos emisores al mercado de valores. Se destaca el *Alternative Investment Market* (AIM) en Reino Unido, el cual se constituyó como un mercado alternativo de emisión de acciones en 1995. Allí, el número de emisores listados pasó de 121 en 1995 a 1.103 en 2014 (ver cuadro 2). En España, en medio de la crisis fiscal y financiera, se creó el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) en 2009. Actualmente, dicho mercado está compuesto por 24 Pymes emisoras de valores, ver revista *Coyuntura Pyme* No. 43 de octubre de 2013. El buen desempeño de dichos mercados ha radicado en: i) la existencia de marcos regulatorios claros, que han permitido establecer balances adecuados entre requerimientos de información más laxos y las necesidades de liquidez de los inversionistas; ii) la creación de figuras regulatorias para otorgar garantías a los inversionistas (v. gr. intermediarios reputacionales que respaldan la calidad y transparencia en los procedimientos


de revelación de información, tal y como ocurre en Reino Unido); iii) incentivar a las Pymes para acceder al mercado de capitales a través de la promoción de la educación financiera, brindando acompañamientos y asesorías; y iv) los estímulos tributarios-económicos para las empresas listadas (v. gr. alivios tributarios del gobierno o el financiamiento de los costos de acceso de las empresas de mediana capitalización al mercado de valores, como en el caso del MAB). Infortunadamente, en América Latina, los mercados alternativos no han sido igual de exitosos que en Europa. Por ejemplo, la Bolsa Emergente de Chile, focalizada en empresas de bajo tamaño, empezó operaciones en 2001 y actualmente cuenta con solo 24 emisores listados. Allí, los relajamientos en los requerimientos de información frente al Mercado Principal no han generado suficientes incentivos para el ingreso de un mayor número de empresas emergentes. Asimismo, el Bovespa Mais de Brasil, creado en 2006 y dirigido al segmento Pyme, apenas tiene 9 emisores inscritos actualmente. Dentro de las dificultades evidenciadas en la región para el posicionamiento de sus mercados alternativos, sobresalen: i) las restricciones por el bajo historial

financiero de los potenciales emisores; ii) los altos costos para las empresas derivados de las exigencias constantes de información, los cuales, muchas veces, son mayores a los beneficios esperados del listamiento; iii) la carencia de educación financiera; y iv) la falta de incentivos para el ingreso de las Pymes a dichos esquemas.

## Conclusiones

Hemos visto cómo la reciente reforma regulatoria al SM, a través del Decreto 1019 de 2014, busca impulsar la participación de nuevos emisores en el mercado de valores local y ampliar las alternativas de inversión para los inversionistas profesionales.

Para ello, con base en la experiencia de América Latina y Europa sobre la materia, se identificaron los principales obstáculos que han impedido la consolidación de nuestro SM. Así, la mencionada norma se focalizó en: i) requerimientos más laxos para la inscripción en el RNVE, la autorización de las ofertas públicas y los prospectos de información; ii) inscripción voluntaria en BVs o sistemas de negociación; y iii) solicitud voluntaria de la calificación de riesgo.

Pese a que dicha reforma regulatoria constituye un avance representativo para el desarrollo financiero local, todavía se evidencian importantes retos en este frente. Por ejemplo, es necesario que el esquema del SM sea complementado con mecanismos que incentiven el ingreso de las Pymes al mercado de valores. También resulta fundamental que dicho esquema esté acompañado por políticas de educación financiera dirigidas a los potenciales emisores, pues menos del 50% de las Pymes accede al crédito bancario para financiar sus necesidades de inversión. Lo anterior contribuiría ostensiblemente a la consolidación del SM como una fuente de recursos para las empresas y como una alternativa de ahorro-inversión dentro del mercado de capitales colombiano. 

**Cuadro 2. Número de empresas listadas en los mercados alternativos a nivel internacional (Septiembre de 2014)**

País	Mercado alternativo	Año de creación	Número de empresas listadas	Empresas listadas por año durante su existencia (Promedio)
Reino Unido*	AIM	1995	1.103	58.1
España	MAB	2008	24	4.0
Chile	Bolsa Emergente	2001	24	1.8
Brasil	Bovespa Mais	2006	9	1.1

\*A agosto de 2014.  
Fuentes: AIM, MAB, BCS y Bovespa.



Palabras del Dr. Luis Carlos Sarmiento Angulo  
en la XXVIII Asamblea de Anif  
Bogotá, octubre 8 de 2014

## Desempeño de Colombia, reformas estructurales y políticas públicas

**M**e dirijo a ustedes con ocasión de la XXVIII Asamblea de Anif, en mi calidad de Presidente del Consejo Directivo de este Centro de Pensamiento y Gestión. Agradezco de forma especial la presencia del señor Presidente de la República, doctor Juan Manuel Santos, de empresarios y banqueros, así como la de nuestros afiliados y demás miembros del Consejo Directo de Anif. La iniciación de esta segunda Administración del presidente Santos, que cubre el período 2014-2018, es una buena oportunidad para adelantar un breve balance de los importantes progresos macroeconómicos y sociales logrados durante su primer

mandato del período 2010-2014, y compartir con ustedes una serie de reflexiones que hemos venido realizando con el equipo investigativo de Anif, desde hace ya por lo menos una década, sobre la importancia y urgencia de reformar el sector de la justicia, de tal manera que la aplicación de la misma se vuelva realmente “pronta” y, por lo tanto, verdaderamente “justa”. Este ha sido el anhelo y sentir de la gran mayoría de los colombianos de bien, máxime ahora que vemos asomar las posibilidades de por fin poder consolidar la paz en nuestro país.

## 1. Breve recuento del rol de Anif en los últimos cuarenta años

Anif nació en 1974 como una entidad gremial del sector financiero, que creció rápidamente en su base de afiliados, a tal punto de que solo un año después de fundada ya contaba con 32 entidades vinculadas. Luego le tocó afrontar una de las crisis bancarias más difíciles que ha sufrido Colombia, la que ocurrió en la primera mitad de los años 1980; precisamente desde ese tiempo, desde 1984, he estado al frente del Consejo Directivo, acompañado por muchos de los más importantes banqueros y estudiosos del tema financiero, que han convertido a Anif en un referente a nivel nacional e internacional. A finales de esa década, cuando Marta Lucía Ramírez era la Presidente de

Anif, se decidió que sería más útil y productivo, socialmente hablando, pasar de ser una asociación de tipo gremial, a lo que hoy se conoce como un “*think tank*”, un centro de estudios, en donde se analizan con gran profundidad los problemas económicos y sociales del país. Anif se ha caracterizado siempre por su independencia, de tal forma que, a través de los estudios y análisis que realiza, está siempre proponiendo ideas para mejorar la agenda nacional.

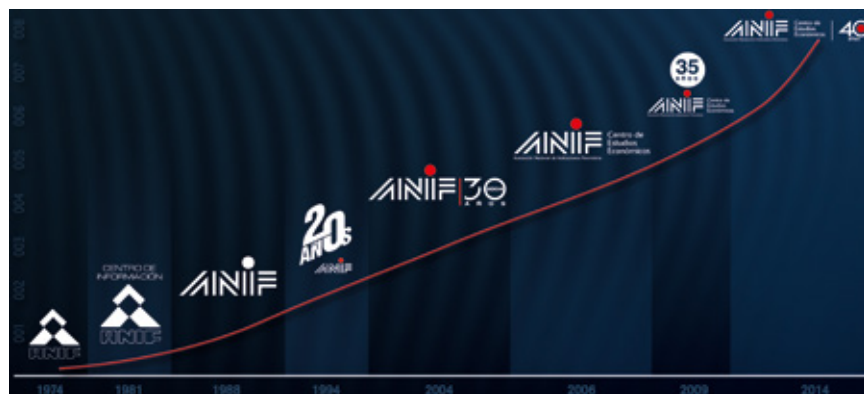
Dentro de los muchos ejemplos que Anif puede mostrar sobre los trabajos que ha realizado en sus cuatro décadas de labores, están los análisis y las propuestas desarrolladas en los últimos años en áreas tan relevantes como: temas relacionados con la infraestructura; sobre la ortodoxia en el manejo de la Hacienda Pública; también, obviamente analizando el sector financiero y haciendo recomendaciones que han sido incorporadas en múltiples reformas a las reglas que rigen a estas instituciones; sobre el estado del sistema judicial en Colombia, tema al que me referiré más adelante, entre muchos otros. También quisiera resaltar el estudio “Hacia la consolidación del desarrollo sostenido en Colombia, ideas y proyectos para la era del posconflicto”, presentado en 2008, en donde se trata el desarrollo de la Orinoquía como una de las alternativas que permite viabilizar los programas que se deberían desarrollar en el menor plazo posible.

Como observarán, nunca Anif se ha quedado de espectador de la vida nacional. Siempre ha estado a la vanguardia en su búsqueda de soluciones para los problemas que se presentan en cada momento. Estos cuarenta años han coincidido con una época en la cual nuestro país se ha transformado hasta llegar a ser, como conocemos todos, un sitio en donde se puede vivir, donde se puede trabajar honradamente, donde se invierte, por parte de nacionales y extranjeros, atraídos por la relativa estabilidad de las reglas del juego y por el potencial de crecimiento que permite proyectar un resultado positivo en las inversiones. En estos cuarenta años Colombia ha pasado de ser un país remoto, casi perdido en el mapa y en la mente de la gran parte de los habitantes del planeta, a ser un destino de inversión y de turismo, un país reconocido por su manejo serio y prudente de la economía, una nación con un presente muy bueno y con un potencial inmenso.

## 2. Desempeño reciente de la economía colombiana y sus perspectivas

Haciendo un análisis más detallado de los últimos años, quisiera resaltar algunas cifras y eventos. Durante el período 2010-2014, la economía colombiana ha promediado una satisfactoria tasa de expansión del PIB-real a ritmos del 4.8% por año, mostrando un buen aprovechamiento de nuestro potencial. Ese promedio de crecimiento ha venido teniendo una trayectoria ascendente, después del negativo impacto que tuviera la crisis internacional de 2008 sobre nuestra economía, que hizo que nuestro crecimiento se desplomara a solo un 1.7% en 2009.

Luego nuestra economía logró recuperarse más rápido de lo que algunos esperaban, al registrar un crecimiento del 4% en 2010, cifra que, por cierto, doctor Clavijo, sí se ubicó por encima del 2.5% que Anif pronosticaba en





abril de ese año e inclusive también superó el 3% que en ese momento pronosticaba el propio Banco de la República. Pero en Anif, señor presidente Santos, nuestro ánimo a la hora de realizar pronósticos económicos es el de acertar, pues bien sabemos que en ello radica nuestra credibilidad y reputación. Por eso Anif ajustó al alza su pronóstico en junio de 2010, llevándolo a una cifra similar a la del consenso del mercado, 4.1% según muestran los registros de entonces, coincidente con la cifra que finalmente certificaría el Dane para ese año 2010. Después el país continuó esa recuperación de forma aún más acelerada al lograrse crecimientos del 6.6% en 2011. Para el año en curso 2014, los pronósticos realizados por Anif sobre crecimiento económico de Colombia han estado fluctuando entre un 4.8% y un 4.6%, tan solo ligeramente por debajo del consenso de analistas que entiendo actualmente se ubica cerca del 5%.

Pero lo importante es que, gracias a ese repunte del crecimiento económico de Colombia durante el período 2010-2014, se ha logrado que la tasa de desempleo haya venido descendiendo de forma persistente y, tras promediar un 11.8% en 2010, actualmente se perfila hacia un esperado 9% en 2014. Este buen dinamismo del crecimiento y el descenso en el desempleo se han reflejado en una marcada reducción de los niveles de pobreza en Colombia, cayendo del 37.2% en 2010 al 29.3% en junio de 2014, de hecho ubicándose desde ya por debajo de la meta del 32% que se había trazado en el Plan Nacional de Desarrollo del primer mandato del presidente Santos.

Cabe resaltar que este crecimiento económico, en línea con su potencial, y esta trayectoria descendente del desempleo no han sido obstáculo para haber mantenido la tasa de inflación

bajo control y dentro del rango del 2% al 4% anual, objetivo adoptado por el Banco de la República como su meta de largo plazo, que se ha venido cumpliendo en forma satisfactoria desde su adopción en el año 2010. Este hecho debe ser materia de orgullo para Colombia, pues ello da muestras de una clara estabilidad macrofinanciera para el país. En cambio, muchos otros países de la región continúan enfrentando serios riesgos inflacionarios, siendo los más obvios los de Argentina y Venezuela (ambos con inflación de dos dígitos); igualmente, resulta algo preocupante la situación inflacionaria del propio Brasil, bordeando el 6.5%

**“Nunca Anif se ha quedado de espectador de la vida nacional. Siempre ha estado a la vanguardia en su búsqueda de soluciones para los problemas que se presentan en cada momento.”**

anual, debido, entre otros factores, a la falta de independencia constitucional de su Banco Central.

Igualmente, a Colombia le ha ido bien en su frente externo, pues el déficit de la balanza de pagos ha tenido un promedio del 3.3% del PIB anual durante 2010-2014. Además, la fuente de su financiamiento ha sido mayoritariamente la Inversión Extranjera Directa, la cual en años recientes ha llegado a la cifra récord de los US\$16.000 millones por año. Ello ha permitido que el país mantenga niveles bajos de endeudamiento externo, donde

la suma del componente público y del privado actualmente se ubica por debajo del 25% del PIB del país.

Gracias a este buen desempeño en las cuentas externas, Colombia viene disfrutando del grado de inversión otorgado por todas las calificadoras de riesgo internacional desde 2010, ratings que, en meses recientes, han sido mejorados por dichas calificadoras, todo lo cual ha permitido reducir el costo de endeudamiento externo que enfrentan las firmas colombianas y el gobierno en su emisión de deuda pública. Muchas empresas colombianas, incluyendo las de nuestro grupo empresarial, han podido aprovechar este magnífico momento por el que atraviesa el país para emitir deuda y acciones en el exterior, a la vez que ensanchar sus negocios a nivel global. De esta manera, y a mucho orgullo y trabajo, numerosos empresarios del país formamos parte de las llamadas Multi-Latinas, con importante presencia en todo el continente americano.

En lo referente al desempeño fiscal, el déficit del Gobierno Central ha logrado reducirse del 3.9% del PIB en 2010 al 2.4% del PIB, cifra proyectada para 2014 y similar a la del año 2013. En este frente de las finanzas públicas, la llamada “Regla Fiscal” (aprobada por la Ley 1473 de 2011) ha jugado un importante papel de anclaje que, sin lugar a dudas, las calificadoras de riesgo, las entidades multilaterales y la propia OECD valoran como elemento clave de la tranquilidad fiscal de Colombia hacia el futuro.

A este respecto, tal vez vale la pena aclarar que la posición de Anif no ha sido la de entrar a demeritar la validez de dicha “Regla Fiscal”, pues es claro que esta es un importante elemento disciplinador del gasto público. La preocupación de Anif en este frente ha sido la de ayudar a pensar la mejor forma de abrir mayor espacio





Alejandro Figueroa, presidente del Banco de Bogotá; Sergio Clavijo, presidente de Anif; Carlos Yepes, presidente de Bancolombia; Luis Carlos Sarmiento Angulo, presidente del Consejo Directivo de Anif; Gerardo Hernández, superintendente financiero; Helena Hidalgo, secretaria general de Anif; Ignacio Zuloaga, vicepresidente del Banco de Occidente y Alejandro Vera, vicepresidente de Anif.

fiscal a los gastos de infraestructura, especialmente a la hora de entregar garantías públicas a los constructores y financiadores de los proyectos bajo la forma de las llamadas “vigencias futuras”. Una forma de hacerlo, y que usted, señor Presidente, ha venido impulsando desde su primer mandato, ha sido a través de la enajenación de activos públicos, como el caso de Isagen, lo cual permitiría intercambiar “activos energéticos” por “activos de infraestructura”, tal como lo ha venido proponiendo Anif desde 2009.

Como es bien sabido, diversos proyectos con elevados riesgos de construcción, o aquellos con tránsito vehicular insuficiente como para dar cabida a las concesiones viales, pueden requerir apoyos adicionales del sector público. Así, el respaldo de Anif a la disciplina fiscal no debe estar en duda, pero, de igual manera, queremos asegurarnos de que ese ambicioso programa de infraestructura vial de “Cuarta Generación” (4G),

por valor cercano a los \$50 billones, contará con suficientes recursos para así lograr ganancias en competitividad que nos permitan aprovechar los acuerdos comerciales que hoy, afortunadamente, son una realidad.

En materia fiscal, Anif siempre ha considerado que hay una diferencia fundamental entre las inversiones que generan réditos a la Nación a largo plazo, tales como las inversiones en el desarrollo de la infraestructura, que generan rendimientos suficientes para su mantenimiento y para la recuperación de la inversión, es decir que son autosostenibles, frente a aquellos gastos relacionados con el incremento ineficiente del tamaño del Estado o los que desbordan la prudencia fiscal al sustituirla por esquemas excesivamente asistencialistas.

Sin ir muy lejos, Anif ha venido señalando las posibles inconsistencias fiscales que se generan con la promulgación de diversas leyes que

incrementarán el gasto público operativo y asistencialista hacia el futuro, reduciendo aún más la porción presupuestal de “libre asignación”, que entendemos actualmente no supera el 15% del presupuesto. Lo prudente sería contemplar de forma explícita y consistente el cúmulo de gastos así generados en la elaboración del Marco Fiscal de Mediano Plazo, para anticipar de esta manera cómo es que se estaría honrando el mandato de la “Regla Fiscal”, antes discutida. De lo contrario, el país se vería abocado a incrementar frecuentemente su presión fiscal tributaria, la cual claramente no es infinita. Lo correcto a este respecto es pensar en acotar el gasto público precautelativamente, haciendo los estudios detallados del caso, antes de proceder a aprobar dichas ordenanzas de gastos por parte del Congreso de la República.

Para cerrar este breve balance sobre lo alcanzado en materia de consolidación



Juan Manuel Santos, presidente de La República.

macrofinanciera de Colombia durante su primer mandato, señor Presidente, quiero aprovechar para resaltar la situación privilegiada que ha alcanzado Colombia con relación a América Latina. Lo primero tiene que ver con la manera en que Colombia se la ha jugado a favor de la Alianza del Pacífico, conformada con México, Chile y Perú. Se trata de un bloque de países con clara vocación empresarial y donde el ensanchamiento de la democracia a través de la expansión de la clase media es un punto central de dicha alianza. Lo segundo tiene que ver con la concreción que ello va tomando a través de acuerdos comerciales y de un mayor intercambio financiero a través del llamado mercado del MILA, con una pronta inclusión de los mercados de valores de México.

La paradoja es que, a pesar de estos esfuerzos integracionistas, nuestras economías siguen siendo poco complementarias y todos los socios ya mencionados nos recargamos, tal

vez en exceso, en la exportación de *commodities*, la mayoría de carácter minero-energético. Así, la reversión gradual en los términos de intercambio de esas exportaciones ha empezado a golpear a la región y los analistas pronostican que América Latina difícilmente crecerá más allá de un 1.5% en 2014, después de hacerlo a tasas más bien flojas de solo el 2.5% en 2013. La gran excepción hasta el momento es Colombia, creciendo a tasas cercanas al 5% durante 2013-2014, mientras que todos los socios de la Alianza del Pacífico lo harían a tasas en el rango entre el 2% y el 3%. Pero difícilmente Colombia podrá aislarse de estos embates internacionales, dada su estructura exportadora que se recarga en cerca de un 70% en la exportación de dichos *commodities*. De allí la importancia de diversificar nuestras exportaciones, acelerar la dotación de infraestructura y continuar perseverando en esta búsqueda de la innovación y la

mayor competitividad para nuestro sector productivo. Precisamente sobre el cómo hacerlo y sobre los requisitos de buen funcionamiento del Estado, presentaremos ahora nuestras reflexiones sobre los temas de reformas a la justicia para consolidar esa nueva estructura productiva que habrá de protegernos de los vaivenes internacionales.

### **3. Reformando el sector de la justicia en Colombia**

No es casual que Anif esté permanentemente estudiando el tema de la justicia en Colombia y que considere que, en la actualidad, es uno de los temas más importantes para toda la administración pública.

Nos preguntamos con frecuencia: ¿cómo se podrán implementar los acuerdos de paz que se logren, en ausencia de un sistema eficaz de justicia? ¿Por qué Colombia se ganó ese premio envenenado de tener una de las guerrillas más bárbaras y salvajes de toda la era moderna? ¿Por qué no se han desarrollado guerrillas de esa clase en países como Venezuela, Panamá, o Ecuador, si somos tan parecidos? Tenemos que concluir que la respuesta fundamental a todas estas preguntas es la precariedad del sistema de justicia en Colombia, que permitió llegar a este estado de cosas, sin que hubiere sanciones efectivas para los infractores de las normas legales. En nuestro país la justicia es muy poco efectiva, los procesos se demoran mucho más de lo normal y los reclamantes no ven protegidos sus derechos.

Si no se hace una reforma a la justicia para tornarla operante y eficiente, por más de que se logren acuerdos con estas guerrillas, pronto podrían aparecer otras guerrillas u otros subversivos con otros nombres que los reemplacen en el desorden que causan. ¿No son acaso la existencia y la proliferación de las “bandas cri-

minales” (bacrim) una confirmación de esta preocupación?

Con razón se afirma que en un Estado de Derecho la justicia es indispensable como el ente apropiado para garantizar el respeto de los principios de primacía, igualdad, rendición de cuentas y equidad en la aplicación de la ley, lo mismo que los de no arbitrariedad, y transparencia procesal y legal. Entre más eficiente sea el sistema judicial, el mismo Estado tendrá una mayor garantía de su existencia, de su duración y de su estabilidad. Lo contrario también es cierto: si en un país el sistema de justicia no opera adecuadamente, todos los otros sectores mostrarán serios problemas operativos y, en el agregado nacional, la productividad de ese país será muy baja.

Esta afirmación, tan obvia y tan de bulto, se sustenta en el hecho de que la justicia, tal vez como ningún otro elemento del Estado, es “transversal” a la buena operación de los contratos laborales, de aquellos referidos a la infraestructura, del mismo pago de los tributos y de honrar las transacciones del comercio internacional, para solo mencionar los elementos más básicos del buen funcionamiento del Estado, el cual necesariamente descansa sobre este concepto del “imperio de la Ley”, eso que en el mundo anglosajón denominan “*The Rule of Law*”.

Aunque estos principios hoy nos parecen elementales, los grandes pensadores e historiadores del momento están concluyendo que el desarrollo socialmente sostenible se consigue cuando está basado en esta piedra angular de las “buenas instituciones, operativas y eficaces”. Allí radica el “éxito o el fracaso de las naciones”, según el conocido texto en boga de Acemoglu y Robinson, profesores de la prestigiosa universidad del M.I.T. en Boston, Estados Unidos.

Estas consideraciones explican por qué Anif ha venido martillando sobre

la importancia de contar en Colombia con un sistema judicial eficiente y eficaz y, por lo tanto, respetable para el ciudadano del común y para el sector empresarial en general. Ahora que Anif está cumpliendo sus “primeros” cuarenta años de vida institucional, vale la pena recordar brevemente por qué este sector de la justicia ha ocupado un lugar primordial en su agenda de estudios. Durante la década de los años ochenta, Anif alertó sobre la grave crisis del sector judicial en materia de baja eficiencia y desprestigio por cuenta de su carencia de autonomía presupuestal frente a las otras ramas del poder público. En ese entonces, los gobiernos de turno, pese a que tenían la idea de corregir sus problemas de mala dotación y

la Defensoría del Pueblo, entre otros estamentos. Más recientemente, los gastos del sector justicia en Colombia se han estabilizado en cerca del 0.9% del PIB por año.

Comparaciones internacionales a nivel de América Latina sobre la eficiencia vs. el nivel de gasto público asignado al sector justicia nos indican que Colombia se ubica en un plano intermedio de asignaciones presupuestales (superando a México, pero por debajo de Brasil), mientras que en materia de eficiencia (medida a través de procesos acumulados por cada 100.000 habitantes) se ubica en la franja de elevada congestión judicial frente a lo que ocurre, por ejemplo, en Perú, Argentina o Paraguay. En Colombia, la Rama Judicial ha

**“En un Estado de Derecho la justicia es indispensable como el ente apropiado para garantizar el respeto de los principios de primacía, igualdad, rendición de cuentas y equidad en la aplicación de la ley, lo mismo que los de no arbitrariedad, y transparencia procesal y legal.”**

pobres despachos judiciales, terminaban priorizando otros sectores de la economía.

Finalmente, llegaría la Reforma Constitucional de 1991 y se abrió entonces la esperanza de cambio del sector judicial; sector al cual se le otorgó verdadera autonomía y al que se le elevaron las asignaciones presupuestales al pasar de cerca del 0.65% del PIB en 1990 al 0.9% del PIB en 1995, incluyendo en esta última cifra cerca del 0.20% del PIB correspondiente a los importantes gastos de inversión y adecuación que implicaron la creación de la Fiscalía, el Consejo Superior de la Judicatura y

disfrutado hasta la fecha de una doble condición. De una parte, el grueso de la población le reconoce a la Rama la “majestad” que ha mostrado a la hora de enfrentar los grandes temas de Estado, a nivel de las Altas Cortes (Constitucional, Corte Suprema de Justicia y Consejo de Estado). Pero, de otra parte, el hombre del común le reprocha a la Rama Judicial (en su conjunto), y con razón, su tardanza y falta de eficacia en el día-a-día; es una justicia que no le llega pronta al ciudadano.

En efecto, la “majestad” de las Altas Cortes se dio, por ejemplo, en las consultas elevadas a la Corte Constitucional con ocasión de: a) el Refe-



rendo de 2003 (Ley 796 de 2003); b) la Reforma Constitucional sobre reelección inmediata (Acto Legislativo 2 de 2004); y c) la posibilidad de un tercer período presidencial consecutivo (Fallo C-141 de 2010). De igual forma, la Corte Suprema de Justicia ha mostrado su compromiso con la democracia en procesos referidos a: i) la llamada “parapolítica” ejercida durante varios comicios electorales; ii) los actos relativos a la compra de votos al interior del Congreso; o iii) las investigaciones recientes

sobre corrupción a nivel parlamentario o el hostigamiento a las propias cortes. Quisiera señalar que, desde el año 2002, Anif le ha dado aún más énfasis a este tema de la urgencia e importancia de mejorar el sistema judicial. Por ejemplo, en la Asamblea de Anif del año 2008, en plena discusión de una reforma al sistema (que posteriormente se archivó), y de un paro judicial que generó la declaratoria de conmoción interior, señalábamos que en los procesos judiciales que se ventilan en Colombia no se cumplen los términos previstos en los códigos de procedimiento casi nunca. Afirmábamos que la demora en el desarrollo de esos procesos hace que la duración de ellos sea, en casi todos los casos, varias veces superior a la prescrita, y que ese estado de cosas ha originado un exagerado inventario de casos atrasados, en número aproximado de tres millones, sobre los cuales no se tiene prácticamente ninguna información particular, debido a que los sistemas existentes son sumamente precarios a más de inexactos.

Señalaba también allí que “esta ineficacia de la justicia, que es común en los litigios civiles, ha sido causa



Luis Carlos Sarmiento Angulo, presidente del Consejo Directivo de Anif; Juan Manuel Santos, presidente de La República, y Sergio Clavijo, presidente de Anif.

creciente de la llamada criminalización de los conflictos privados”. De la experiencia se sabe que muchas veces los procesos civiles se convierten en procesos penales, cuando la gente resuelve actuar por su propia mano ante la desesperación que la invade si los organismos idóneos no resuelven oportunamente sus conflictos. Cuando se reciben las sentencias, que han tenido unos costos altísimos por la muy larga duración de los procesos, ya no son prácticas para las personas, porque han perdido oportunidad para los demandantes y los demandados. Por último, concluía que esta situación, lejos de resolverse con el tiempo, ha venido agravándose, año tras año, generando paralelamente sentimientos de frustración, impotencia y rabia. Luego, en 2011, en nuestra asamblea, Anif volvió a tratar este tema, en donde señalé: “Desde el inicio de su administración, presidente Santos, usted y su equipo de gobierno se han trazado la demandante tarea de asegurar el acceso a la justicia como un derecho fundamental para todos los ciudadanos, según está consagrado en nuestra Carta Política de 1991. De hecho, cabe recordar que el Artículo 228 de nuestra

Constitución señala que la “Administración de Justicia es función pública; sus decisiones son independientes (...)”; y también estipula que “los términos procesales se observarán con diligencia y su incumplimiento será sancionado”.

Hoy en día, pasados ya seis años desde la asamblea de 2008 y tres años desde la asamblea de 2011, la situación del sistema de la justicia en Colombia no muestra los progresos que

la Nación y sus ciudadanos anhelan. Por lo dicho en el año 2008 recibí muchas críticas y cuestionamientos, especialmente provenientes de la propia Rama Judicial. Durante varias semanas tuve que asimilar calladamente la arremetida que se publicaba día-tras-día en el principal diario impreso del país... ¿Adivinan ustedes a qué medio informativo me refiero? Infortunadamente, el discurrir del tiempo me ha dado la razón sobre las apreciaciones de la crisis por la cual ha venido transitando la Rama Judicial en Colombia.

Al tener en cuenta lo anteriormente señalado, cabe celebrar que en los inicios de su segunda Administración se estén discutiendo nuevamente interesantes propuestas sobre cómo “re-equilibrar los poderes” y sobre cómo ganar eficiencia en la Rama Judicial de Colombia. Al respecto, Anif ha venido destacando la importancia de continuar extendiendo la agilidad que provee la llamada “oralidad de los procesos”, vigente desde 2005, cubriendo ahora áreas de lo penal y laboral. También cabe destacar el mecanismo de “soluciones alternativas de conflictos”, aunque su impacto aún luce algo mar-

ginal. Muchas de estas alternativas y propuestas quedarían consignadas en el libro que publicó Anif en 2011 bajo el título de *Costos y eficiencia de la Rama Judicial en Colombia: políticas de choque operativo*.

Igualmente, durante su primera Administración, señor Presidente, se han tenido avances en la aprobación del Código de Procedimiento Penal; del Código Único del Proceso; en el Código de la infancia y adolescencia; en el nuevo Código Penitenciario y Carcelario; en el Código del Procedimiento Administrativo y de lo Contencioso Administrativo; y en la aprobación de la Ley de Arbitraje Nacional e Internacional, tal como usted bien lo señalaba recientemente con ocasión de celebrarse los 100 años del Consejo de Estado.

A pesar de estos avances, el ciudadano del común actualmente tiene una mala imagen del desempeño de la justicia en Colombia. Por ejemplo, un reciente sondeo de Gallup, de agosto de 2014, encontró que la imagen negativa de la justicia en el país había escalado al récord histórico del 79%. En general, la imagen de sus principales instituciones (Altas Cortes y las de la propia Procuraduría y Fiscalía) mostraba desplomes desde niveles favorables en el rango 60%-70% en los inicios de 2005 hacia una favorabilidad de solo un 32%-52% en agosto de 2014. Por todo lo anterior, teniendo en cuenta que la justicia es el elemento más importante y “transversal” a la hora de asegurar el bienestar de los ciudadanos, es necesario enfocar los esfuerzos en hacer que la justicia sea eficaz. Esa justicia debe ser más eficiente y cercana al hombre del común, tal como lo expresara en sus primeras declaraciones públicas el recién nombrado Ministro de Justicia, doctor Yesid Reyes. Para lograr este objetivo de eficacia y acercamiento al ciudadano del común, la propuesta de Anif consiste en impulsar dos tipos de reformas a la justicia, que si bien pueden avanzar en paralelo, deberán tener tramitaciones independientes. El primer com-

ponente es eminentemente operativo y es el más urgente e imprescindible. Este esfuerzo debe estar enfocado a lograr un verdadero desembotellamiento de la justicia, de tal manera que acabemos con rezagos históricos en la evacuación de los procesos. Si lo hacemos, resolveremos el problema del tiempo muerto que actualmente gravita sobre todos los procesos judiciales, que hoy bien puede representar entre dos y tres años, aun para los nuevos procesos, ya que estos tienen que esperar este lapso para iniciar su consideración, debido al gigantesco inventario de procesos que les anteceden.

El segundo componente de la propuesta de reforma a la justicia tiene un carácter más enfocado hacia un mejor “ordenamiento institucional”, el cual tiene que ver con repensar la capacidad nominadora de los magistrados, con los mecanismos de la elección de los magistrados y con determinar quiénes son los responsables de los organismos de control, al mismo tiempo que contribuye a evitar la politización de la Rama, lo cual es concordante con el objetivo de ser verdaderos “jueces de la República”.

Como ha sido una constante en los últimos años, Anif considera fundamental mejorar los mecanismos administrativos de la propia Rama Judicial. En buena hora, señor Presidente, durante su primera Administración se volvió a dotar al Ejecutivo de un Ministro

del Ramo, a partir de agosto de 2011, todo lo cual mejora las labores de coordinación del Estado con una Rama Judicial autónoma desde la Constitución de 1991, pero con obligaciones de responder conjuntamente con el Ejecutivo ante el ciudadano del común sobre la eficacia de la justicia.

De otra parte, tal como lo proponen los borradores de reformas que se vienen discutiendo, Anif considera que están en la dirección correcta las mejoras que el gobierno está proponiendo al Congreso para hacer más eficiente la administración de justicia, dentro de las que se encuentra el repensar el poder nominativo de las Altas Cortes, que permitiría que se concentren en el ejercicio propio de sus funciones y las liberaría de recibir todo tipo de presiones por los nombramientos que hacen, así como la eliminación de la rotación entre los miembros de estas Cortes.

También consideramos importante revisar las responsabilidades del Consejo Superior de la Judicatura, para liberarlo de los vicios del actual, con el propósito de que sea más eficiente y juicioso en la aplicación de sus tareas, y que pueda consagrarse a su misión constitucional de ser el «regente» de la justicia, ejerciendo, en cuanto a su función administrativa, los roles que tendría un gerente; esto es, manejar el presupuesto de toda la organización judicial; hacer los nombramientos de

**“ De una parte, el grueso de la población le reconoce a la Rama la “majestad” que ha mostrado a la hora de enfrentar los grandes temas de Estado, a nivel de las Altas Cortes (Constitucional, Corte Suprema de Justicia y Consejo de Estado). Pero, de otra parte, el hombre del común le reprocha a la Rama Judicial (en su conjunto), y con razón, su tardanza y falta de eficacia en el día-a-día; es una justicia que no le llega pronta al ciudadano. ”**



los jueces y los funcionarios administrativos de la Rama; proveer todos los espacios físicos necesarios para la decorosa y eficiente operación del aparato judicial, y producir toda la información estadística correspondiente a la ejecución de los procesos en forma oportuna y confiable.

La calidad de esta gerencia de la Rama Judicial debe ser tal que permita tomar las medidas necesarias para que cada día se pueda mejorar la aplicación de la justicia en Colombia. Además, será muy importante tener en cuenta que, para poder cumplir con estos compromisos, deberá estudiarse cuidadosamente el carácter multidisciplinario de esta gerencia de la Rama Judicial. Recordemos que la función central del hoy Consejo de la Judicatura no es la de impartir justicia a través de sus fallos, sino la de administrar todos los recursos humanos, económicos y tecnológicos para la óptima administración de justicia. En consecuencia, habrá que conseguir a los profesionales más idóneos para ese tipo de gestiones: administradores de empresas, ingenieros industriales, de sistemas, etc., y desde luego también los abogados que orienten y coordinen toda la labor para hacer más eficaz la gestión de esos profesionales.


Consideramos que es evidente, como lo hemos mencionado en ocasiones anteriores, la necesidad de dar un impulso inicial al sistema, de tal manera que se mejore su eficiencia y que se pueda aliviar el alto inventario de procesos que llevan años (¡o décadas!) esperando soluciones. Este impulso implica evidentemente destinar recursos económicos adicionales para mejorar sus necesidades logísticas: la tecnología con la cual opera el sistema, al mejor nivel, para hacer nuevos despachos judiciales y mejorar los actuales y para entrenar al personal. Esta inversión de recursos, que será necesaria en un principio, no debe ser permanente, porque en la medida en que se tecnifique la Rama Judicial y que se agilicen los procedimientos, se tendrán que generar



Luis Carlos Sarmiento Angulo, presidente del Consejo Directivo de Anif.

eficiencias que permitirán reducir el gasto del sistema en su conjunto.

Una vez la justicia se ponga al día y con esas facilidades, debería venir una disminución de la duración de los procesos, y ese tiempo deberá reflejarse en unas economías muy importantes en los costos. Es evidente que si se reducen los tiempos de duración de un proceso, se deberán reducir en forma paralela los gastos que involucra el mismo. Esta mayor eficiencia no implica que el sistema judicial se reduzca en su tamaño, sino que, con el tamaño actual, sea capaz de atender las mayores demandas que recibe de una nación en crecimiento como la nuestra. Sin embargo, el efecto más importante de contar con una administración de justicia eficiente será el incremento en la satisfacción de la gente en cuanto a la prestación del servicio, con indiscutibles ventajas para el país. Estoy sinceramente convencido de que el aporte más importante que le podemos hacer a las nuevas generaciones en materia de posconflicto tiene que ver con esta doble reforma a la justicia que hoy proponemos, tanto en su componente de mayor eficacia operativa, como en su dimensión de mejor ordenamiento institucional.

Quiero concluir estas reflexiones señalando que tengo fe en que Colombia está en el camino correcto. Soy un creyente de que cuando el país alcance la paz y tengamos una base fuerte en las instituciones judiciales, el sendero actual, claramente exitoso, será extraordinario y redundará en un muchísimo mejor porvenir para todos los colombianos. Para lograr estos objetivos, se requerirá de esfuerzos mancomunados público-privados, de mejor gestión estatal, y de fortaleza de las instituciones. Pero también será indispensable dar claras señales de que los recursos que se destinen para estos propósitos se aplicarán de la mejor manera, precisamente para no generar desazón en la inversión privada, tanto nacional como extranjera, la cual bien sabemos que actualmente se ubica en picos históricos. En últimas, el objetivo de trabajar conjuntamente por la paz y por la justicia, bien desde el sector público o desde el sector privado, es el mismo: todos buscamos generar riqueza para la comunidad, fortaleciendo de esta forma la clase media y edificando a través de ella una democracia más equitativa y, por lo tanto, más sostenible. 

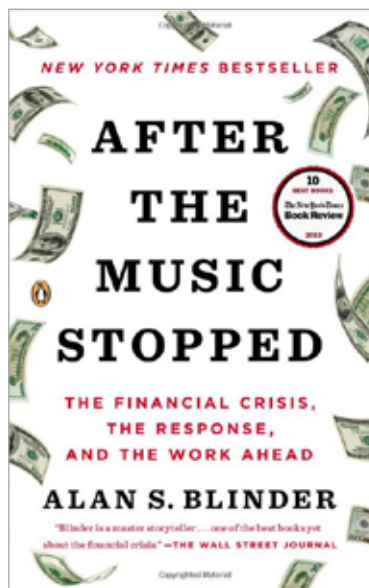
# Después de que la música cesó: La crisis financiera, sus respuestas y tareas pendientes \*

*Libro escrito por: Alan S. Blinder*

**Comentado por: Sergio Clavijo**

**S**obre la crisis financiera global 2007-2013 se ha escrito muchísimo y uno pensaría que ya todo se ha dicho. Entre ese extenso material cabe destacar las siguientes obras: por sus acertadas comparaciones históricas, la de Reinhart y Rogoff (2009); por la disección de los problemas a nivel microfinanciero, la de Lewis (2010); por la complejidad de su manejo político, la de Woodward (2012); y por sus lecciones poscrisis a nivel regulatorio, ahora surge esta amena y sesuda obra de Blinder (2013).

Su autor no solo es un destacado profesor de la Universidad de Princeton, sino que tuvo posiciones privilegiadas para ver (¿impávido?) cómo se iniciaba la gran expansión monetaria y crediticia durante la Administración Clinton; primero como asesor económico presidencial (1993-1994) y después, ni más ni menos, que como Vicepresidente del Banco de la Reserva Federal (FED), durante 1994-1996. En este sentido, no resulta gratuito que Blinder defienda, casi que a ultranza, lo actuado por el FED durante los años previos a la crisis, negando que existiera un “Greenspan-Put” durante 2000-2006 o que la FED hubiera cohonestado con la Administración Bush en la inflación-hipotecaria de esos años.



A duras penas Blinder acepta una “responsabilidad menor” por parte de la FED en dicha crisis (ver pág. 38ss), lo cual va en contravía de la visión de consenso que ha ido surgiendo poscrisis, donde la FED parece “haberse dormido al timón” hasta que se estrelló todo el sistema financiero, generando tamaña crisis sistémica que ha tomado más de siete años enderezar. La FED falló no solo en la provisión de excesiva liquidez, sino al no haber ampliado su marco regulatorio al área de los derivados (especialmente cuando se había dado el campanazo de 1998 con la quiebra del LTCM).

Pero, sobre todo, la FED falló por su baja calidad de supervisión y falta de liderazgo a la hora de coordinar los diferentes anillos de supervisión federal, estatal y municipal, para no entrar en las honduras de las “grandes zonas grises” no supervisadas de los bancos de inversión. Sus

\*Alan S. Blinder (2013), *After the Music Stopped: The Financial crisis, the response, and the work ahead* (Penguin Books, New York).

fallas han sido tan notorias, que aun personajes ortodoxos como Martin Wolf han virado hacia el extremo de sugerir la eliminación de la intermediación bancaria, que el FED difícilmente ha podido controlar, sustituyéndola por un sistema de respaldo uno-a-uno entre depósitos del público y bonos públicos (algo por cierto imposible de implementar), ver *The Economist* (2014).

La impresión que nos queda es que Blinder aplica bien su entendimiento macro-fiscal a la hora de diagnosticar la crisis, pero parecería no dimensionar en su justa proporción el apalancamiento generado por dichos derivados y, sobre todo, el daño causado por el escalamiento hipotecario *subprime*, explicado magistralmente, por ejemplo, por Lewis (2010).

A riesgo de sonar nosotros algo esquemáticos, creemos que Blinder defiende a la FED (Greenspan y Bernanke); critica las “opacas” actuaciones de Summers-Roubini al no contener las “zonas grises” no bancarias; y fustiga al Congreso cuando este quiso restarle autonomía al FED, liderados por los del *Tea-Party* (pág. 68 ss). Coincidimos con Blinder en sus profundas críticas al papel de las “agencias calificadoras de riesgo” y al nefasto papel desempeñado por las Juntas Directivas (incluidas las de Fannie-Freddy Mac y las de la aseguradora pública AIG) a la hora de no alinear apropiadamente los intereses de los CEOs con los de las firmas. Esto último habría de permitir los conocidos “paracaídas-de-oro”, donde entidades quebradas premian con bonos de millones de dólares a quienes las hundieron.

Blinder hace bien en destacar las acertadas actuaciones de la FED a la hora de los salvatajes del período 2008-2010. Si bien ese accionar ha tardado en dar sus frutos (dados los profundos daños causados, tanto en el sector monetario como en el real), dichos salvatajes han permitido que hoy Estados Unidos crezca a tasas cercanas al 2% anual (en 2013 y 2014), mientras que Europa se mantiene estancado en tasas promedio cercanas a cero en estos años. En términos de desempleo, tanto los impulsos

fiscales como monetarios han logrado reducirlo del 10% a cerca del 6% durante 2009-2014 en Estados Unidos, pero en Europa ese desempleo ha persistido a niveles del 11%-12%.

¿En qué radicó el relativo éxito del manejo de la crisis a través del instrumental monetario-fiscal en Estados Unidos? Una respuesta corta sería (en mis palabras) manejos heterodoxos monetarios-fiscales en el corto plazo (2008-2011), combinados con enderezamientos estructurales (aún incompletos) en el área de regulación-supervisión. En este último caso, Blinder aplaude lo logrado en la Ley Dodd-Frank de 2010, pero entra a calificar sus diferentes aspectos. Considera que dicha Ley se ha quedado corta en la regulación de los derivados, pero entiende bien las complejidades, por ejemplo, de aplicar la llamada “Regla Volcker” (Anif, 2014). También es cauto Blinder al señalar que dicha Ley no significa el “fin de las burbujas” o de las crisis financieras, aunque, en el fondo, sabe que difícilmente serán de la magnitud del período 2007-2014, una vez acotados los apalancamientos fuera del balance y acabada la zona gris de los bancos de inversión.

Para Blinder, la pieza magistral del salvataje financiero tuvo que ver con la forma ágil en que se estructuraron los paquetes, tras la quiebra de Lehman en septiembre de 2008. Si bien las adquisiciones ocurrieron de forma algo caótica, no uniforme, se evitó una corrida bancaria y los bancos de inversión terminaron siendo absorbidos, recapitalizados. Tal vez lo más importante


**Blinder hace bien en destacar las acertadas actuaciones de la FED a la hora de los salvatajes del período 2008-2010. Si bien ese accionar ha tardado en dar sus frutos, dichos salvatajes han permitido que hoy Estados Unidos crezca a tasas cercanas al 2% anual (en 2013 y 2014).**

es que esos bancos de inversión fueron vinculados al sistema bancario, para así poder darles acceso a las “ventanillas” de la FED. Esos paquetes TARP, TALP, ARRA (pág. 223) se estructuraron con gran oposición de los republicanos (pág. 276), por supuestas pérdidas públicas, pero la historia después demostraría que no fue así; una crisis que inicialmente se tasó en costos fiscales de cerca del 6% del PIB, probablemente terminó comprometiendo presupuesto por solo un 1% o un 2% del PIB.

Ahora bien, tal vez la parte más valiosa de este libro de Blinder tiene que ver con las lecciones y guías regulatorias hacia el futuro (ver págs. 429ss). A continuación comentamos brevemente los puntos más polémicos.

Problemas de riesgo moral. Dado que se dieron salvatajes a bancos, a hipotecas de hogares y se respondió por los saldos en las cuentas (inclusive elevando los límites del FDIC), hacia el futuro la FED tiene la tarea de dejar claro que esto no se repetirá con “dineros del público”. En este sentido se ha propuesto que las entidades con riesgo sistémico tendrán no solo que manejar indicadores de solvencia más estrictos, poniendo más capital fresco, sino que deberán estructurar “testamentos en vida” (de tal manera que, si entran en problemas, el supervisor ya cuenta con una serie de protocolos sobre cómo actuar para salvar la entidad). Estos testamentos deberán ser aprobados previamente por la FED.

No deberá existir más la autorregulación. Blinder califica de “oxímoron” (contradictorio) el principio de la autorregulación-financiera (ver pág. 434). Menciona que eso de la “disciplina del mercado” es una ilusión, pues los mercados se mueven por “espíritus animales” buscando riesgos y utilidades; luego, en realidad, le corresponde al Estado y a sus supervisores asegurarse de que los límites se estructuren adecuadamente y se hagan cumplir, con serias amenazas de prohibir su operación, y no simplemente diciéndoles que entonces paguen multas que, en el fondo, no frenan la toma de riesgos ilegales, ver Anif (2014b).

Control de los derivados. La solución consiste en exigir garantías e imponer límites a los apalancamientos; además, llevar esos riesgos a Cámaras Centrales de Contraparte. La buena noticia es que, globalmente, los mercados se han venido moviendo en esta dirección y, afortunadamente, Colombia no es la excepción (ver Anif-CRCC, 2014). 

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Anif (2014) “Límites en posiciones financieras especulativas: El caso de la Regla Volcker”, *Comentario Económico del Día* 5 de febrero.

Anif (2014b) “Supervisión financiera y el fin de la autorregulación en mundos pos-Lehman e Interbolsa”, *Comentario Económico del Día* 24 de septiembre.

Anif y CRCC (2013), “El papel de las Cámaras de Riesgo de Contraparte”, *CONTRAPARTE* No. 1, julio.

Lewis M. (2010), *The Big Short: Inside the Doomsday Machine* (W. W. Norton & Company, N.Y. - London); ver comentario de S. Clavijo en [http://anif.co/sites/default/files/uploads/Lewis\\_0.pdf](http://anif.co/sites/default/files/uploads/Lewis_0.pdf)

Reinhart C. M. and Rogoff K.S. (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton University Press).

*The Economist* (2014), “The World Economy: How to Fix a Broken System”, September 6th.

Woodward B. (2012), *The Price of Politics*, Simon & Schuster, N.Y.