

# **B** **BANCA** **& ECONOMÍA**

## **Reactivación y sostenibilidad el reto de Duque**

El Gobierno debe crear condiciones para lograr un crecimiento en la productividad y la inversión, insistiendo en una reforma no solo tributaria, sino pensional, educativa, tecnológica y catastral.



### **PANORAMA**

Yacimientos no convencionales: una alternativa diferente.

PÁG. 12

### **ANÁLISIS**

Seguridad digital en la banca: un enfoque local y regional.

PÁG. 40

### **TRIBUNA**

Por qué Colombia vuelve a comprar reservas internacionales.

PÁG. 52

# Portafolio

[www.portafolio.co](http://www.portafolio.co)

Avenida Eldorado N.º 68B - 70. Piso 3  
PBX: (1) 294 0100. Bogotá - Colombia

Diciembre 2018

DIRECTOR  
Ricardo Ávila Pinto

## Banca & Economía

EDITORA  
Rosa María Cárdenas Lesmes

COORDINADORA EDITORIAL  
María Camila Arévalo Jiménez

REDACCIÓN  
Luisa Gómez, Rubén López, Alfonso López,  
María Camila González, Andrés Quintero y  
Sebastián Londoño.

COLABORADORES  
Hernando José Gómez, Hernán Avendaño Cruz,  
José Palma Tagle y Flavia Santoro Trujillo.

DIRECTOR GRÁFICO CEET  
Beiman Pinilla

DISEÑO  
R3

FOTOGRAFÍA  
iStock, archivo CEET y archivo particular.

GERENTE  
María Cristina Amaya

PRODUCCIÓN  
Mario Benavides Sierra

PREPrensa  
Zetta Comunicadores



## ASOBANCARIA

### Asobancaria.com

Carrera 9 No. 74-08 Piso 9  
Tel.: (57 - 1) 3266600

PRESIDENTE  
Santiago Castro G.

### Banca & Economía

COMITÉ EDITORIAL  
Roberto Junguito  
Hernando José Gómez  
Carlos Gustavo Cano  
Ricardo Ávila Pinto  
Alejandro Vera  
Mónica Gómez  
Janeth Lilibiana Huérfano  
Germán Montoya  
Rogelio Andrés Rodríguez  
Carlos Alberto Velásquez  
Hernán Felipe Ramírez  
Paola Milena Gutiérrez  
Mauricio Galindo  
Rosa María Cárdenas L.  
María Camila Arévalo J.

Copyrights © 2018. Casa Editorial El  
Tiempo S.A. Prohibida su reproducción  
total o parcial, así como su traducción a  
cualquier idioma sin autorización escrita.



**32 PORTADA**  
Reactivación y sostenibilidad, el reto de Duque.



**24 MUNDO**  
¿Camino a la recesión?

**8**  
Editorial

**9**  
Eventos

**10**  
Monitor

**16**  
Panorama  
Venezuela: una migración de costos y oportunidades.

**18**  
Panorama  
Sin Hidroituango, el sistema eléctrico del país está de cabeza.

**20**  
Mundo  
¿Crisis de mercados emergentes, una advertencia para Colombia?

**37**  
Análisis  
Sector bursátil: a pasar del diagnóstico a la acción.

**42**  
Infografía  
Café colombiano a nivel interno y externo

## Diciembre 2018



**12 PANORAMA**  
Una alternativa diferente.



**28 INFORME ESPECIAL**  
Alerta Amarilla.

# CONTENIDO



**40 ANÁLISIS**  
Seguridad digital en la banca: un enfoque local y regional.



**48 REGIÓN**  
Por el nuevo 'petróleo'.

**44**

**Columna**

¡Cautela con el salario mínimo!

**52**

**Tribuna**

Por qué Colombia vuelve a comprar reservas internacionales.

**54**

**Conroversia**

Ley de financiamiento: ¿progresiva o regresiva?

**56**

**Columna**

La dominancia alimentaria de la inflación.

**58**

**Alta Gerencia**

¿Qué es un derivado?

**60**

**Indicadores**

**66**

**Caricatura**

# Febrero 2019



**46 ENTREVISTA**  
'Queremos que Finagro sea el mejor banco de desarrollo de América Latina.'



**62 ASOBANCARIA**  
Titularizaciones: vehículo para el crecimiento.

SANTIAGO CASTRO GÓMEZ  
Presidente de Asobancaria



*El Gobierno presentó la ley de financiamiento, la cual se espera genere recursos adicionales por 14 billones de pesos que permitan cubrir los faltantes del PGN y que simultáneamente impulse el crecimiento económico, la progresividad y la sostenibilidad fiscal de largo plazo.*

# Panorama retador

**L**os primeros meses del gobierno del presidente Duque han develado algunos de los grandes desafíos que enfrentará en los próximos años, así como los lineamientos que le llevarán a consolidar su agenda programática. En este contexto, el Presupuesto General de la Nación (PGN) del 2019 y la ley de financiamiento se presentan como los puntos de partida para atender dichos frentes y robustecer la sostenibilidad fiscal.

En lo referente al ámbito fiscal, la nueva realidad macroeconómica ha permitido incrementar los ingresos no tributarios y flexibilizar las condiciones de gasto aprobadas por el Comité Consultivo de la Regla Fiscal, dando mayor margen de acción a la administración Duque para introducir modificaciones en el PGN 2019. De acuerdo con lo aprobado en el trámite Legislativo, el monto de gasto pasó de 253,5 billones de pesos en el 2018 a 258,9 billones en el 2019, un crecimiento de 9,9 por ciento en pesos corrientes. Cabe señalar que los ingresos adicionales obtenidos por concepto de renta petrolera no resultan suficientes para dar cumplimiento a los compromisos consignados en el PGN, lo cual explica que el Gobierno se haya visto en la necesidad de buscar recursos adicionales para el próximo año.

Con este propósito, el Gobierno presentó la ley de financiamiento, la cual se espera genere recursos adicionales por 14 billones de pesos que permitan cubrir los faltantes del PGN y que simultáneamente impulse el crecimiento económico, la progresividad y la sostenibilidad fiscal de largo plazo.

La propuesta, al igual que otras de su naturaleza en el pasado, no ha estado libre de polémicas, en la medida que supone cambios sustanciales en el estatuto tributario.

Sobre sus posibles efectos, ahondaremos en la revista con el fin de enriquecer el debate.

Adicionalmente, en esta edición realizamos un análisis sobre las perspectivas económicas de Colombia en el próximo año, las cuales estarán marcadas por las preocupaciones sobre el desempeño del sector de la construcción, el repunte de la inversión, la aceleración del consumo de los hogares y las fuentes de vulnerabilidad externa, como lo son la normalización monetaria en los Estados Unidos y un ajuste bajista en el precio del petróleo.

Por otra parte, en esta entrega de Banca y Economía, el lector encontrará un análisis sobre el estado actual del mercado de capitales y los elementos más relevantes que serán tratados en la nueva misión conformada por el Gobierno.

Esta edición incorpora también un análisis sobre el papel especial de la ciberseguridad como motor y garante de la innovación. Este es un aspecto fundamental, debido a que la economía actual se encuentra migrando aceleradamente a la transformación e integración digital, ampliando la superficie tecnológica y profundizando posibles riesgos digitales. Frente a este panorama, se hace mención a los avances hechos desde la Asociación Bancaria y el sector financiero en materia de prevención y judicialización de los delitos informáticos, pasando por la cooperación internacional.

Los contenidos de este nuevo número de Banca y Economía presentan una prospectiva que resulta muy oportuna frente a los grandes cambios que vendrán sobre el panorama económico en los próximos meses.

De esa manera, esperamos, estimado lector, que el contenido de este número le resulte no solo ameno, sino que contribuya a enriquecer su análisis y visión sobre la coyuntura económica y política actual. **B**

»»  
**21° CONGRESO DE TESORERÍA**

Entre el 31 de enero y el 1° de febrero del 2019, Asobancaria llevará a cabo este evento en el Hotel Hilton, de Cartagena.



»»  
**10° FORO DE VIVIENDA**

En el JW Marriott Bogotá, se hará este foro organizado por Asobancaria el 27 de febrero.



»» **10° CONGRESO DE ACCESO A SERVICIOS FINANCIEROS Y MEDIOS DE PAGO**

En el Centro de Eventos Valle del Pacífico, Cali, se realizará este congreso los días 28 y 29 de marzo, organizado por Asobancaria.



»» **54° CONVENCION BANCARIA**

Junio 5, 6 y 7

El Centro de Convenciones de Cartagena será la sede de la Convención Bancaria, que anualmente organiza Asobancaria.



««  
**3° CONGRESO DE SOSTENIBILIDAD**

Asobancaria organiza este congreso para los días 9 y 10 de mayo, el cuál se realizará en en el hotel JW Marriott Bogotá.

## LA CIFRA

(Petróleo Brent)



# US\$ 72,61

alcanzó el precio del barril de petróleo con referencia Brent en los primeros días del mes de noviembre del 2018, estableciendo un crecimiento anual que, a octubre, bordeó el **23 por ciento**. Estos niveles de cotización del crudo continúan superando las previsiones del Gobierno para el 2018, cercanas a los **US\$60**.

## INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA Y PORTAFOLIO

El Banco de la República reportó que las variaciones año corrido hasta octubre de 2018 de los flujos de Inversión de Extranjera Directa (IED) y de Portafolio continúan evidenciando un comportamiento negativo. En el caso de la IED, se experimentó una disminución cercana a **13,2 por ciento**, mientras que la Inversión Extranjera de Portafolio se contrajo en **46,1 por ciento**.

## DESEMPLEO

El Dane reportó que la tasa de desempleo del trimestre julio-septiembre del 2018 registró un leve deterioro, cercano a **12 pb**, frente al mismo trimestre del 2017, alcanzando un nivel de **9,5 por ciento**. En este periodo, la población empleada se mantuvo en cerca de los **22,6 millones**, cifra mayor que los **22,3 millones** del tercer trimestre del 2017. Entre tanto, la dinámica del mercado laboral muestra que las ciudades con menor desempleo son Bucaramanga (**8,0 por ciento**), Pereira (**8,3 por ciento**) y Cartagena (**8,5 por ciento**), mientras que en Quibdó, Cúcuta y Armenia los niveles superan el **16 por ciento**.



## INFLACIÓN

Al mes de octubre del 2018, la inflación anual alcanzó un nivel de **3,33 por ciento**, contabilizando así una caída de **72 pb** con respecto al nivel que se tenía para el mismo periodo del 2017. Esta disminución de los precios estuvo principalmente explicada por el comportamiento de la inflación de alimentos y bienes transables, cuyas variaciones mensuales fueron de **-0,04 y -0,1 por ciento**, en su orden.



## EXPORTACIONES

En septiembre del 2018, las exportaciones crecieron a un ritmo anual de **3,8 por ciento** real, impulsadas por la expansión de las exportaciones de combustibles (**12,3 por ciento**) y de las manufacturas (**1,5 por ciento**). Entre las exportaciones de los productos de las industrias extractivas se destacaron las de petróleo crudo y gasóleos, cuyas contribuciones al crecimiento fueron de **21,5 y 5,1 pp**, respectivamente. Acerca de las exportaciones del sector industrial, las mayores contribuciones fueron las de ferróníquel (**3,9 pp**), polímeros de propileno (**1,8 pp**) y estructuras de aluminio (**0,7 pp**).

## MOVIMIENTOS EN LA BANCA

Recientemente, el sector bancario ha experimentado una renovación en los cargos presidenciales de algunas entidades financieras, en la que se destacan los nombramientos de **Francisco José Mejía** en Banco Agrario, **César Prado Villegas** en Banco de Occidente, **María Lorena Gutiérrez** en Corficolombiana, **Dairo Estrada** en Finagro y **Sandra Gómez** en Findeter. A todos ellos les deseamos los mejores deseos en sus nuevos cargos.



# Una alternativa diferente

Los yacimientos no convencionales le dejarían al país 1,5 billones de pesos anuales en ingresos fiscales y generarían durante su vida útil 2.500 millones de dólares en regalías y 5.000 empleos, entre directos e indirectos.

**E**l desarrollo de Yacimientos No Convencionales (YNC) es un buen negocio para Colombia. Según la Asociación Colombiana del Petróleo (ACP), su operación le representaría al país una posibilidad de generar ingresos fiscales por 1,5 billones de pesos anuales en impuestos, derechos económicos contractuales, dividendos y regalías durante la vida útil de un proyecto tipo.

En ese sentido, el más reciente informe económico elaborado por la

Vicepresidencia de Asuntos Económicos y Regulatorios de la ACP, presenta, por ejemplo, un análisis de los beneficios que traería en el futuro el eventual desarrollo de este tipo de yacimientos con la técnica del *fracking*.

“En una coyuntura como la actual, en la que la sostenibilidad fiscal del Estado no está garantizada, los YNC representan una oportunidad para Colombia con el fin de generar los recursos requeridos para financiar los programas del Gobierno Nacio-

nal y el desarrollo social de los colombianos”, afirma Francisco José Lloreda Mera, presidente de la ACP.

El documento señala, a manera ilustrativa, que si se compara el aporte anual en impuesto a la renta de un proyecto YNC con respecto a las actividades de otros sectores, se encuentra que equivale a dos veces el pago de este tributo en la fabricación de cemento en un año. Así mismo, representa seis veces la tributación anual de todos los cultivos de flores, significa 15 veces el impuesto que





**El Estado es el que recibe la mayor parte de la renta que genera un proyecto de YNC, pues le corresponde aproximadamente el 55 por ciento de la renta líquida del proyecto, mientras que el inversionista obtiene el 45 por ciento.**



pagan todos los cultivos de palma y se asemeja a 55 veces el del sector arrocero en un año.

“Cabe resaltar que el Estado es el que recibe la mayor parte de la renta que genera un proyecto de YNC, pues le corresponde aproximadamente el 55 por ciento de la renta líquida del proyecto, mientras que el inversionista obtiene el 45 por ciento restante. Lo anterior, aun con un régimen fiscal más atractivo que los

yacimientos convencionales, principalmente en materia de derecho por precios altos y tarifas de regalías”, señala el contenido del estudio en uno de sus apartes.

#### **Impulso regional**

Así mismo, el citado informe destaca el impulso al desarrollo regional y el efecto positivo que un solo proyecto de YNC podría representar producto de la generación de 5.000

empleos, entre directos e indirectos; la generación de 2.500 millones de dólares por concepto de regalías, y un efecto multiplicador en impuestos locales asociados a la cadena de bienes y servicios.

“Los efectos positivos se deben a que, con la extensión de estos proyectos, se necesita gran cantidad de mano de obra calificada y no calificada, pues requieren inversiones permanentes e importantes a largo plazo





**El desarrollo de los YNC en los departamentos productores no solo ampliaría y fortalecería la calidad de vida para los habitantes en las zonas de influencia, sino que desencadenaría un progreso sostenido.**

»»»

durante su vida útil, donde se perfora una gran cantidad de pozos y se desarrollan actividades particulares en las campañas de estimulación hidráulica”, señala el informe económico de la ACP.

Así, el desarrollo de los YNC en los departamentos productores no solo ampliaría y fortalecería la calidad de vida para los habitantes en las zonas de influencia, sino que desencadenaría un progreso sostenido.

En lo relacionado con seguridad energética, el informe estima que este tipo de yacimientos permitirían incrementar las reservas de hidrocarburos del país (en etapa de declinación), y generar excedentes para exportar.

#### **Futuro potencial en reservas**

De acuerdo con cálculos de la ACP, Colombia cuenta con un po-

tencial de recursos de YNC de entre 3.000 millones y 9.000 millones de barriles equivalentes de Petróleo (Mbep), es decir entre 2 y 6 veces las reservas probadas actuales de crudo.

“Los YNC se proyectan como grandes aliados, pues permitirían incrementar las reservas necesarias para satisfacer la demanda nacional en el mediano y largo plazo. Lo anterior, teniendo en cuenta que las existentes se encuentran en declinación por tratarse de campos maduros, así como la insuficiencia para reponer las reservas consumidas, como bien señala el Plan Indicativo de Abastecimiento de Combustibles Líquidos de la Unidad de Planeación Minero Energética (Upme)”, subraya el estudio.

Al respecto, el presidente de la ACP recalca que “las reservas de petróleo provenientes de yacimientos



**De acuerdo con cálculos de la ACP, Colombia cuenta con un potencial de recursos de YNC de entre 3.000 y 9.000 millones de barriles equivalentes de petróleo (Mbep), es decir entre 2 y 6 veces las reservas probadas actuales de crudo.**

convencionales se están agotando y en los últimos años hemos registrado una baja incorporación, tanto en crudo como en gas. Este escenario no solo amenaza la autosuficiencia energética de Colombia, sino que agrava el problema macroeconómico. De ahí la importancia de incentivar la exploración y producción en nuevas fronteras geológicas, incluidos los YNC”, añadió.

Finalmente, el informe presenta, con base en estudios académicos y de centros de investigación independientes, una revisión general de la experiencia internacional en la que evalúa los casos de Estados Unidos, Canadá, Argentina y Reino Unido.

Resalta además que dichos estudios, adelantados por universidades y centros de investigación independientes, concluyen que los beneficios de los YNC para las comunidades superan las expectativas. “Los potenciales impactos negativos no han sido suficientemente concluyentes para vetar la actividad, puesto que



un marco regulatorio exhaustivo y robusto, puede ayudar a la prevención y mitigación de los mismos”, indica el contenido del texto.

Este análisis realizado por el gremio petrolero del país concluye que los potenciales impactos negativos de los YNC no han sido suficientemente concluyentes para vetar la actividad, al tiempo que sus beneficios superan las expectativas, tanto para las comunidades como para las economías.

“La experiencia de estos países que llevan décadas de trabajo ha permitido mejorar las tecnologías y las prácticas operacionales para mitigar los riesgos de la actividad. Todo esto ha sido recogido en los altos estándares de la normatividad colombiana vigente, y desde la industria confiamos en que esto sea suficiente para darle una oportunidad al desarrollo de estos recursos en el país”, puntualiza Llorede Mera. **B**

# Venezuela: una migración de costos y oportunidades

La masiva llegada de ciudadanos del vecino país está obligando a Colombia a hacer grandes esfuerzos financieros, pero, a su vez, abre la puerta a otras oportunidades que podrían impulsar el desarrollo del país.

Según las últimas estimaciones del Banco Mundial (BM), de los más de 2,3 millones de venezolanos que se han visto obligados a salir de su país por la grave situación económica, más de 1,2 millones estarían en Colombia, una situación que, como han puesto de relieve las autoridades, supone grandes retos, tanto económicos como sociales.

Esta coyuntura podría ser más notoria, pues la Organización de las Naciones Unidas estima que esta salida masiva ya sería de tres millones, al tiempo que la ONG International Rescue Committee (IRC) advirtió a mediados de este mes que la cifra de llegada a Colombia podría duplicarse en los próximos seis meses y alcanzar así los dos millones de personas.

Ante esto, el esfuerzo fiscal que ha tenido que realizar el país para acoger a los migrantes ha sido relevante. De acuerdo con el informe realizado por el BM, “el impacto fiscal de la migración en Colombia supone un gran reto en el corto plazo, dado que se estima que en el 2018 se requeriría entre 0,26 por ciento y 0,41 por ciento del PIB para proveer acceso a servicios a la población retornada y migrante elegi-



ble a un nivel similar al suministrado a la población local”.

Estas estimaciones serían ligeramente inferiores a las que también realizó el Gobierno Nacional, que cifró en 0,5 por ciento del PIB el impacto que le generaría a la economía nacional esta llegada, es decir, cerca de 4,5 billones de pesos.

Es por esto, precisamente, que el alto costo para el país supone un gran reto, como afirmó el canciller Carlos Holmes Trujillo durante la presentación del informe del BM en Bogotá, “Colombia siempre ha adoptado una posición de solidaridad en esta crisis, ha hecho grandes esfuerzos y seguirá haciendo más, pero también es cierto que la situación nos desborda”.

De una u otra forma, la atención y la necesidad de proveer servicios a los migrantes son los factores que explican este costo fiscal. De hecho, tomando como referencia un costo de 0,26 por ciento del PIB, 0,09 por ciento de esta se destinaría a la educación de los migrantes, pues hay hasta 233.000 personas que podrían ser estudiantes, mientras que el 0,07 por ciento iría a la salud, puesto que se han atendido a unos 25.000 ciudadanos frente a los 125 de 2014. Asimismo, el 0,03 por ciento iría a primera infancia y atención familiar, el 0,05 por ciento a apoyo humanitario y el 0,01 por ciento a vivienda.

Sumado a esto, el BM también resaltó un impacto indirecto, sería “necesario hacer inversiones en infraestructura a mediano plazo para ampliar la red de servicios en áreas receptoras, particularmente en educación, salud y agua y saneamiento”.

Como apunta Ronal Rodríguez, investigador del Observatorio de Venezuela, de la Universidad del Rosario, “los indicadores sociales de Colombia se ven afectados por la llegada de los migrantes venezolanos, las cifras de salud, educación y pobreza, entre otras, empiezan a evidenciar las dimensiones de la crisis. El gobierno chavista no



entrega información oficial en materia social desde el 2006, y económica no lo hace desde el 2014, pero con el paso de volúmenes importantes de población se ha evidenciado la reaparición de enfermedades controladas, los bajos niveles educativos y el empobrecimiento de la sociedad venezolana, sin embargo, dichos datos afectarán el registro colombiano”.

Frente a esta situación, el Gobierno Nacional ha adelantado diversas estrategias de acción para minimizar, tanto como sea posible, el choque y que han estado centradas en tres áreas: una nacional, en la que se destaca la elaboración de un documento Conpes que englobe todas las medidas a adoptar; una regional, con la creación de un fondo de emergencia que ayude a la coyuntura y a la celebración de reuniones a nivel Latinoamérica para adoptar pasos conjuntos con otros países afectados como Ecuador, Brasil y Perú, entre otros, y, por último, una de carácter multilateral, que busca la creación de un delegado de la ONU para el caso, o la de una red de ayudas financieras.

Ahora bien, cabe resaltar que la migración también ofrece un lado



### **Según el Banco Mundial, “el impacto fiscal de la migración en Colombia supone un gran reto en el corto plazo, dado que se estima que en el 2018 se requeriría entre 0,26 por ciento y 0,41 por ciento del PIB para proveer acceso a servicios”.**

amable. El viceministro de Hacienda, Andrés Pardo, ha dejado claro que “si manejamos bien la situación, el impacto fiscal en los próximos años puede ser positivo”. Esta es una idea que apoya el BM al asegurar que si se da una llegada de 0,5 millones de venezolanos en edad de trabajar, esto podría suponer una aceleración de la economía nacional de 0,2 por ciento, explicada “por un aumento en el consumo de 0,3 por ciento y de la inversión en 0,2 por ciento”. El informe resalta, además, que “a pesar de los impactos negativos en el corto plazo, la evidencia sugiere que, tomando las decisiones adecuadas de política, la migración tiene el potencial de generar crecimiento en Colombia”.

Asimismo, la Cámara de Comercio Colombo Venezolana también hizo sus propios cálculos. Definió que la llegada de nacionales al país ha generado un ingreso directo de divisas por un valor cercano a 1.500 millones de dólares, a lo que habría que sumar los más de 3.000 millones de dólares que se podrían contar de la población de retornados colombianos o las inversiones y creaciones de empresas que está causando.

Así las cosas, es innegable que la migración desde Venezuela está obligando a Colombia a hacer grandes esfuerzos financieros, pero, a su vez, está abriendo la puerta a otras oportunidades que podría generar mayor desarrollo y riqueza en el país. **B**



# Sin Hidroituango, el sistema eléctrico del país está de cabeza

Además de verse afectada la comercialización, ya que se habría proyectado la compra y venta de energía con tarifas competitivas para los usuarios, el sistema eléctrico tendría el plan de contingencia establecido solo hasta mediano plazo.

**N**o cabe duda de que la emergencia en la Central Hidroeléctrica de Ituango (Hidroituango) no solo puso de cabeza el sistema eléctrico nacional, sino que descuadró las cuentas de quienes ya hacían planes para la

comercialización en el suministro de corriente.

Así, muchos de los clientes que tenían negociaciones avanzadas con el grupo EPM (dueño del proyecto), para comenzar a suministrar la energía que les iba a entregar el complejo hidroeléctrico desde la primera semana de diciembre próximo, como estaba

programado, se quedaron con los brazos cruzados. No obstante, el conglomerado antioqueño, curándose en salud, y antes de la entrada en operación, venía desarrollando el modelo de negocio que solo, hasta el momento de entregar la energía, los comercializadores hacían el respectivo pago.

Como lo aseguró Jorge Londoño

de la Cuesta, gerente de EPM, en los primeros días de la emergencia, que “por seguridad y para el 2019 se había establecido una modalidad de convenio que se denomina ‘pague lo generado’, es decir, si se producía la energía, EPM estaba obligado a venderla, pero si no la generaba, no la vendía”.

Esto le permitirá al conglomerado antioqueño que solo hasta la entrada en operación de Hidroituango, la cual está inicialmente programada para finales del 2021, podrá adquirir nuevamente compromisos contractuales con aquellos clientes con los que ya se había avanzado en la negociación.

Mientras esto sucede, a los demandantes no les quedó más remedio que acudir a otros oferentes para reemplazar los contratos (muchos de los cuales solo les faltaba la firma) para la entrega de energía con la que contaban y que proveería Hidroituango. Así, los proyectos de generación de Isagen, Chivor, Celsia, y las plantas térmicas en el país se convirtieron en la tabla de salvación, y le están tendiendo la mano a los clientes que antes estaban con EPM para vender energía en contratos a largo plazo.

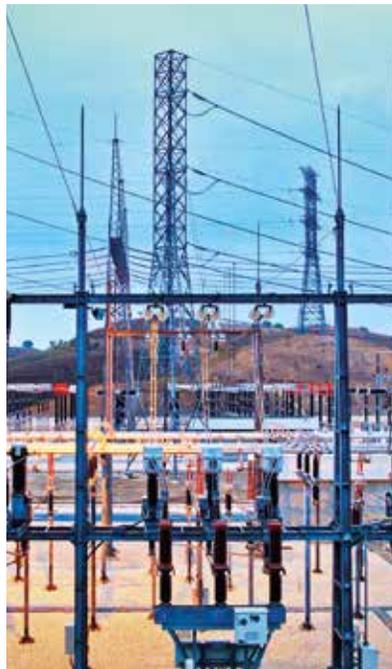
Y el costo que les ha tocado pagar por esta energía ha sido alto. Las tarifas se han incrementado en más del 10 por ciento, es decir que si antes se pagaba 180 pesos por kilovatio hora (Kw/h), ese precio ha superado en algunas ocasiones los 205 pesos Kw/h.

Sin embargo, el panorama no está del todo despejado, ya que solo hasta mediano plazo se podría suplir los kilovatios de energía que no alcanzó a entregar Hidroituango. Bajo este escenario, el Estado no ha despejado la incógnita de cómo hacerlo a largo plazo.

“Ante escenarios hidrológicos críticos, se observa que a partir del 2022 podrían presentarse momentos en los cuales no se cumplan los indicadores de confiabilidad establecidos por la



## La emergencia en Hidroituango no solo descuadró el sistema eléctrico nacional, sino también las cuentas de quienes ya hacían planes para la comercialización en el suministro de corriente.



reglamentación vigente, es decir, periodos con déficit entre la oferta y la demanda de energía eléctrica en el Sistema Interconectado Nacional (SIN)”, señaló en su momento un comunicado de XM, administrador del Mercado de Energía Mayorista.

El mensaje también resaltaba que para el 2022, la energía en firme, es decir, la máxima energía eléctrica ante hidrologías críticas que son capaces de entregar las plantas de generación du-

rante un año de manera continua, y que poseen los recursos de generación del país, es superada por la demanda proyectada en los escenarios medio y alto definidos por la Unidad de Planeación Minero Energética (Upme).

“Por la gravedad del problema de Hidroituango, el sector eléctrico queda expuesto en los próximos años a faltantes de suministro eléctrico, con posibilidades de apagón”, señaló en Portfolio Isaac Dyner, decano de Ciencias Naturales e Ingeniería, de la Universidad Jorge Tadeo Lozano.

El catedrático resaltó en su texto de opinión que la Upme y la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG) planearon que esta central eléctrica entrara gradualmente en operación a partir del presente año, de forma que pudiera satisfacer la creciente demanda eléctrica del país; por tanto, se requiere reemplazarla de manera inmediata.

Pero como esto no fue posible —dice el Decano—, el país está expuesto a dificultades de suministro en el futuro, particularmente si volviera a ocurrir una sequía similar a la del 2016, lo cual no puede descartarse. “Si bien hoy podemos asegurar, con cierta certeza, que por las actuales condiciones de lluvias el sistema no se estresará pronto, no podemos tener seguridad de lo que pueda ocurrir a partir del segundo semestre del 2019, ni tenemos un plan concreto para los años siguientes. Esto es grave y nos pone frente a retos difíciles”, resaltó Dyner.

Por su parte, Arboleda, señaló que “nuestros análisis ratifican la importancia de Hidroituango, es por lo que, ante su retraso, será necesario un mayor aporte por parte del parque generador actual y cobra vital importancia incentivar la entrada de proyectos de generación con bajos tiempos de construcción y de generación distribuida en el SIN, así como mecanismos de respuesta a la demanda”. **B**

# ¿Crisis de mercados emergentes, una advertencia para Colombia?

Aunque el país se ha salvado de dificultades en su economía como las que viven Turquía o Argentina, la tendencia a la baja de los precios del petróleo podría amenazar su estabilidad.



**E**l terremoto que generó la normalización monetaria por parte de los principales bancos centrales del mundo hizo eco en las economías emergentes con déficit fiscales y en cuenta corriente. Como consecuencia, los principales damnificados fueron sus monedas locales, las cuales mostraron significativas devaluaciones, como pasó con Argentina, que registró un incremento de alrededor del 79 por ciento en el precio de su peso frente al dólar en lo corrido de este año.

Esa crisis, según varios analistas, promete mantener su ritmo. Uno de ellos es Juan David Ballén, director de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa, quien augura que la situación de los emergentes puede continuar. “Este choque en los países se mantendrá debido a que la normalización de la política monetaria a nivel mundial apenas está comenzando y, por ende, la fortaleza del dólar”, explica.

De hecho, detalla que esta es apenas una de las tantas etapas de la crisis. “Lo que ha sufrido Argentina ha sido apenas el comienzo. Hay que tener en cuenta que todas las reformas estructurales que debió haber hecho ese país no se dan de la noche a la mañana, a pesar de haber recibido el apoyo del Fondo Monetario Internacional (FMI), por lo cual es posible que la nación presente choques más adelante. Por otra parte, recuperarse de la crisis actual le tomará mucho tiempo, toda vez que la fuerte devaluación ha elevado la inflación y producido, por



consiguiente, un incremento significativo de las tasas de interés. Ello hará que su economía se desacelere”, indica el analista.

Además del manejo errático de la política monetaria en dichos países, hay otros factores, hay otros factores que se suman al mal ambiente que están viviendo sus economías. Entre ellos están las deterioradas expectativas de crecimiento en el mundo, la guerra comercial que libra Estados Unidos con varias naciones, como China, el incremento de las tasas de interés y la debilidad de Europa.

El profesor Carlos Arcila, líder del Centro de Investigación de Mercados Financieros (Cimef) de la Universi-

»»



**Según Fedesarrollo, para Colombia la alta dependencia de las actividades minero-energéticas y el lento crecimiento de las otras exportaciones ponen en peligro la estabilidad macroeconómica.**



»»»

dad de Los Andes, es igualmente pesimista. “Parece que estos factores continuarán presentes para el 2019, lo que podría impactar y poner presión al crecimiento de los países emergentes. Lo anterior podría mantener una corrección en precios, acelerando la volatilidad en el mercado accionario y de renta fija”, asevera el académico.

En cuanto a Colombia, Ballén dice que la situación que han vivido países como Turquía, Suráfrica, Argentina e India, entre otros, todavía no es una preocupación latente en el país, pero sí una señal de alerta. “Colombia cuenta con un déficit gemelo. Sin embargo, el choque externo ha sido inferior al de otros emergentes por los elevados niveles en que se ha mantenido el precio del petróleo”, recalca.

Pese a que el país ha sido ajeno a la crisis, el experto advierte que si los precios del petróleo mantienen una tendencia a la baja, los estragos de las economías emergentes se empe-

zarían a sentir con más fuerza en la economía nacional. “Si el precio del hidrocarburo comienza a descender, quedaríamos completamente expuestos a un choque similar al del resto de países emergentes”, señala Ballén.

En ese sentido, un informe de la Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo (Fedesarrollo), que da algunas recomendaciones para que Colombia pueda tener un crecimiento económico superior al 4 por ciento, indica que uno de los ‘talones de Aquiles’ del país es la alta dependencia que tienen las finanzas públicas de las dinámicas del crudo. “En el caso colombiano, la situación es particularmente grave, pues la elevada dependencia de las finanzas públicas de los ingresos provenientes de las actividades minero-energéticas y el lento crecimiento del resto de las exportaciones ponen en peligro la tradicional estabilidad macroeconómica,



**Colombia cuenta con un déficit gemelo. Sin embargo, el choque externo ha sido inferior al de otros países emergentes por los elevados niveles en que se ha mantenido el precio del petróleo.**

y hace en extremo difícil el cumplimiento con la regla fiscal”, señala.

Lo anterior se traduce en que, si Colombia quisiera salvarse de las crisis de los mercados emergentes, tendría que empezar a romper dicha dependencia. Para el directivo de Casa de Bolsa, “sería ideal que el país diversificara la economía teniendo en cuenta que la alta dependencia al petróleo nos dejará expuestos a choques externos cuando el precio del crudo descienda”.

Otra solución con la que la economía nacional podría protegerse de una crisis como la que vive Turquía o Argentina es la de aterrizar las reformas que se han venido anunciando, sumado al fomento de la inversión extranjera, según los dos analistas. “Para blindarse, el Gobierno debería continuar con una política monetaria que impulse el crecimiento económico del país y mantenga controladas las principales variables macroeconómicas (inflación, crecimiento, desempleo y deuda). Asimismo, debería fomentar e impulsar una política fiscal responsable y realizar las reformas estructurales necesarias que aseguren las finanzas, competencia y crecimiento”, concluye Arcila. **B**





# ¿Camino a la recesión?

Como lo muestra la experiencia, si lo que pesa en los inversionistas es su percepción del vecindario, habrá un efecto contagio que ponga en riesgo a las economías emergentes. Países como Colombia, que hasta ahora son percibidos como de menor riesgo, podrían ser afectados.

» HERNÁN AVENDAÑO CRUZ  
Director de Estudios Económicos de Fasecolda.

**U**n número creciente de analistas prevé una recesión en las economías desarrolladas hacia el 2020. Pero las políticas económicas que ellas vienen adoptando también aumentan el riesgo de desaceleración de las economías emergentes.

La Reserva Federal aumentó su tasa de intervención—desde el rango de 0 por ciento a 0,25 por ciento, hasta el actual entre 2 por ciento y 2,25 por ciento— y se espera que lo siga haciendo en diciembre del 2018 y durante el 2019. El Banco Central Europeo siguió recortando el monto de compra de títulos y anunció que su tasa de interés comenzará a incrementarse en enero.

Esas decisiones propiciaron un mayor flujo de capitales hacia Estados Unidos, la apreciación del dólar y de las divisas de otras economías desarrolladas, una salida neta de capitales de las economías emergentes, la fuerte depreciación de las monedas de estos países y el aumento en

»»



## El incremento de la tasa de intervención de la Reserva Federal y el Banco Europeo, sumado a una guerra comercial y a factores internos, como las malas decisiones de política económica, pueden desencadenar una crisis de las economías emergentes.

»»»

la percepción de riesgo por parte de los inversionistas internacionales.

Estos factores externos, sumados a una guerra comercial y a malas decisiones políticas en el ámbito local, pueden desencadenar desencadenar una crisis de las economías emergentes.

Durante la crisis mundial del 2008 y el 2009, la mayor parte de las economías emergentes pudo implementar políticas fiscales y monetarias expansivas que les amortiguaron el impacto de la contracción de la demanda mundial. En los años siguientes hubo países que iniciaron procesos de consolidación fiscal, aprovechando los recursos del auge de precios internacionales de los productos básicos, y aumentaron las tasas de interés de sus bancos centrales, especialmente por las presiones inflacionarias generadas por la depreciación de las monedas con el choque petrolero.

Pero en la actual coyuntura hay aspectos que aumentan la probabilidad de crisis. No todos los países completaron la consolidación fiscal, pues una parte de los ingresos derivados del auge de los precios internacionales de los productos básicos fue orientada a un mayor gasto. Además, la abundante liquidez global y las bajas tasas de interés desde la crisis mundial del 2008 y el 2009 indujeron un alto endeudamiento de gobiernos y empresas privadas, lo que

los hace muy vulnerables a subidas en las tasas de interés y a las depreciaciones cambiarias. De ahí que diversos analistas perciban un aumento del riesgo de default.

La prolongada etapa de bajas ta-

sas de interés está terminando porque los procesos de normalización de la política monetaria en las economías desarrolladas y el surgimiento de mayores presiones inflacionarias llevan al aumento de las tasas de intervención de los bancos centrales. En el caso de Estados Unidos, esa tendencia se ve acentuada por la situación de pleno empleo y por el efecto de los estímulos fiscales en el crecimiento de la demanda agregada.

El FMI señala que la inflación en las economías desarrolladas se puede acelerar más de lo previsto, lo que endurecería las políticas monetarias, induciendo mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales y la imposición de condiciones más restrictivas para los países que conserven el acceso a nuevos recursos.

Las cifras indican la alta probabilidad de hacer efectivos los riesgos de recesión en el mundo emergente. Según la Unctad, la deuda total de las economías emergentes y en transición llegó a 7,64 billones de dólares en el 2017 y creció al 8,5 por ciento anual desde el 2008. La misma fuente señala que el endeudamiento del sector privado de las economías emergentes y en desarrollo creció de forma explosiva; su participación en la deuda mundial pasó de 7 por ciento a 26 por ciento entre el 2007 y 2017. Además, el crédito a empresas no financieras, que en el 2008 era el





56 por ciento del PIB, llegó al 105 por ciento en el 2017.

Para ese organismo, “la vulnerabilidad se refleja en los flujos de capitales transfronterizos, que no solo son más volátiles, sino que han pasado a ser negativos para el conjunto de los países emergentes y en desarrollo desde finales del 2014, habiendo sido la salida de capitales especialmente cuantiosas en el segundo trimestre del 2018”. Los movimientos netos de capital a estos países fueron positivos hasta comienzos del 2018 y luego se volvieron negativos, contribuyendo a la presión para la depreciación de las monedas.

Las cifras y los hechos mencionados generan señales de alerta. Renombrados analistas están llamando la atención sobre los riesgos actuales y el escaso margen de maniobra que tienen los países para implementar políticas contracíclicas que permitan frenar los riesgos de crisis cambiarias y de *default*.



**Se acercan tiempos de turbulencias. Si bien hay economías emergentes que han implementado buenas políticas económicas y poseen margen para adoptar medidas contracíclicas, existen otras que tienen un alto grado de exposición a las depreciaciones y las salidas de capital.**

El nobel de economía, Paul Krugman, afirma que “se ha vuelto al menos posible imaginar una crisis autorreforzadora del estilo clásico de 1997-1998: las caídas de las monedas de los mercados emergentes causan un estallido de la deuda corporativa, causando estrés en la economía y una mayor caída de la moneda”.

La Unctad resalta el riesgo im-

plícito en la entrada de inversiones de portafolio a las economías emergentes, pues se trata de capitales altamente sensibles a los cambios en las condiciones financieras del mundo, como las que se vislumbran a partir de las decisiones mencionadas en las economías desarrolladas.

Señala este organismo que “en muchas economías emergentes, los cambios en sus balances externos de deuda a capital (tanto en el activo como en el pasivo) entre el 2000 y el 2016, promovidos por los gobiernos como una forma de reducir las vulnerabilidades de la deuda externa, solo han servido para aumentar las vulnerabilidades financieras, como una presencia extranjera grande y volátil en los mercados locales de acciones”.

En síntesis, se acercan tiempos de turbulencias. Si bien hay economías emergentes que han implementado buenas políticas económicas y tienen margen para adoptar medidas contracíclicas, hay otras que tienen un alto grado de exposición a las depreciaciones y las salidas de capital; lo vivido recientemente por Argentina y Turquía es un campanazo de alerta.

El problema de fondo es que, como lo muestran experiencias anteriores, si lo que pesa en los inversionistas es su percepción del vecindario habrá un efecto contagio que ponga en riesgo al mundo emergente. Países como Colombia, que hasta ahora son percibidos como de menor riesgo, podrían ser afectados por el deterioro de otras economías emergentes. **B**



# Alerta amarilla

Según un estudio del IPCC, el mundo tiene apenas 12 años para reducir drásticamente las emisiones de gases de CO<sub>2</sub>. De lo contrario, estas provocarían un peligroso aumento de la temperatura que traería efectos desastrosos para el planeta.

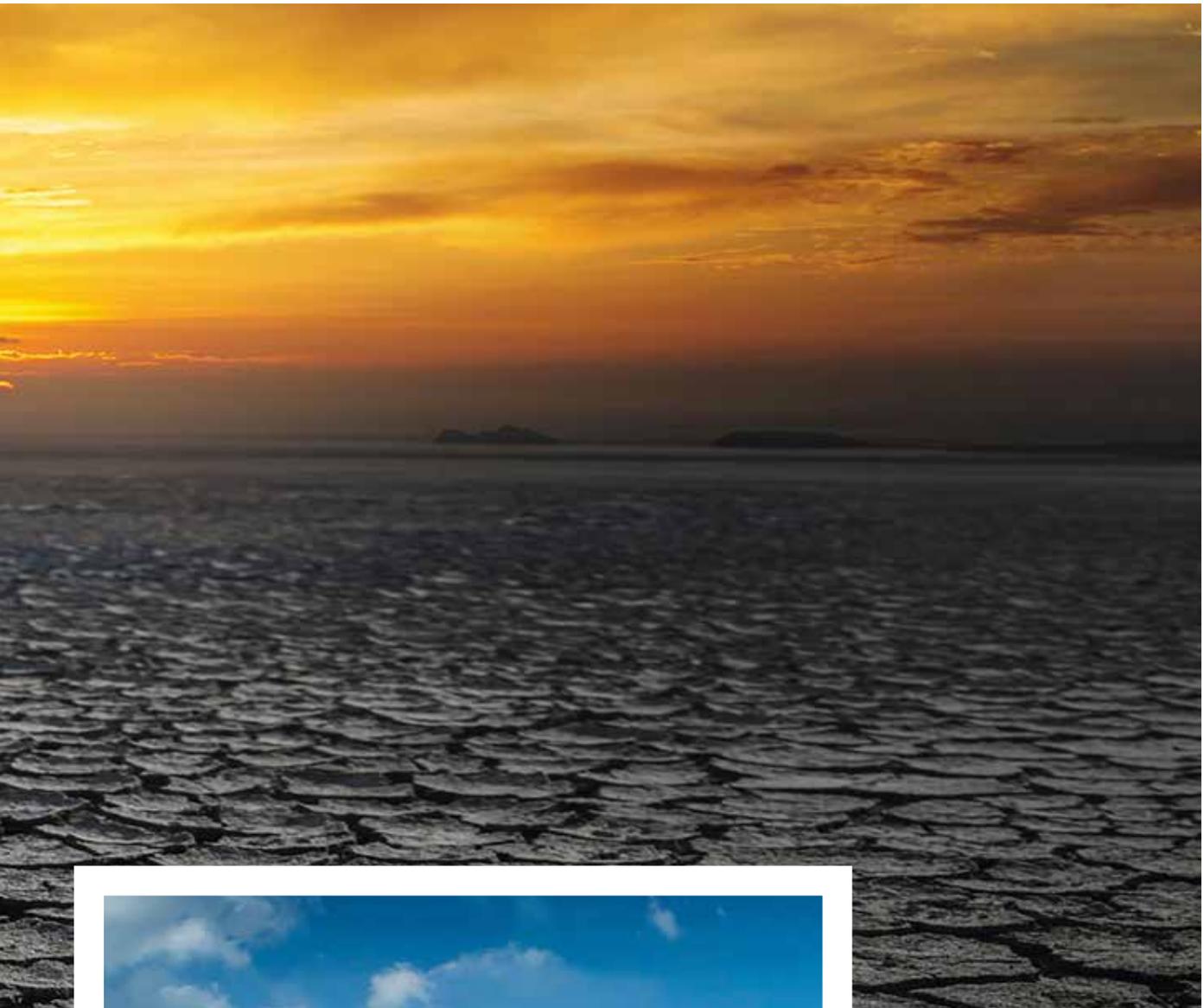
**JOSÉ PALMA TAGLE** »

Presidente, Empresas Líderes por la Acción Climática.

**E**n un solo día, la naturaleza le enseñó al mundo las consecuencias de su maltrato. El pasado lunes 12 de noviembre, mientras en California, Estados Unidos, los incendios forestales ocasionaron 47 muertos y 200 desaparecidos, en la región de O'Higgins, en Chile, el 26,5 por ciento de la superficie frutícola del país quedó afectada por una imprevista y jamás vista tormenta de granizos y lluvia en plena época primaveral, lo que produjo pérdidas de más de 40.000 empleos y cerca de 300 millones de dólares.

Así, en una sola jornada, dos países en hemisferios opuestos y en un mismo día enfrentaron dos situaciones climáticas extremas que provocaron muertes, detrimentos financieros, laborales, productivos y agrícolas.

»»



**Los desafíos también son concretos: cómo mitigar su causa y cómo adaptarnos a sus efectos, así como comprender y prever sus riesgos.**

»»

La conclusión es una sola: el cambio climático que hoy enfrenta el mundo no diferencia regiones ni naciones. Los desafíos también son concretos: cómo mitigar su causa y cómo adaptarnos a sus efectos, así como comprender y prever sus riesgos.

Más preocupante aún es la conclusión del último informe del Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático (IPCC), expedido el pasado 8 de octubre: tenemos 12 años para reducir drásticamente las emisiones de gases de CO<sub>2</sub> antes de enfrentar una incertidumbre total sobre las consecuencias del cambio climático en nuestro planeta.

### Por qué 12 años

De acuerdo con el IPCC, creado en 1988 para facilitar evaluaciones integrales del estado de los conocimientos científicos, técnicos y socioeconómicos sobre el cambio climático, sus causas, posibles repercusiones y estrategias de respuesta, el aumento de la temperatura a la fecha es de 1 grado centígrado y, con los modelos climáticos científicamente creados por esta entidad, se prevé que, de mantenerse el actual índice de emisiones de CO<sub>2</sub>, la temperatura sobrepasará los 1,5 grados en 12 años.

¿En qué afecta que la temperatura aumente más allá de estos 1,5 grados? En que, según el IPCC, la mayor o menor previsibilidad de los efectos del cambio climático se torna menor y entonces nos enfrentaríamos a una situación de riesgo climático global con baja posibilidad de control y previsión. Eso significa que aumentarán el deshielo, las sequías, las inundaciones y el nivel del mar, pero las frecuencias e intensidades de los fenómenos climáticos pueden ser mucho mayores que los actuales.

Se trata de una situación muy similar a tener una tetera con agua



a temperatura alta, pero sin hervir. Cualquier aumento de calor adicional, aunque sea leve, puede provocar su ebullición, y las moléculas de agua se expandirán de forma incontrolada. Lo mismo sucede con el aumento de la temperatura sobre 1,5 grados en el planeta, su paso hacia los 2 grados puede provocar un efecto 'ebullición', con alteraciones climáticas más drásticas e imprevisibles.

### Previsión del Nobel

Para no sobrepasar el límite se requieren acciones climáticas sin precedentes, ágiles y efectivas para mitigar

las causas del cambio climático en sectores como el de agricultura, energía, industria, edificaciones y transporte. Las emisiones deberían reducirse un 45 por ciento al año 2030, alcanzando cero al 2050.

La misma conclusión fue a la que llegó, hace tres años, William Nordhaus, el galardonado Premio Nobel de Economía 2018. En su libro, *The Climate Casino*, señala que hay tres acontecimientos climáticos, provocados por el aumento de la temperatura mayor a 1,5 grados, que pueden originar este efecto 'ebullición': el derretimiento del casco polar del Ártico, el cambio de circulación de la corriente del Golfo y la deforestación de la Amazonia.

Concluye que la gran dificultad está en no fijar un precio al costo de la emisión de CO<sub>2</sub> relevante, como se lograría a través de un impuesto al carbono superior a 50 dólares la tonelada.

El informe del IPCC indica que, para alcanzar los objetivos de la comunidad internacional sobre los precios del carbono, se debería establecer una cifra de entre 40 y 80 dólares por tonelada de CO<sub>2</sub> para el 2020, y entre 50 y 100 dólares para el 2030, con lo que se alcanzaría la meta global. Actualmente,



en Colombia, dicha tasa es de cinco dólares por tonelada de CO<sub>2</sub>.

La ventaja del impuesto al carbono es que grava el costo de polución al medioambiente, y con él se obtienen recursos para planes de mitigación o adaptación al cambio climático. Lo

más relevante: estimula un mercado descarbonizado hacia energías limpias y movilidad eléctrica.

### ¿Qué hacer?

Entonces, la pregunta es ¿cómo podemos evitar esta situación de alto

riesgo climático que afectará nuestra forma de vida tal como la conocemos?

Según el IPCC, junto con un aumento relevante del impuesto al carbono, estas son las acciones que deben tomarse y en las que el sector financiero juega un papel clave:

1. Las energías renovables deben suplir entre 70 y 85 por ciento de toda la demanda energética en el planeta.
2. Las industrias extensivas en consumo de energía deben descarbonizar sus fuentes de emisiones entre 75 y 90 por ciento.
3. Los sistemas de transporte deben pasar a movilidad eléctrica de fuentes renovables o híbridas en 100 por ciento al año 2050.

Estas tres acciones pueden fomentar la reducción de emisiones de CO<sub>2</sub> en el medioambiente. No obstante, para ello se requiere el compromiso y la creación de capacidades en los inversionistas, así como la participación activa en asociaciones que promuevan acciones climáticas, junto con políticas públicas inteligentes que fomenten la inversión privada a mediano y largo plazo en negocios libres de petróleo y carbón. **B**

# Reactivación y sostenibilidad el reto de Du

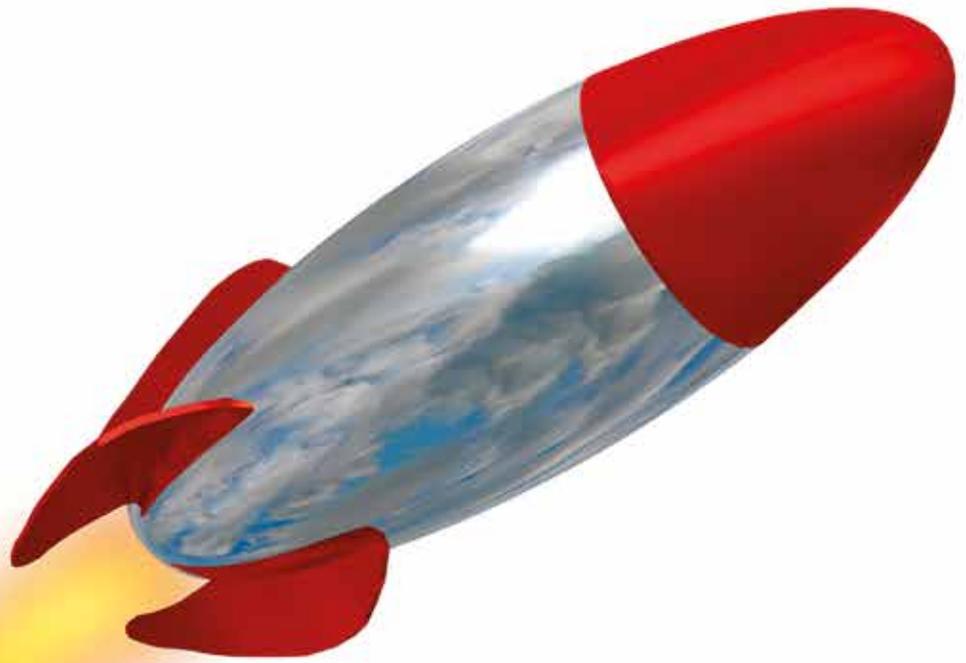
El Gobierno debe crear condiciones para lograr un crecimiento en la productividad, inversión, insistiendo en una reforma no tributaria, sino pensional, educativa, tecnológica y catastral.

**E**n la última década, la economía colombiana pasó de crecer al 4,5 por ciento anual a tasas del orden del 2,0 al 3,0 por ciento anual. Este paso de un excelente crecimiento a uno de gran mediocridad se debió, en parte, a la caída en las cotizaciones internacionales del petróleo, pero también obedece a razones estructurales como el agotamiento del bono demográfico –tenemos cada vez menos jóvenes– y el pésimo comportamiento de la productividad laboral y

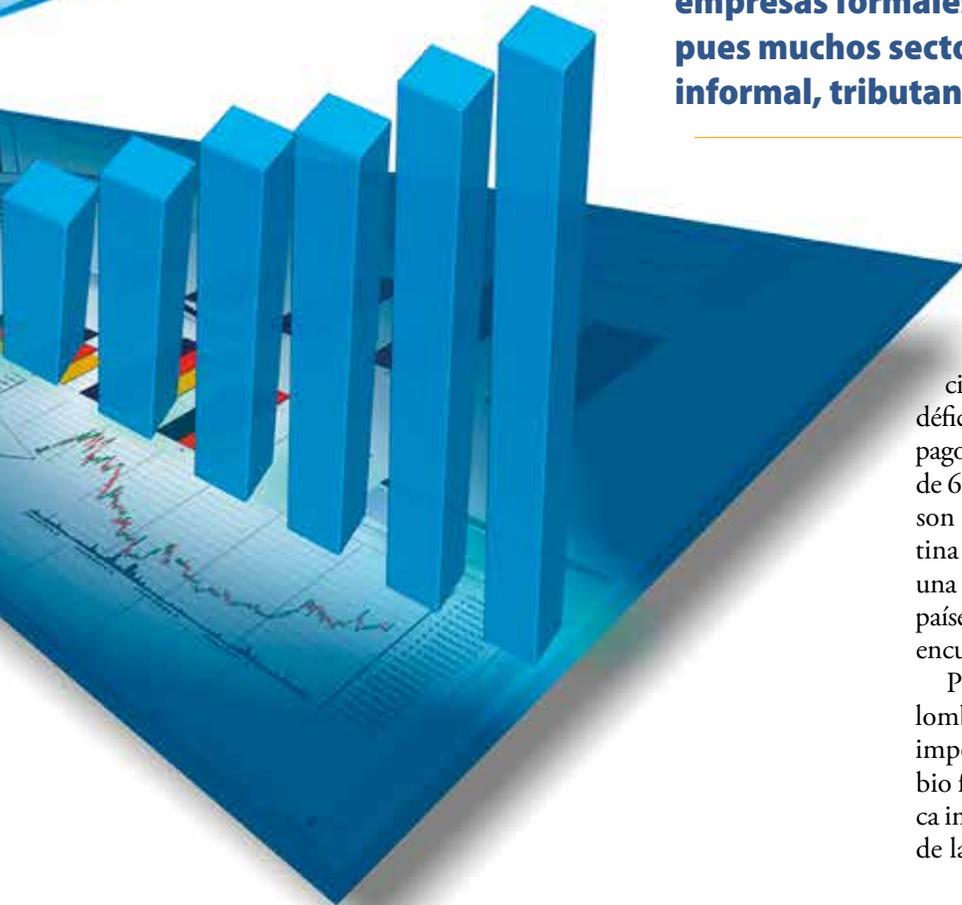
la total de los factores (PTF) cálculos para esta última oscilaron entre 0 y -0,2 por ciento anual en el último decenio del siglo.

En otras palabras, escondido de la fiesta que disfrutamos durante los primeros años de la década, cuando la producción del crudo llegó a los 100 millones de barriles al día, está un deterioro considerable de la tasa de crecimiento potencial de la economía que, a finales de siglo pasado, se estimaba entre 4,0 y 4,5 por ciento anual y que ahora los analistas, incluyendo al Banco de la República, estiman entre 3,3 y 3,5 por ciento.





**El país requiere una reforma tributaria estructural que reduzca la carga tributaria a empresas formales y propenda la equidad, pues muchos sectores, especialmente el informal, tributan poco o nada.**



Por otra parte, el valor facturado por las exportaciones cae en casi 40 por ciento, mientras que las importaciones demoran en ajustarse, por lo cual el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos pasa de 3,3 por ciento del PIB a niveles de 6,3 por ciento del PIB. Estos indicadores son similares a los que presentaban Argentina y Turquía este año, cuando sufrieron una gran corrida de capitales que llevó a esos países a la postración económica en la cual se encuentran actualmente.

Pero, ¿por qué no sucedió esto en Colombia? Varias razones, la primera y la más importante, fue el régimen de tasa de cambio flexible que le dio tranquilidad a la banca internacional sobre las reservas del Banco de la República y el aumento en la tasa de

»»



**Al disminuir el precio del crudo a niveles de 30 dólares el barril en el 2014, el Gobierno observó cómo se desparecían de la noche a la mañana 20 billones de pesos de ingresos fiscales.**



interés de intervención (¡Bendita su independencia!), permitiendo un ajuste por la vía de la reducción del gasto privado y público. La segunda es la solidez patrimonial del sistema financiero colombiano, a diferencia de la crisis del siglo pasado. Una tercera fue la decisión del Gobierno de mantener la regla fiscal, para lo cual presentó dos reformas tributarias que contaron con el apoyo del Congreso de la República y algún ajuste en el gasto del Gobierno central que le dieron credibilidad a las finanzas públicas. Todo esto permitió que, a pesar de este choque, se conservara la confianza en la economía colombiana y su deuda mantuvo la calificación de grado de inversión. Así mismo, en estos años difíciles no se presentó una caída en el PIB y tampoco en el PIB per cápita, ambos en pesos.



Lo anterior fue un logro extraordinario que no sería inteligente negar. Pero a su vez también hay lecciones que extraer. De una parte, se aprendió que los recursos temporales de las bonanzas del petróleo se deben ahorrar en una proporción importante para suavizar el ciclo y se deben invertir en su totalidad para la generación de capital público que mejore la productividad del país. Destinarlo a financiar gastos permanentes es un gran error. Otra enseñanza es que hay



muy pocos proyectos de inversión pública adecuadamente diseñados, estructurados y priorizados, por lo cual recursos como los de las regalías tienden a malgastarse en proyectos de bajo retorno económico y social. Otra lección que salta a la vista es la necesidad de una reforma tributaria estructural que le reduzca la carga tributaria a las empresas formales y que propenda por la equidad, pues muchos sectores, especialmente el informal, tributan poco o nada. Igualmente, se debe poner a tributar adecuadamente a los estratos medios y altos que ahora son los grandes privilegiados de exenciones como las del IVA y de algunos programas de gasto público social. También una enseñanza que provino de otra experiencia, el fenómeno de 'La Niña' en el 2010 y 2011, es la urgente necesidad



### **Se debe poner a tributar adecuadamente a los estratos medios y altos que ahora son los grandes privilegiados de exenciones como las del IVA y de algunos programas de gasto público social.**

de adaptarnos a la variabilidad del cambio climático construyendo una infraestructura más resiliente y promoviendo, a su vez, una economía verde y ambientalmente sostenible.

El nuevo gobierno del presidente Duque encuentra a la economía en una débil y lenta recuperación que quizás alcance una expansión de 2,7 por ciento en el 2018. Esto, ante todo, se debe a que las fuentes de crecimiento económico tradicional del

país se han agotado. Por ello, es urgente crear condiciones para alcanzar un crecimiento en la productividad y la inversión. Algunas alternativas son la reducción en la tramitología pública que asfixia al sector productivo, menores distorsiones en el régimen comercial del país que incide en la competitividad de sectores con valor agregado como la agroindustria, confecciones y metalmecánica por la vía de aranceles y para aranceles,

»»»



»»

la empresarización del campo con paquetes tecnológicos modernos y programas de mejora de modelo empresarial especialmente en las pymes, vía mejoras en sus planes de negocio y eficiencia operativa. Por otra parte, otras acciones urgentes como inversión en carreteras terciarias, mayor cobertura en la educación superior y más recursos para ciencia tecnología e innovación, incluyendo la economía naranja, requieren de recursos fiscales adicionales que hoy no están disponibles.

Por otra parte, en cuanto al entorno internacional, gracias a la recuperación del precio del petróleo calculado en 65 dólares, el Gobierno recibirá en el 2019 ingresos por 12 billones de pesos. Habrá que ver que esto sí suceda, pues hay riesgos de un desaceleramiento en la economía internacional que puede reducir el precio del crudo. No obstante lo anterior, el hueco fiscal es de 0,7 por ciento del PIB para continuar cumpliendo la regla fiscal, esto es cerca

# 0,7%

» Es el hueco fiscal del PIB para continuar cumpliendo la regla fiscal, esto es cerca de 7 billones de pesos.



de 7 billones de pesos. Por ello, es indispensable que el Congreso apruebe como mínimo una ley que genere este monto, aun cuándo, infortunadamente, la vía inteligente que había planteado el Gobierno de ampliar la cobertura del IVA con un esquema

de devolución para los más pobres, fue rechazado por los congresistas. Lo anterior llevará a que algunas necesidades urgentes como un mayor presupuesto para la universidad pública, la ampliación de la jornada única escolar y el cierre de varias de las carreteras 4G sean mucho más difíciles de lograr.

Ahora bien, hay reformas estructurales, además de la fiscal, que no dan espera y que ojalá aborde la administración Duque. La primera es la reforma pensional. Es urgente aumentar la cobertura y evitar que aumente el costo fiscal de las pensiones del régimen de prima media. Esto seguramente requerirá tener un sistema de pilares en los cuales el público garantice una pensión mínima y los privados se concentren en lo que sea viable por encima de ese valor, vía ahorro de los aportantes. Una segunda reforma es la de la educación básica y media para mejorar la calidad. En esta área hay que buscar alinear los incentivos de los maestros, gobiernos y sociedad. Finalmente, sin una constitución y actualización del catastro en todo el país, por la vía de la descentralización de la función en las ciudades grandes e intermedias, será difícil de crear las condiciones para el desarrollo de un sector agrícola moderno.

El gran riesgo que tiene el país en la actualidad es que caigamos en la trampa de bajo crecimiento de los países de ingreso medio. Sin los ingresos adicionales, la eliminación de comportamientos rentísticos del sector privado y las reformas estructurales descritas es fácil quedarnos en crecimientos del 3 por ciento anual. Es hora de despertarnos y hacer las cosas de manera diferente. **B**

# Sector bursátil: a pasar del diagnóstico a la acción



Por más de dos décadas se ha discutido la necesidad de profundizar esta industria y ahora, con la recién creada Misión del Mercado de Capitales, se espera que el análisis se traduzca en acciones concretas.

**E**l mercado de capitales debe ser uno de los llamados a convertirse en una alternativa de financiamiento real para empresas de todos los tamaños y sectores, así como en un mecanismo de ahorro e inversión formal para cualquier persona natural o jurídica.

Pero la realidad es que en Colombia el mercado no es lo suficientemente robusto para suplir las necesidades de la economía del país. Esta situación se viene advirtiendo hace más de dos décadas y, más allá de la coyuntura de cada momento, el diagnóstico ha resultado ser el mismo: tamaño reducido, pocos jugadores, baja liquidez, altos costos para las

»»»

»»

empresas y escasos incentivos para las personas naturales.

En Colombia, la capitalización bursátil en el 2010 alcanzó a estar por encima del 70 por ciento del PIB, según datos del Banco Mundial. Sin embargo, la salida de emisores y la desvalorización de los mercados han provocado que al cierre del 2017 se ubique en 39,2 por ciento del PIB. Esto, mientras que en Chile supera el 100 por ciento –nivel de economías como Estados Unidos, Australia o Canadá–, mientras que en Brasil y Perú ronda el 46 por ciento.

Pero, además, la liquidez ha resultado ser un problema. Por un lado, hay pocos emisores. A mediados de la década pasada alcanzaron a superar los 100, mientras que hoy tan solo alcanzan los 67; de hecho no se han enlistado empresas nuevas con ofertas públicas de acciones desde el 2013. Esto, sin contar con los bajos volúmenes diarios de negociación y con que no todas las acciones hacen presencia de manera permanente en las ruedas bursátiles.

Todo eso, sumado a las implicaciones de la baja liquidez en materia de formación de precios, es un desincentivo para inversionistas de todos los tamaños. Para los grandes fondos, locales y del exterior, el mercado colombiano pierde atractivo cuando se dan cuenta de que difícilmente puede absorber sus movimientos. Y para las personas naturales –*retail*–, porque pueden quedarse ‘atrapadas’ con acciones de poca liquidez.

Por cuenta de esos problemas estructurales, no se han podido aprovechar los esfuerzos de los últimos años para internacionalizar el mercado, el lanzamiento de productos y la mo-



dernización de la infraestructura para ponerla a tono con los estándares internacionales, así como una regulación sólida.

En lo referente a los costos, vale anotar que si bien estos han sido considerados como una traba para el desarrollo de los mercados, la realidad es que este año se han hecho algunos cambios relevantes. Por un lado, la fusión entre la Bolsa de Colombia y Deceval se vio reflejado en una reducción de costos a los intermediarios por uso de la infraestructura. En esta línea, la Superintendencia Financiera puso en marcha un plan de reducción de costos para emisores, que incluyen la creación de un prospecto estandarizado para las emisiones, y un recorte

en las tarifas de inscripción al Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y en los derechos de oferta.

Aunque muchos esfuerzos se han dado de manera individual, se espera que el Gobierno pueda recopilar toda la información y plantear una hoja de ruta efectiva que se refleje en acciones puntuales. A finales de octubre, lanzó la Misión del Mercado de Capitales, con la cual se busca dar un diagnóstico actualizado, identificar las limitaciones a su desarrollo y emitir recomendaciones para reactivar el sector.

Esta misión tiene un comité directivo, integrado por Roberto Rigobón, José Ignacio López, Luis Alberto Rodríguez, Alberto Bernal, Ricardo de Bedout, Julio Torres y Roberto Galar-



**El Gobierno lanzó la Misión del Mercado de Capitales, con la cual se busca dar un diagnóstico actualizado, identificar las limitaciones a su desarrollo y emitir recomendaciones para reanimar el sector.**

za; así como un comité consultivo con representantes de la Superintendencia Financiera, el Banco de la República, la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), el Autorregulador del Mercado; y la Secretaría Técnica estará en cabeza de la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (URF).

Aunque los resultados se darán a conocer en los próximos meses, por lo pronto ya han surgido varias propuestas. En un documento Cede de la Universidad de los Andes, el presidente de la BVC, Juan Pablo Córdoba, plantea varios temas que deberían ser el punto de partida para la hoja de ruta del mercado.

Esto incluye la definición de una visión de largo plazo, estimular al mercado de capitales para que complemente a la banca, incentivar más la competencia entre los jugadores actuales, generar mayor competitividad tributaria en tarifas y trámites, así como estimular la integración regional.

De cualquier manera, es urgente que todo esto se traduzca en ejecución, pues la economía colombiana necesita un sector bursátil robusto, que responda a las necesidades crecientes de financiamiento del sector real para sus planes de crecimiento y expansión, y en una alternativa accesible de ahorro e inversión para cualquier tipo de persona. **B**

# Seguridad digital en la banca: un enfoque local y regional

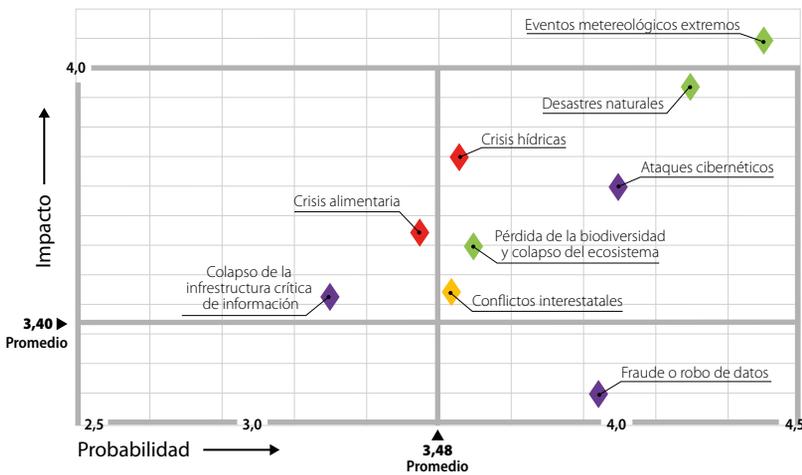
El sector financiero colombiano se pone a la vanguardia con el desarrollo del primer Equipo de Respuesta ante Incidentes Cibernéticos para las entidades financieras.

» **ÁNGELA MARÍA VACA**, directora de Nuevos Negocios y **ANDRÉS FELIPE GUERRERO**, profesional, Dirección Nuevos Negocios Asobancaria.

● Cuál es el impacto y la probabilidad de los riesgos cibernéticos? El Global Risks Report 2018, publicado por el World Economic Forum, describe los cambios en el paisaje de riesgos globales y la interrelación entre los mismos y ubica por primera vez entre los cinco riesgos más probables y de mayor impacto a los ataques cibernéticos (ver gráfico 1). Este informe menciona que los cibertales se están incrementando, tanto en número como en potencial disruptivo, y se enfocan principalmente en infraestructuras críticas y sectores estratégicos, con el consiguiente peligro de un *shock* sistémico.

De acuerdo con las cifras del estudio más reciente de la Organización de Estados de América (OEA) sobre el estado de la 'Ciberseguridad en el Sector Bancario de América Latina y el Caribe' (publicado en septiembre del 2018 y realizado con datos de 191 entidades financieras de Latinoamérica y entrevistas a más de 722 usuarios), el 92 por ciento de las entidades bancarias ha identificado algún tipo de evento (ataques



**Gráfico 1. PANORAMA DE LOS RIESGOS MUNDIALES 2018**

FUENTE: BANCO DE LA REPÚBLICA

exitosos y no exitosos) de seguridad digital en contra de la entidad financiera.

Los incidentes más presentados contra las entidades son el código malicioso o *malware*, la violación de políticas de seguridad para acceder a documentos y el *phishing* (suplantación para obtener información confidencial del cliente).

Desde el punto de vista del consumidor financiero, el estudio revela que los usuarios privilegian ampliamente los medios virtuales sobre los presenciales, lo cual concuerda con el alto grado de digitalización de los servicios y el impulso de su utilización. El 88 por ciento de los consumidores encuestados utiliza los medios digitales para realizar las transacciones bancarias.

La banca ha realizado importantes avances en el fortalecimiento de capacidades propias, principalmente en la gestión, respuesta y recuperación de incidentes de seguridad digital, y las inversiones dedicadas a la gestión de la ciberseguridad han crecido de manera importante. El documento resalta que más del 90 por ciento de las entidades bancarias cuenta con actualizaciones automáticas del antivirus, y el 85 por ciento ha implementado procesos de



**Según un estudio de la OEA, el 92 por ciento de las entidades bancarias ha identificado algún tipo de evento de seguridad digital en contra de su sistema financiero.**

monitoreo de amenazas y vulnerabilidades. Sin embargo, las primeras evolucionan constantemente, son crecientes y cada vez más sofisticadas.

En la reciente conferencia líder en Seguridad Financiera (Celaes), realizada por la Federación Latinoamericana de Bancos (Felaban), se mencionaron los retos asociados a la ciberseguridad en el ambiente bancario, entre los cuales están: la importancia de contar con una visión integral de la ciberseguridad que involucre procesos, personal capacitado, presupuestos y su visibilidad desde la alta gerencia; la relevancia de contar con herramientas de inteligencia artificial para la

gestión eficiente de las amenazas y la importancia de compartir inteligencia de amenazas entre los pares del sector y con otros renglones.

Compartir información con fuentes locales e internacionales, autoridades y entes gubernamentales para crear una red de colaboración regional, es una de las herramientas más efectivas para identificar y anticipar las causas raíz, los ataques cibernéticos, las lecciones aprendidas y las mejores prácticas.

En esta materia, el sector financiero colombiano está a la vanguardia con el desarrollo del primer Equipo de Respuesta ante Incidentes Cibernéticos (Computer Security Incident Response Team por CSIRT) para las entidades financieras. Esta comunidad de intercambio de información se fundamenta en un modelo colaborativo y proactivo, sobre la premisa de que cuanto más rápido se comparte una amenaza o vulnerabilidad, más posibilidades tienen otras entidades de poner en marcha las defensas para mitigarla.

Esto se hace mediante un protocolo de intercambio de información y una red de fuentes globales y locales en la que se establecen reglas que dictan cómo y con quién se puede compartir la información. En pro de este objetivo, se resalta la reciente firma de un memorando de colaboración entre Asobancaria y la OEA, que permitirá contar con el apoyo técnico de este organismo internacional para el fortalecimiento de las capacidades en ciberseguridad.

Un enfoque colaborativo entre pares de la industria financiera, y entre diferentes países a través de CISRT nacionales y sectoriales, fortalece los mecanismos de cooperación y permite contar con información oportuna para la seguridad digital de la industria de servicios financieros en la región. **B**

# Café colombiano a nivel interno y externo

Colombia sigue destacándose por la calidad del grano a nivel internacional. Sin embargo, contrario a lo que muchos piensan, el país no es el principal exportador mundial. Y, paradójicamente, la industria se ve en la necesidad de importar con el fin de abastecer el consumo interno.

FUENTES: FEDERACIÓN NACIONAL DE CAFETEROS, DANE, JUAN VALDEZ, CAFÉ JESÚS MARTÍN, EL TIEMPO, PORTAFOLIO.  
INVESTIGACIÓN: ANGÉLICA BERNAL | INFOGRAFÍA: LUIS JIMÉNEZ

## PRODUCCIÓN POR ZONAS

Miles de sacos de 60 kg



## PRODUCCIÓN TOTAL DE LOS PRINCIPALES PAÍSES EXPORTADORES

Millones de sacos de 60 kg -producción total



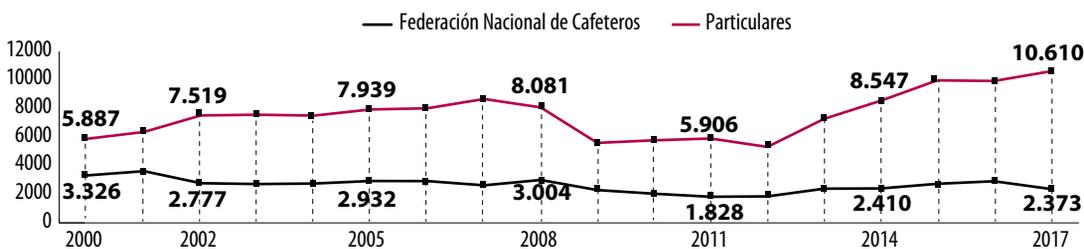
Exportados

13

1 0,8

## VOLUMEN DE LAS EXPORTACIONES COLOMBIANAS DE CAFÉ SEGÚN EXPORTADOR - ANUAL

Miles de sacos de 60 Kg de café verde equivalente



## CONSUMO INTERNO

1,8 millones

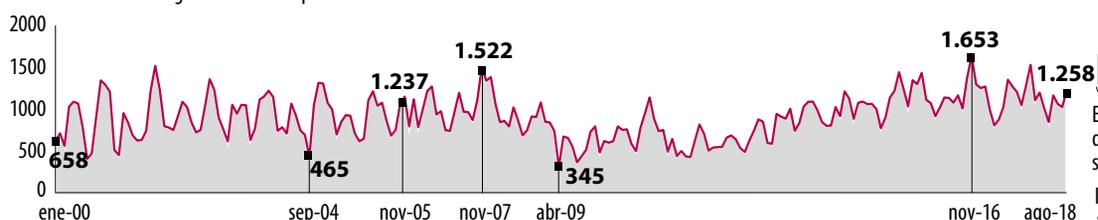


Según la Fedecafé hay un déficit de 800.000 sacos.

## PRODUCCIÓN REGISTRADA

Miles de sacos de 60 Kg de café verde equivalente

Mensual

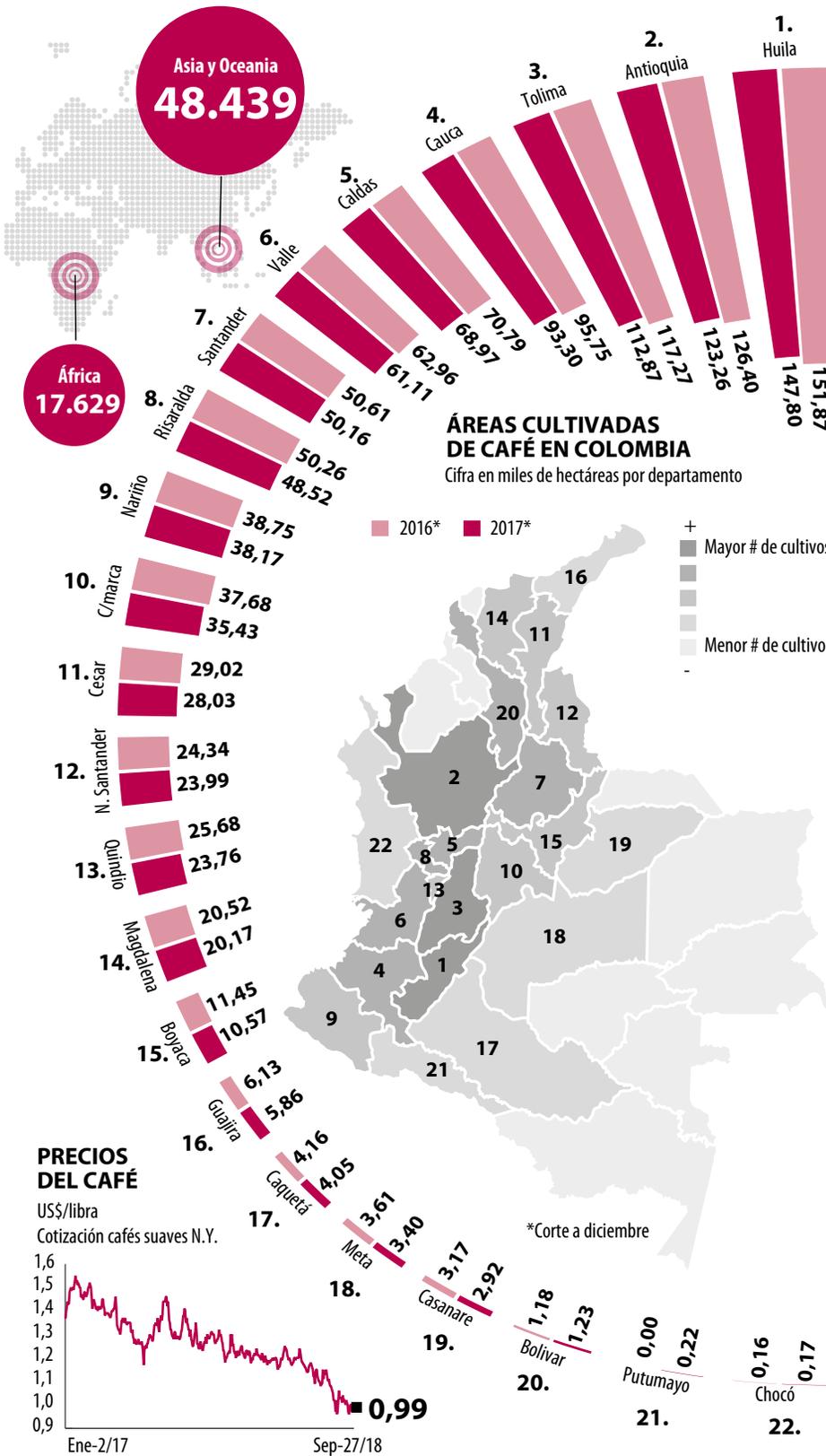


## Importaciones del 2018

Entre enero y mayo  
Miles de sacos

212

En el mismo periodo de tiempo, en 2017 se importaron 94 Incrementando el 125,5 %



**SECTOR CAFETERO EN CIFRAS**

**550.000** familias cafeteras

**903.951** hectáreas de café sembradas

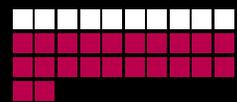
**664.062** fincas cafeteras

**1,36** hectáreas en promedio

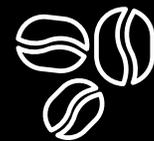
**25 %** de la población rural colombiana es cafetera.

**22 %** del PIB agrícola del 2017 fue aportado por el sector cafetero

**12 %** del PIB agropecuario del 2017 aportó el sector cafetero



**22 de los 32** departamentos del país son cafeteros.



El **100 %** del café que produce Colombia es de especie Arábica, teniendo como característica principal la suavidad en su sabor.

# ¡Cautela con el salario mínimo!

Aumentos por encima de la inflación conllevan, en las actuales circunstancias, incrementos en el nivel de desempleo.

**Y**a se viene la época del año de la discusión del salario mínimo. Normalmente, el espíritu navideño no es suficiente para permitir un acuerdo entre Gobierno, trabajadores y empresarios, por lo cual el primero termina fijándolo por decreto. No es de extrañar, pues los incentivos están muy desalineados y se convierten en un juego de suma cero. Los trabajadores adoptan una posición maximalista que responde a establecerse en sus bases, en particular donde son fuertes: el sector público. Los empresarios, entre los que usualmente la Andi tiene un papel preponderante, asumen una posición intermedia, ya que la mayoría de sus afiliados no se afecta, puesto que sus empleados están típicamente por encima del salario mínimo, y algunos piensan que esto facilita darle un empujón a la demanda de los consumidores.

Por el contrario, para el Gobierno la situación se ha convertido en un dolor de cabeza. De un lado, una buena parte del gasto público está atado al salario mínimo, en particular el ajuste en pensiones, que es el de mayor peso en el presupuesto nacio-



**Hernando J. Gómez R.**  
Director de la Misión  
Crecimiento Verde.



**Lo que debemos preguntarnos es si el salario mínimo está o no muy distante del valor de la productividad marginal del trabajo.**

nal. De otro, tiene la responsabilidad del manejo de la economía y en los últimos años la variación en la productividad total de los factores ha sido, en promedio, entre negativa y cero. Por ello, aumentos del salario mínimo por encima de la inflación conllevan, en estas circunstancias, a incrementos en el nivel de desempleo y, ciertamente, en el de la informalidad en la economía. Esto último preocupa, pues la informalidad erosiona la base fiscal, promueve el uso ineficiente e insostenible de los recursos y genera un ciclo vicioso en el comportamiento de la productividad laboral.

En esta ocasión, preocupa mucho que voces cercanas al Gobierno estén promoviendo un aumento del salario mínimo de dos dígitos, cuando la inflación escasamente va a superar el 3 por ciento anual. Esta discusión siempre se vuelve emocional. Obviamente, el salario mínimo es bajo y es muy difícil sostener un hogar con él. Pero el problema no se soluciona con medidas administrativas que no tomen en cuenta la realidad económica. Lo que debemos preguntarnos es si el salario mínimo está o no muy distante del va-



lor de la productividad marginal del trabajo. Aquí las respuestas no son alentadoras. De una parte, en todo este siglo, mientras la productividad creció -0,2 por ciento anual, el salario mínimo real tuvo un incremento positivo entre medio y uno y medio puntos porcentuales por año. Por otra parte, el valor mínimo es muy cercano al del salario promedio en la economía, lo cual también muestra la reducida productividad en nuestra economía.

Por ello, un aumento desmedido del salario mínimo sobre la inflación

puede ser nefasto para mantener en un dígito la tasa de desempleo; revertiría los tímidos progresos que se han logrado en los últimos años para reducir la informalidad laboral, de 56 por ciento a 48 por ciento, y terminaría por afectar la viabilidad, en particular de las pymes formales, en las que una parte importante de su

nómina está atada al mínimo. Aquí el remedio sería peor que la enfermedad.

De ahí que sea urgente que el país, con el liderazgo del Gobierno, diseñe e implemente un plan nacional de productividad, apoyando modelos de negocios viables para el crecimiento de las empresas en los sectores modernos, eliminando trabas a la creación, el funcionamiento y, cuando sea necesario, al cierre de empresas; así mismo, eliminando la nociva dispersión y, en ocasiones, los elevados aranceles que afectan al sector agroindustrial y exportador no tradicional. **B**

# ‘Queremos que Finagro sea el mejor banco de desarrollo de América Latina’

Dairo Estrada, nuevo presidente de la entidad, señala que esperan atraer más bancos, al ajustar la relación entre riesgos y tasas de interés para los intermediadores financieros, con el fin de que haya mayor oferta.

» Dairo Estrada, presidente de Finagro.

**E**n sus primeros días al frente de la presidencia de Finagro, Dairo Estrada ha trazado un plan para poder atraer al sector, distintos al Banco Agrario, con el fin de que los productores agropecuarios obtengan más créditos y menos rechazos de sus solicitudes a las entidades bancarias. En ese sentido, dijo que el objetivo es ajustar la relación entre riesgos y tasas de interés para los intermediadores financieros.

## ¿Cuáles son sus retos y metas al frente de este cargo?

Lo que queremos con Finagro es darle un direccionamiento para que sea un banco de desarrollo. Es decir, que pase de ser un banco tradicional de se-

gundo piso a pensar más en uno de desarrollo. Eso genera una dinámica en la cual Finagro no está pensado exclusivamente para ser operaciones de redescuento con los bancos. No es solo otorgar recursos a los otros bancos para generar crédito al sector agropecuario y rural, sino crear otro tipo de instrumentos necesarios para que los productores agropecuarios y los rurales tengan más herramientas para diversificar su riesgo, para administrar el riesgo de sus negocios. Eso representa un reto importante, en el sentido en que se quiere que Finagro logre ser líder y el mejor banco desarrollo de la región.

### ¿La tasa de rechazo de negación de créditos es alta?

Sí, y me parece que vale la pena mencionar algo. En el otorgamiento de crédito, el hecho de que alguien no tenga mucha información, eleva los costos, porque tenerla es necesario y conseguirla puede ser costosa; y si los costos son más altos y no se pueden compensar en tasa de interés, se niega el crédito, porque no se alcanza, vía tasa de interés, cubrir todos los costos de las operaciones de crédito. Todos estos datos que le brindemos al sistema financiero le va a permitir disminuir costos sobre la información que se requiere para poder hacer una operación de crédito. Eso puede ayudar a conectar un poco más a Finagro con lo que requiere el sistema financiero, y como política pública, tener un ajuste en tasas de interés que permita que haya mayores incentivos para que los intermediadores financieros lleguen al sector agropecuario y rural.

Otra falencia es que no hay un ajuste entre los costos de los bancos con las tasas de interés. Por ejemplo, puede sonar paradójico, pero si el



**"En el otorgamiento de crédito, el hecho de que alguien no tenga mucha información eleva los costos, porque tenerla es necesario y conseguirla puede ser costosa".**

sector agropecuario tiene mucho riesgo este debería verse reflejado en la tasa, es decir si hay más riesgo probablemente la tasa de interés debería ser mayor. En este ramo, el riesgo es relativamente alto y la tasa de interés es muy baja, lo que desincentiva a que los bancos otorguen mucho más crédito, porque los cos-

tos de administrar riesgos no están compensados con tasas de interés.

### ¿Cómo atraer bancos distintos al Agrario?

Ajustar mejor la relación entre riesgos y tasas de interés para los intermediadores financieros, para que haya mayor oferta y tener un esquema de información, que le permita a Finagro, dentro de su instrumentación, disminuirle los costos al sistema financiero. Ahí podemos hacer desarrollos tecnológicos, en términos de *fintech*, que se están dando y que los bancos ya han empezado a incorporar en su estrategia de negocios. Cuando hablo de modernización de Finagro también me refiero a que nosotros debemos pegarnos a ese proceso, para no alejarnos de los bancos, sino, todo lo contrario, estar muy cerca de ellos para saber sus necesidades y nosotros hacer ajustes en los principales instrumentos, estos son el Fondo Agropecuario de Garantías, todo lo que tiene que ver con el seguro agropecuario, esquemas de coberturas de precios, etc.

### ¿Qué conversaciones ha tenido con los bancos?

Tienen una sensación de que en esta administración hay un análisis muy técnico. Trabajé durante muchos años en el Banco de la República, eso que me ha dado la capacidad de tener conocimiento del sector agropecuario y del sistema financiero. Quiero poner eso a disposición de Finagro, para que el sistema bancario tenga la sensación y la realidad de que con un análisis muy técnico, podemos llegar a hacer un acercamiento mucho más directo. En términos generales, la acogida ha sido muy grata por parte del sistema financiero para esta nueva administración. **B**

# Por el nuevo 'petróleo'

Colombia tiene todo el potencial para aumentar su participación como destino turístico. Por ello, el Gobierno se trazó el objetivo de darle un lugar prioritario en la agenda de desarrollo del país, enfatizando en inversión para infraestructura y capacitación.

**FLAVIA SANTORO TRUJILLO** »  
Presidenta de ProColombia.

Desde los primeros momentos de su administración, el presidente Iván Duque Márquez trazó el objetivo de convertir al turismo en el nuevo 'petróleo' de Colombia, dándole un lugar prioritario en la agenda de desarrollo del país, y enfatizando en inversión para infraestructura y formación para que reciba más personas calificadas.

Es una industria que crece, no solo en Colombia, sino en todo el mundo. Según datos de la Organización Mundial del Turismo (OMT), en el 2017 las personas que hicieron turismo internacional llegaron a 1.326 millones, 7 por ciento más que en 2016, constituyéndose como el octavo año consecutivo de crecimiento sostenido, el cual se espera continúe hasta el 2030.

En ese escenario, Colombia tiene todo el potencial para aumentar su

participación como destino receptor. Por eso, y teniendo en cuenta las tendencias internacionales, desde la promoción apuntamos a un turismo que genere más empleo, que sea sostenible y responsable, que impacte las regiones y que sea amigable con la naturaleza, la cultura y el bienestar socioeconómico de las comunidades y los destinos.

Con ese objetivo, priorizamos algunos productos como el turismo de reuniones, el cultural, el de natu-





raleza y aventura, el de bienestar, y cruceros, que pueden dejar divisas muy lucrativas para el país.

Por ejemplo, y de acuerdo con la Adventure Travel Trade Association (Atta), el turista de naturaleza deja 3.000 dólares en una estadía promedio de ocho días; el de reuniones, 480 dólares diarios, con una estancia promedio de 3,52 días, según la International Congress and Convention Association (Icca); y los cruceristas, con cifras del Business Research &

Economic Advisor (Brea), dejan 118 dólares diarios en tránsito y 136 dólares en embarque.

Además, según el Global Wellness Summit, en el 2017 las divisas generadas por el turismo de bienestar en Colombia llegaron a los 985 millones de dólares, mientras que en el 2015 totalizaron 681 millones de dólares.

Hay avances que demuestran que se está haciendo la tarea y que vamos en la dirección correcta. Hoy, el sector es el segundo generador de divisas

# 985

» millones de dólares fueron las divisas generadas por el turismo de bienestar en Colombia el año pasado, de acuerdo con el Global Wellness Summit.

»»



»»

para el país, superando a productos tradicionales de nuestra canasta exportadora como el café, el banano y las flores, además de ser un gran generador de empleo, con casi 2 millones de puestos de trabajo en el 2017.

Las buenas noticias están asociadas a la conectividad, uno de los factores que contribuye a la llegada de más viajeros internacionales. En seis meses se han abierto 13 nuevas rutas que conectan a Colombia con el mundo, para un total de 1.054 frecuencias aéreas internacionales

por semana. Está, por ejemplo, la ruta Múnich – Bogotá de Avianca, o Chicago - Bogotá de la misma aerolínea, y los vuelos Orlando – Medellín, y Orlando - Cartagena, operados por Spirit Airlines.

En lo que al turismo de reuniones se refiere, recientemente Icca le otorgó a Cartagena, por encima de Róterdam y Atenas, la sede de su Congreso Mundial, que se realizará en el año 2021, y con el que se espera lleguen más de 1.000 organizadores de eventos provenientes de los cinco continentes.



En materia de turismo de naturaleza, en octubre pasado se llevó a cabo una nueva edición de ProColombia Nature Travel Mart en Yopal (Casanare), con la asistencia de mayoristas internacionales de 23 países del mundo. Un encuentro empresarial que dejó expectativas de negocio superiores a los 11 millones de dólares en tan solo dos días de rueda de negocio.

El turismo de bienestar no se queda atrás. Pereira fue la sede del V Congreso Internacional de Profesionales de Spa y Bienestar, cuyas cuatro versiones anteriores se realizaron en Argentina y que por primera vez se llevó a cabo en Colombia.

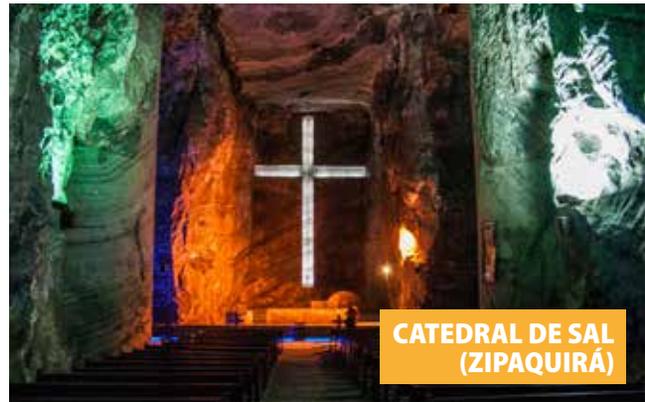
De igual forma, los World Travel Awards (WTA) nominaron a Bogotá como mejor destino mundial de negocios, al tiempo que Medellín fue



GUATAPÉ (ANTIOQUIA)



CAÑO CRISTALES (META)

CATEDRAL DE SAL  
(ZIQUAIRÁ)

**Colombia ha priorizado algunos productos como el turismo de convenciones, el cultural, el de naturaleza y aventura, el de bienestar, y cruceros, que pueden dejar divisas muy lucrativas para el país.**

postulada por el mismo organismo como líder global en la categoría de City Break Destination.

WTA también nominó a ProColombia como mejor agencia de promoción turística del mundo y a Cartagena como mejor lugar del mundo para pasar una luna de miel.

Y, en su misión de cerrar la brecha entre la percepción que se tiene de nuestro país en el exterior y la reali-

dad que se vive al interior del mismo, lo que contribuye a la llegada de viajeros internacionales a Colombia, la Marca País aumentó 6 por ciento su valor, al llegar a los 254.000 millones de dólares. Esto, de acuerdo con el informe Brand Finance Nation Brands.

Aún hay oportunidades por capitalizar. Se debe trabajar en pro del mejoramiento de la infraestructura aeronáutica, fortalecer las cadenas

productivas del turismo, captar inversión extranjera para el sector y promover el uso de las plataformas tecnológicas en favor del turismo.

Es vital brindar un efectivo acompañamiento a los empresarios del sector, apoyar a los emprendedores para que sus negocios despeguen y se consoliden, y recurrir a la innovación como fuente de inspiración para conquistar los mercados internacionales.

Invitamos a los empresarios del sector a que se acerquen a ProColombia, trabajen hombro a hombro con nosotros y posicionemos juntos a nuestro país como un destino imperdible y de clase mundial, contribuyendo así a la generación de empleo y a jalonar el crecimiento económico, especialmente en los territorios de nuestra geografía. **B**

# Por qué Colombia vuelve a comprar reservas internacionales



Si bien el dólar mantiene su tendencia alcista y, por ende, el Banco de la República tiene el freno de mano puesto, los analistas coinciden en que, eventualmente, se retomarán estas operaciones que le darán un ‘colchón’ al país en caso de requerir tomar más deuda.

**R**ecientemente, el Banco de la República anunció que, tras varios años sin hacerlo, inició un programa para acumular gradualmente reservas internacionales; la noticia impactó en los mercados, no tanto por las operaciones, sino por las razones para hacerlo.

El Emisor argumenta que tomó esta decisión con el fin de “prepa-

rarse ante una posible reducción de la Línea de Crédito Flexible (LCF) del Fondo Monetario Internacional (FMI) en el año 2020”, como lo dijo en un comunicado oficial, que, en parte, era esperado por algunos actores del mercado.

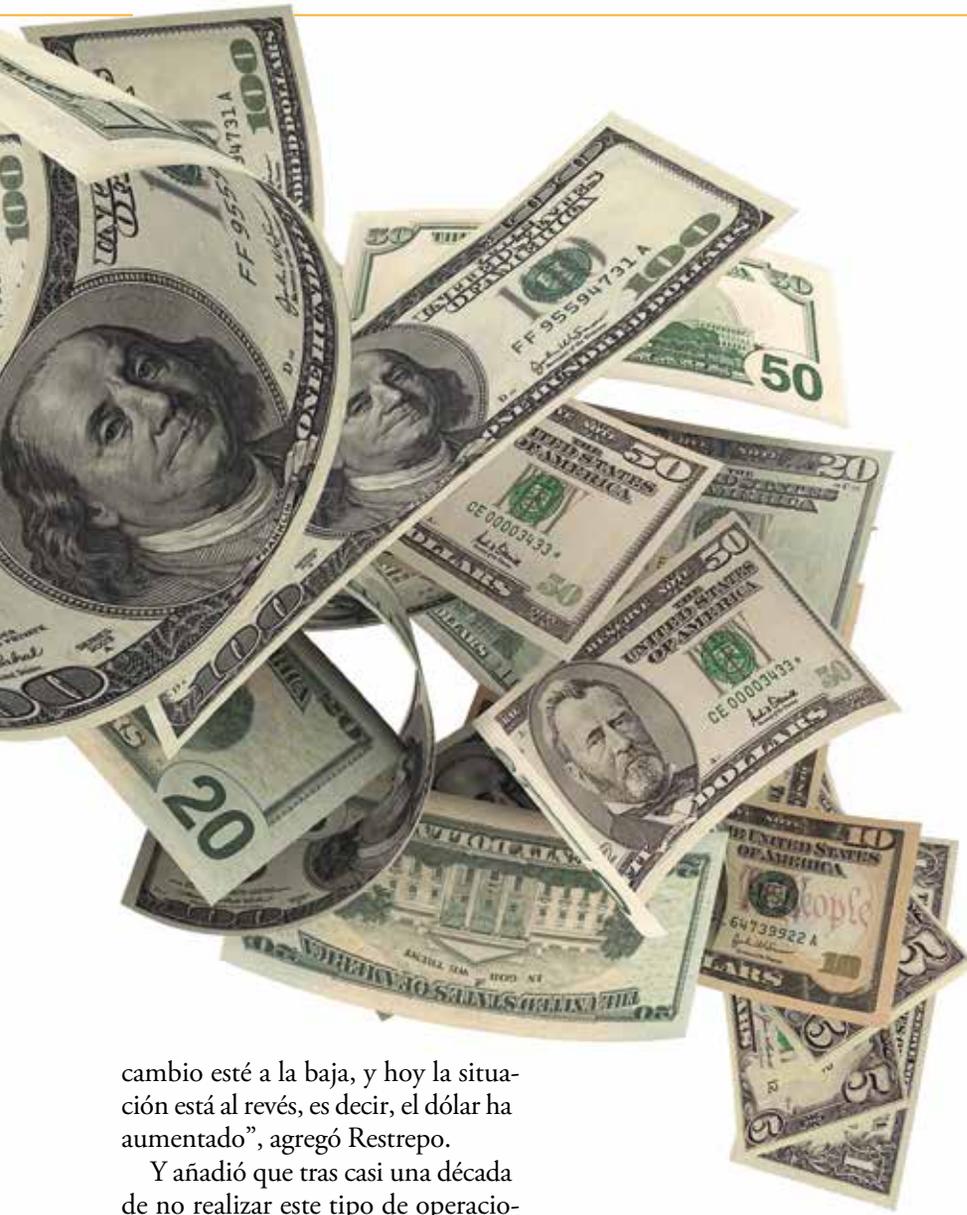
Y es que el pasado mes de mayo, el Fondo le había aprobado una nueva LCF al país por 11.400 millones de dólares, en reemplazo del acuerdo anterior, cuyo valor ascendía a 11.800

millones de dólares. Este anuncio fue leve reacciones de las autoridades nacionales.

Un comunicado del FMI de ese momento señaló que las entidades colombianas expresaron su intención de tratar este entendimiento como una precaución, lo cual, para el profesor de la Universidad Javeriana, Jorge Restrepo, prendió las alertas en ese entonces, ya que este respaldo podría tener su punto final a corto plazo.

“El FMI advirtió que podría llegar el momento en que su línea de crédito no sería suficiente y, por esto, se tomó la decisión de hacer la acumulación de reservas. En esto es clave mencionar que dicha compra tiene una condición y es que la tasa de

» **El Emisor argumenta que tomó esta decisión con el fin de “prepararse ante una posible reducción de la Línea de Crédito Flexible del FMI en el año 2020”.**



cambio esté a la baja, y hoy la situación está al revés, es decir, el dólar ha aumentado”, agregó Restrepo.

Y añadió que tras casi una década de no realizar este tipo de operaciones, “el Emisor lanzó el mensaje de que está dispuesto a cambiar el esquema que tuvo durante toda la administración de José Darío Uribe, en el sentido de que no se iban a acumular reservas foráneas, y ahora lo que dice es que está dispuesto a hacerlo, si es que se llega a presentar un escenario de revaluación del peso”.

### Razones de peso

Otro de los actores del mercado que vio con buenos ojos esta decisión fue Juan David Ballén, director de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa, quien precisó: “Hemos visto una elevada vulnerabilidad y fuertes presiones al dólar, entonces consideramos que era oportuno que el Banco

de la República pensara en acumular reservas para ser precavidos y, eventualmente, tener cómo defendernos, si se llega a presentar un choque en el mercado local”.

De hecho, en esto coincidió, Mauricio Reina, investigador de Fedesarrollo, quien opinó que la decisión es razonable con la coyuntura, “si se tiene en cuenta que los déficits externos del país han ido cayendo y el entorno en la región se está complicando, en la medida en que van subiendo las tasas en Estados Unidos.”

Y aunque por ahora este panorama no se avizora en el país, la turbulencia de los mercados internacionales ya le pasó factura a naciones como Turquía y Argentina, de

modo que razones no le faltaron al Emisor para adquirir este ‘colchón’ en el extranjero. Además, como lo dijo en su comunicado, esto solo se puede efectuar si se da un bajonazo de la tasa de cambio, lo cual “previene que se realicen compras en periodos de presión al alza de la tasa de cambio”.

En contraste, para Orlando Santiago, gerente de la firma Fénix Valor, “estas adquisiciones no se hacen por el momento en sí, sino para cubrir garantías que eventualmente se perderían con líneas de crédito y cupos a partir del 2020 o el 2021. Económicamente, esto logra el objetivo de que, a la hora de tomar créditos, el país tenga garantías fuertes”.

De hecho, en su concepto, el Banco de la República pudo haber tenido mejores escenarios de devaluación para comprar dólares, por lo cual afirmó que “esta no es necesariamente una ‘inversión estratégica’, sino que se hace de forma casi obligada y en un mal momento, pero, claro, va más hacia el lado de que la economía tenga mayores soportes en los próximos años”.

Por ahora, si bien el dólar mantiene su tendencia alcista y, por ende, el Banco de la República tiene el freno de mano puesto en la compra de reservas internacionales, los analistas coinciden en que, eventualmente, se retomarán estas operaciones, que le darán un ‘colchón’ al país en caso de requerir tomar más deuda, pero habrá que ver, como se preguntan los expertos, hasta qué cifra llegará la compra de estos recursos. **B**

# Ley de financiamiento: ¿progresiva o regresiva?

Las discusiones apenas comienzan. El proyecto plantea cambios de forma y fondo en el sistema tributario colombiano, con los cuales el Gobierno busca 14 billones de pesos que le hacen falta para financiar los gastos del próximo año.



» Alberto Carrasquilla  
Ministro de Hacienda

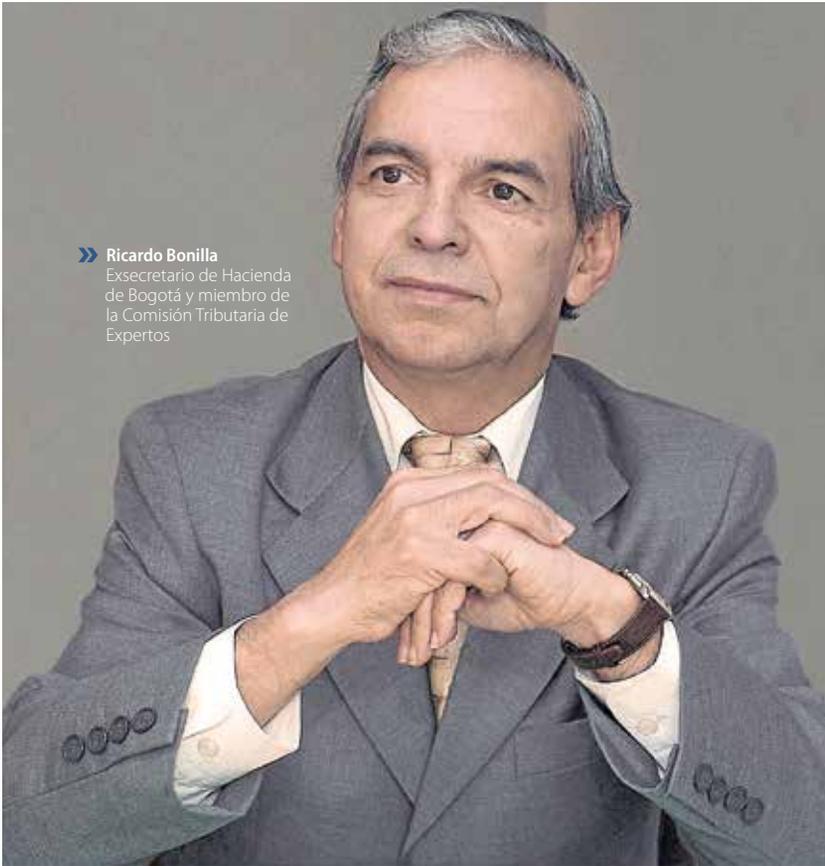
La ley de financiamiento o reforma tributaria, que por estos días comienza sus primeras votaciones en las Comisiones Económicas Conjuntas, sigue generando revuelo político, social y económico en todo el país, e incluso tiene en vilo buena parte de los programas aprobados en el Presupuesto General de la Nación del 2019.

La razón principal es que en sus casi 90 artículos, plantea cambios de forma y fondo en el sistema tributario colombiano, con los cuales el Gobierno busca 14 billones de pesos que le hacen falta para el próximo año. Sin embargo, su aprobación en el Congreso está dependiendo de un hilo.

Al cierre de esta edición, los diálogos entre ponentes y el Ministerio de Hacienda continuaban, pero el plato fuerte de la reforma (la ampliación de la canasta familiar que hoy tiene IVA) quedó definitivamente descartado, y el nuevo panorama tiene al Gobierno y al Congreso echando calculadora para conseguir más de 11 billones de pesos, recursos que habría recibido el Estado si se hubiera aprobado ese punto, que ahora duerme el sueño de los justos.

Como si esto no fuera poco, los tiempos apremian: al Legislativo le queda menos de un mes para aprobar la ley de financiamiento, de modo que empiece a regir a partir del primero de enero próximo, y todavía faltan otros aspectos de alta envergadura que no se han tocado, entre los que están las modificaciones a los impuestos de renta a personas naturales y jurídicas, el gravamen a las pensiones y los incentivos para megainversiones y empresas de varios sectores.

En cualquier caso, el ministro de Hacienda, Alberto Carrasquilla, ha asegurado que si bien la ley tiene como telón de fondo la reactivación económica del país, "también busca solucionar el problema de que el presupuesto está desfinanciado, porque le faltan los recursos para proveer algunos de los servicios



» Ricardo Bonilla  
Exsecretario de Hacienda  
de Bogotá y miembro de  
la Comisión Tributaria de  
Expertos

sociales más importantes que tiene el país".

De hecho, el jefe de la cartera agregó que la reforma va más allá y entre sus objetivos está poner a crecer la economía nacional a ritmos del 4 por ciento, tomando como base que las empresas tengan incentivos para invertir más recursos y, por ende, generen más empleos y den mejores remuneraciones.

No obstante, esta es una hipótesis sin fundamento para Ricardo Bonilla, exsecretario de Hacienda de Bogotá y miembro de la Comisión Tributaria de Expertos, quien aseguró que "la ley de financiamiento no es equitativa, ni progresiva, y es desafortunado que se plantee como una solución a un lío de caja, porque este es un problema que se inventó este Gobierno".

Explicó que el hecho de que por bajar impuestos y aumentar 'gabelas'

se va a generar más empleo, es una estrategia que puede llegar a funcionar a corto plazo, pero a futuro no aplicaría, ya que "las firma terminan cerrando actividades que quedarían gravadas y abriendo otras que quedan con exenciones; es decir, en la práctica no crean más puestos de trabajo, solo reemplazan unos por otros".

En su concepto, el país sí requiere urgentemente una reforma fiscal, pero que, por ejemplo, incluya una reestructuración del impuesto de renta, no con el fin de recaudar más recursos, sino para hacer más progresivo el Estatuto Tributario. Para esto, propone, además, que se modifiquen las exenciones que hoy tienen las organizaciones, y se saquen de la ley radicada por Carrasquilla, ya que el articulado "no solo no las elimina, sino que las amplía", agregó Bonilla.

La defensa del Gobierno en este

punto va más allá de que se revivan o no los contratos de estabilidad jurídica y responde a la necesidad de que las firmas puedan competir en entornos globales, es decir, teniendo tasas efectivas de tributación más bajas, una en la que también coinciden expertos del sector.

Ahora, si bien Carrasquilla y Bonilla señalaron que la reforma se necesita, sí o sí, los cambios específicos de los impuestos son los que separan a uno del otro. Mientras el primero dijo que se debe hacer vía ley de financiamiento para conseguir los recursos faltantes del presupuesto del 2019, el segundo indica que los cambios impositivos que se incluyen en el proyecto lesionan la progresividad y equidad del sistema tributario nacional.

Para el exsecretario de Hacienda de la capital, un ejemplo de esto es la eliminación de la renta presuntiva, pues "al borrar este impuesto se eliminaría todo el estímulo que existe para reducir los activos improductivos de los estados financieros, y en últimas esto desemboca en que las empresas reduzcan la base gravable de su impuesto de renta".

Asimismo, indicó que es imperativo ponerles tiempos fijos a las exenciones y los beneficios que tienen las empresas, así como eliminar todo tipo de 'gabelas' -sin incluir los contratos de estabilidad jurídica-, y no revivirlas, como precisamente busca la ley de financiamiento en varios de sus artículos.

Con la caída del IVA al 80 por ciento de la canasta familiar, las discusiones de esta ley volvieron a ceros y, ahora más que nunca, están para alquilar balcón. Esto, en buena parte, porque la nueva situación llevará al Gobierno a sacar de la manga un plan B, que sirva para mejorar el sistema tributario actual y, de paso, no recortar los programas sociales el próximo año. El debate está abierto. **B**

# La dominancia alimentaria de la inflación

La política monetaria convencional no cuenta con las herramientas para hacerle frente a la inflación de alimentos causada por el clima.

**C**omo bien se sabe, el mandato de los bancos centrales modernos, como el Banco de la República, es decir aquellos que, al menos, sean independientes frente a los gobiernos y que sigan el esquema conocido como inflación objetivo y el régimen de flotación cambiaria, yace en velar por la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda.

Intentar crecer sin controlar la inflación, equivale a perseguir un dividendo espurio, ya que la primera y necesaria clave para garantizar que el crecimiento, en vez de ser flor de un día, se traduzca en genuino bienestar, es su sostenibilidad. A su vez, la condición *sine qua non* de la sostenibilidad del crecimiento es la garantía de una inflación baja y estable.

Sin embargo, el Emisor, como se le llama coloquialmente, solo cuenta con una herramienta para ayudar a frenar, estimular o, en lo posible, mantener constante la demanda. Tal es la regulación de la liquidez en el mercado a través de la tasa de interés de referencia o de política, como se le denomina a la que regularmente fija la autoridad monetaria.



**Carlos Gustavo Cano**  
Excodirector del Banco  
de la República.



**La clave para garantizar que el crecimiento, en vez de ser flor de un día se traduzca en genuino bienestar, es su sostenibilidad.**

Sin embargo, cuando se presentan choques de oferta, el Banco Central no debe reaccionar, excepto en el caso en que estos lleguen a afectar las expectativas del público sobre la inflación. El principal choque de oferta que nos viene afectando está en la volatilidad de los precios de los alimentos, determinada a su vez por el cambio climático.

La materialización de este no es otra que el estrés hídrico que padece el planeta. Sus causas ostensibles se concentran en la elevación del nivel del mar debido al derretimiento de los casquetes polares, la ruina de los páramos –en Colombia las fábricas de agua– el deterioro de los suelos y los acuíferos, la desertización, la erosión y la caída de los niveles freáticos.

No hay que olvidar que el 70 por ciento del agua del planeta se emplea en agricultura, el 22 por ciento en industria –principalmente en alimentos y bebida– y apenas 8 por ciento en usos domésticos. O sea que la producción de comida se hace con agua.

Una conclusión obvia es que la política monetaria convencional no cuenta con las herramientas para hacerle frente a la inflación de alimentos causada por el clima. Se requiere acompañarla con una política fiscal ambiental.



## Hay que adoptar un sistema impositivo que grave las emisiones de gases de efecto invernadero y, a la vez, compense las inversiones en proyectos orientados a mitigar las secuelas del cambio climático.

Hace un siglo, Cecil Arthur Pigou, entonces profesor de la Universidad de Cambridge, en Inglaterra, formuló la flamante teoría de las externalidades, según la cual todo proceso productivo genera costos que no siempre se reflejan en el mecanismo de formación de los precios de bienes y servicios en la economía. Su lección central: quien dañe debe pagar y quien compense debe recibir. Moraleja: hay que reinventar las contabilidades privada y pública, incorporando a las mismas los verdaderos costos del crecimiento en detrimento del capital natural, esto mediante un sistema de tributación ambiental que penalice a quien dañe y que premie a quien beneficie.

El paso a seguir debe ser adoptar un sistema impositivo que grave las emisiones de gases de efecto invernadero y, que al tiempo, compense las inversiones en proyectos orientados a mitigar las secuelas del cambio climático.

Lo que hemos aprendido desde la primera cumbre mundial sobre la ecología en Estocolmo en 1972, pasando por el Protocolo de Kyo-

conforma un acervo de conocimiento sin igual para emprender la ecologización de la política fiscal.

La consigna debe ser que el mercado refleje la verdad ecológica. Lester Brown, célebre ecologista norteamericano, nos recordó que el comunismo había colapsado por no haber dicho la verdad económica. Lo mismo le podría ocurrir a nuestro sistema de economía de mercado libre si no incorporamos en nuestra contabilidad pública y privada la verdad ecológica. **B**

to de 1997, el *Dutch Green Tax Commission* de 1998, *La Economía del Cambio Climático*, de Nicholas Stern en el 2006 y *The Casino Climate*, de William Nordhaus (Premio Nobel de Economía 2018),



# ¿Qué es un derivado?

Con este tipo de instrumentos financieros es posible cubrir riesgos y reducir la incertidumbre.

**L**os derivados son instrumentos o contratos financieros cuyo precio está basado (o se 'deriva') de la evolución de los valores de uno o más activos, previstos para su intercambio, que se denominan activos subyacentes. Estos últimos pueden representar desde bienes tangibles, como materias primas y alimentos, hasta incluir bonos, acciones o divisas del mercado bursátil. Su uso permite generar la cobertura sobre los riesgos concernientes a su precio y disponibilidad para el intercambio, reduciendo la incertidumbre de los interesados.

Los derivados, a su vez, se clasifican en estandarizados y no estandarizados. Los primeros son aquellos contratos que las características como el activo, el tamaño del contrato, la fecha de vencimiento y el método de liquidación están predeterminadas. En Colombia, la Bolsa de Valores

identifica y define las características de los derivados que pueden ser transados. Por otro lado, los derivados no estandarizados se negocian de forma bilateral, de manera que todos los aspectos relevantes se pactan conforme a las necesidades de los clientes.

## Conceptos importantes

Dos conceptos adicionales relacionados con los derivados son los futuros y las garantías. Un futuro es un derivado en el que se pacta la compra o venta de un activo en una fecha futura, manteniendo las características diseñadas por la Bolsa de Valores de Colombia.

Las garantías, por su parte, son un porcentaje del total de contrato que tiene que entregar cada una de las partes para poder operar el futuro. El valor de esta garantía es depositado en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC), la cual velará por el cumplimiento de las posiciones al vencimiento del contrato. Este



porcentaje depende del derivado (futuro) que se va a adquirir, que, normalmente, oscila entre 12 y 19 por ciento.

## Ejemplo práctico

Considerando lo anterior, se plantea el caso de la venta de granos de cacao colombiano a una firma española, la cual, durante la negociación del producto, decide asegurar la provisión de



300 toneladas mensuales de cacao durante un año, a un precio más estable al observado en los mercados internacionales. En este punto, ambas partes interesadas pactan un derivado que establece este suministro mensual por un año, a un precio fijo de 2.500 dólares por tonelada, es decir, el contrato se precisa por un monto de 750 mil dólares mensuales.

Como se observa, el derivado per-

mite que tanto el comprador como el vendedor tengan certeza no solo del contrato de venta del cacao durante un año, a unos montos fijos establecidos, sino que también se asegure un flujo fijo de gastos e ingresos, según la posición, dado por la cantidad y precio acordado, que no depende de la volatilidad del precio internacional del cacao. De esta manera, las cotizaciones de esta materia prima po-

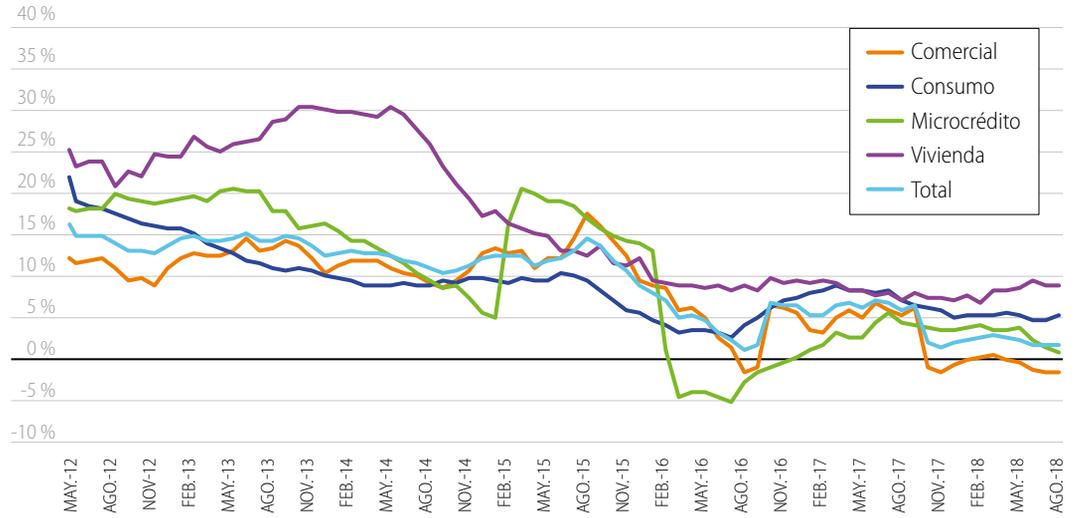
drían beneficiar al vendedor y afectar al comprador ante mayores precios o viceversa ante la caída de ellos.

#### Para tener en cuenta

Este tipo de producto financiero no está diseñado para principiantes en el mercado de valores, por lo que es recomendable asesorarse muy bien antes de tomar cualquier decisión de inversión. **B**

**CRECIMIENTO REAL DE LA CARTERA**

FUENTE: SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA



**INDICADOR DE CUBRIMIENTO TRADICIONAL**

FUENTE: SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA



**INDICADOR DE CALIDAD TRADICIONAL**

FUENTE: SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA



**INDICADOR BANCARIO DE REFERENCIA (IBR) PLAZO UN MES (NOMINAL)**

FUENTE: BANCO DE LA REPÚBLICA



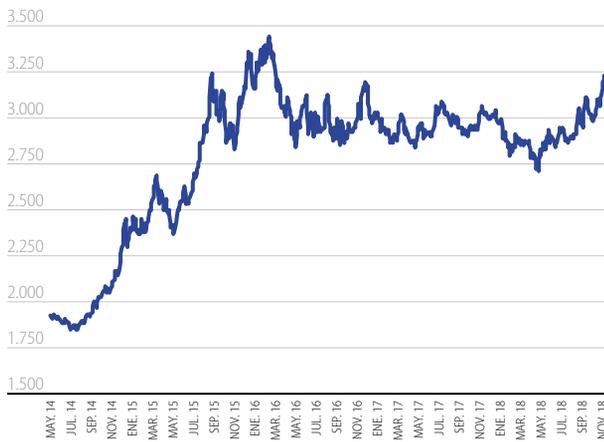
### COLCAP

FUENTE: BANCO DE LA REPÚBLICA



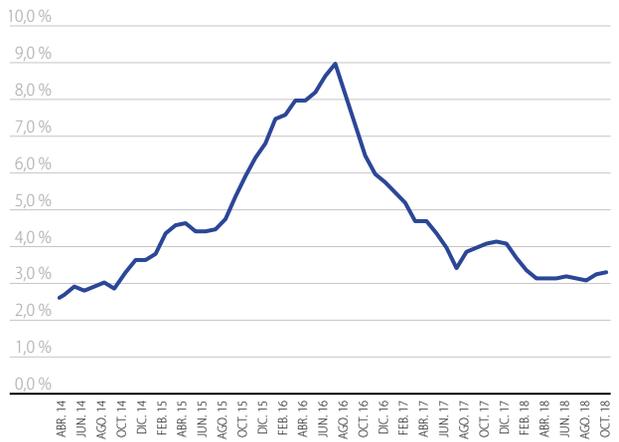
### DÓLAR (TASA REPRESENTATIVA DEL MERCADO)

FUENTE: BANCO DE LA REPÚBLICA



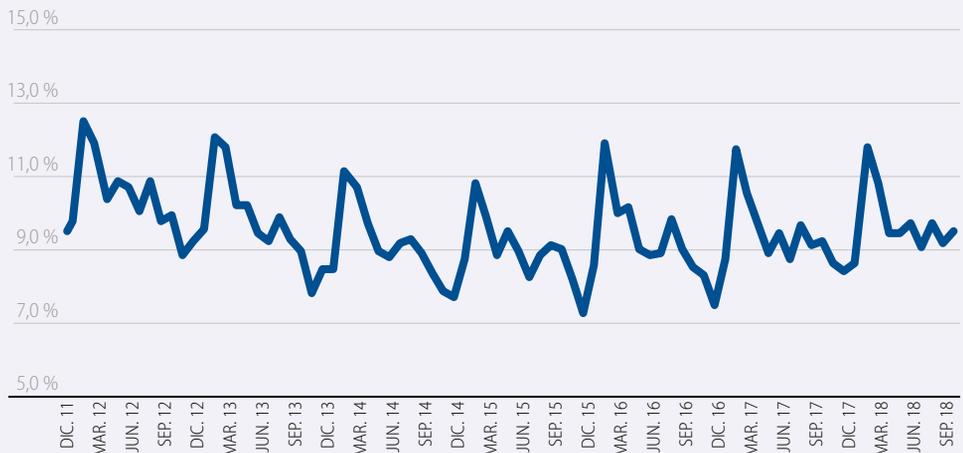
### INFLACIÓN ANUAL

FUENTE: DANE



### TASA DE DESEMPLEO EN COLOMBIA

FUENTE: DANE



# Titularizaciones: vehículo para el crecimiento

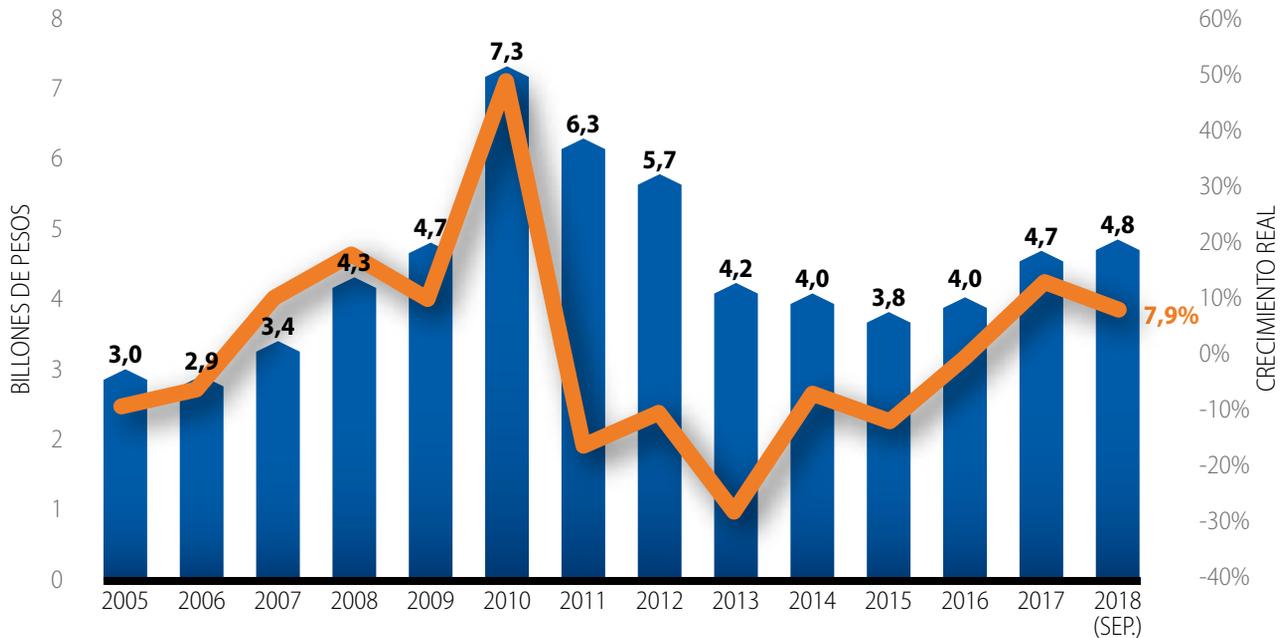
Al ser un elemento que complementa virtuosamente el mercado de capitales y crediticio, resulta de vital importancia para retomar las sendas de crecimiento de la economía colombiana.

**H**oy por hoy, uno de los principales temas de análisis en materia económica local es la recuperación del crecimiento de la actividad productiva en el mediano y largo plazo. Para la consecución de este objetivo de política se deben robustecer, además de factores de competitividad, las fuentes de desarrollo que han contribuido en mayor medida al dinamismo de la actividad productiva, entre ellas, la industria financiera, una de las piezas claves para el crecimiento de la economía en la última década.

Para potenciar el sistema financiero como motor de progreso, es

necesario analizar aquellos factores que pueden impulsar su desarrollo desde el estímulo de actividades, actores y servicios que hacen parte, tanto del mercado de capitales como de la intermediación financiera. Las titularizaciones aparecen en este escenario como un proceso que busca poder brindarle mayor dinamismo al mercado financiero mediante el impulso a la liquidez, en el que no solo diversifica y fortalece el fondeo de las entidades bancarias y optimiza la gestión de riesgo del sistema, sino que a su vez fomenta y robustece las alternativas de inversión para diversos agentes de la eco-

## CARTERA TITULARIZADA



FUENTE: TITULARIZADORA COLOMBIANA.

nomía con el objeto de canalizar el ahorro de manera eficiente.

Este factor de impulso transversal al mercado de capitales e intermediación financiera es un mecanismo por medio del cual el dueño de un activo, con un grado de liquidez bajo, puede 'empaquetarlo' o agruparlo en un título valor para ser vendido a inversionistas con el fin de contar con recursos de mayor liquidez. El proceso se lleva a cabo luego de que el originador, en este caso una entidad crediticia, haya desembolsado el crédito, permitiendo que activos de larga duración, como las hipotecas, pasen a ser fondeados con mecanismos de largo plazo y no de corto. Cabe resaltar que en la estructura del proceso de titularización se definen los mecanismos de cobertura del inversionista que son suministrados por el proveedor de este mecanismo.

En Colombia, a finales del siglo XX, se adelantaron los primeros procesos de titularización de activos inmobiliarios con el propósito de fon-



**En Colombia, a finales del siglo XX, se adelantaron los primeros procesos de titularización de activos inmobiliarios con el propósito de fondear operaciones activas de crédito de entidades dedicadas al negocio hipotecario.**

dear operaciones activas de crédito de entidades dedicadas al negocio hipotecario. Actualmente, la Titularizadora Colombiana es la única entidad del país especializada en el proceso de titularización de activos. Desde su creación, en el 2001, posterior a la crisis hipotecaria, ha logrado articular las necesidades de financiación de los sectores económicos con el mercado de capitales colombiano.

En la determinación de la dinámica de las emisiones en Colombia, los beneficios tributarios han actuado de manera relevante. Durante algo más de quince años, se han realizado 57 emisiones que se han traducido en un

volumen de 22,3 billones de pesos. En los últimos años, el monto de las emisiones anuales, aunque ha venido incrementándose desde el 2015 hasta alcanzar los 1,6 billones de pesos en el 2017, no logra superar el promedio anual que se registró en el periodo 2002-2010. Al respecto, no cabe duda de que el incentivo tributario vigente hasta el 31 de diciembre del 2010 (Ley 964 de 2005) le brindó un atractivo adicional a la inversión en estos títulos, pero con su extinción el impacto sobre las emisiones resultó ser negativo.

En cuanto al comportamiento de la cartera titularizada, a principios de





»»»

este siglo, se evidenció una dinámica creciente hasta alcanzar los 7 billones de pesos en el 2010. Sin embargo, desde entonces, con la eliminación del beneficio tributario, el monto cayó hasta los 4 billones de pesos, a pesar de que las condiciones macroeconómicas en la segunda década de este siglo fueron particularmente

propicias para la titularización. Así las cosas, es ilustrativo que la cartera titularizada haya pasado de representar el 1,6 por ciento de la cartera total del sistema financiero a 3,8 por ciento en el 2010, y que posteriormente haya disminuido su peso hasta alcanzar el nivel actual de 0,9 por ciento.

En el caso particular del tipo de



**En América Latina se han concretado diversas iniciativas legales y regulatorias para incentivar el uso de la titularización como mecanismo de fondeo y desarrollo del sistema financiero.**

subyacente, debe mencionarse que, del total de la cartera titularizada, cerca del 95 por ciento es cartera de vivienda. Lo anterior, aun cuando que ha habido una mayor diversificación en los últimos años, refleja que Colombia todavía luce rezagada en este aspecto, al ser comparada con sus pares regionales.

En el caso de América Latina, se han concretado diversas iniciativas legales y regulatorias para incentivar el uso de la titularización como mecanismo de fondeo y desarrollo del sistema financiero, lo que ha llevado a que su desarrollo se haya extendido a otro tipo de créditos diferente al hipotecario. En efecto, hace poco los más susceptibles a la titularización han sido los que se orientan al consumo y, en menor medida, a los provenientes del mercado de vivienda.

Para Colombia, la importancia de profundizar este mercado radica en



que las titularizaciones les permite a los originadores fortalecer sus balances y optimizar sus decisiones en la administración de riesgos de liquidez. Por su parte, para los inversionistas, las titularizaciones se convierten en un vehículo alternativo de inversión con riesgos específicos, lo que les permite diversificar su portafolio, con la facilidad de que esos títulos se pueden negociar en el mercado secundario.

En el camino a seguir, deberán plantearse esfuerzos y estrategias que vayan desde la restitución de la exención tributaria de los rendimientos de los títulos resultantes de procesos de titularización hipotecaria, la

inclusión de los títulos resultantes en los colaterales aceptados para las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) por parte del Banco de la República, la diversificación del portafolio de títulos que se emiten y la participación en mercados de titularización transfronterizos. Así mismo, será necesario tener en cuenta que las nuevas exigencias de Basilea III

pueden profundizar la emisión de titularizaciones.

En suma, al ser un elemento que complementa virtuosamente el mercado de capitales y crediticio, resulta de vital importancia para retomar las sendas de crecimiento de la economía colombiana. Dicho proceso no solo permite diversificar y fortalecer el fondeo de las entidades bancarias, para profundizar las colocaciones de recursos en proyectos que promuevan el desarrollo del país, sino que, adicionalmente, extiende el portafolio de inversiones para diversos agentes, por lo que el ahorro podría gestionarse más eficientemente. **B**



