Documento del Banco Interamericano de Desarrollo

**Colombia**

**PROGRAMA DE APOYO A LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO II**

**(CO-L1214)**

**Análisis Económico**

Este documento fue preparado por Alejandro Tamola (IFD/CMF).

**Índice**

i. Introducción y Antecedentes 1

Ii. Consideraciones Metodológicas 5

Iii. Valoración Beneficios y Costos 12

Iv. Análisis de Sensibilidad 18

V. Conclusión y Recomendación 22

1. Introducción y Antecedentes
	1. **Antecedentes**. El presente anexo de análisis económico corresponde a la serie de dos Préstamos de Apoyo a Reformas de Política bajo el Enfoque Programático (PBP). El análisis económico de las reformas fue considerado originalmente en el anexo de análisis económico de la operación CO-L114, y el presente análisis se basa en dicho anexo:
	2. **Marco conceptual**. Los desembolsos de las operaciones CO-L1144 y CO-L1214 corresponden a un conjunto coherente de reformas cuyo desarrollo se extiende en el tiempo pero que constituyen un grupo de reformas conceptualmente definidas con independencia de los desembolsos
		1. La serie se originó en el año 2015 (3554/OC-CO) y fue acordada con el Gobierno de Colombia como apoyo a un conjunto de medidas estructurales destinadas a mejorar la contribución del sistema financiero al crecimiento del país.
		2. Las políticas apoyadas se agruparon en 4 grupos, de los cuales el primero es un componente marco, y los restantes agrupan las medidas que dan curso a las reformas:
			* Componente I: Estabilidad macroeconómica
			* Componente II: Mejora del financiamiento para el desarrollo productivo y las alianzas público-privadas
			* Componente III: Mejora de la regulación y supervisión del sistema financiero
			* Componente IV: Mejoras de la inclusión financiera
		3. Las medidas de políticas van desde leyes, decretos reglamentarios, decretos, hasta circulares, definición de formularios, pasando por elaboraciones de propuestas y proyectos de decreto o de leyes.
		4. Muchas de estas medidas conllevan la definición de una reforma específica instrumentada por varios actos legislativos y/o administrativos (por ejemplo, circulares, decretos reglamentarios, y leyes que apuntan al logro de un aspecto específico).
		5. Las 30 medidas de política consideradas en la operación CO-1214 están alineadas con las medidas de política apoyadas en la operación CO-L1144 y son parte de la secuencia de actos legislativos y/o administrativos que implementan las reformas en las áreas consideradas (componentes II a IV).
		6. Ninguna de las 30 medidas consideradas en la operación CO-L1214 corresponde a nuevas políticas o nuevas áreas de acción.
		7. 27 de las 30 medidas de política apoyadas con el segundo desembolso de la serie ya estaban previstas en la matriz de políticas asociada a la operación CO-L1144, siendo la gran mayoría de ellas articulaciones con medidas apoyadas en la operación CO-L1144.
		8. De lo anterior surge que las dos operaciones, CO-L1144 y CO-L1214, apoyan el mismo conjunto de reformas que se han extendido en su desarrollo a lo largo de varios meses, y no dos conjuntos de reformas.
		9. Conceptualmente, dado que las cuantificaciones del análisis económico anterior fueron aceptadas como la cuantificación de los elementos más representativos del programa, en este anexo se argumenta que dado que no existe una modificación significativa en las expectativas del avance de las reformas y no se presentan áreas de reforma nuevas, no es necesario introducir modificaciones a las metodologías utilizadas para las cuantificaciones ya realizadas.
	3. Continuando, la presente operación acompaña reformas de políticas cuyos objetivos concretos son: incrementar el financiamiento para el desarrollo productivo; mejorar la regulación y supervisión del sistema financiero para apoyar el desarrollo del mercado de capitales y la transparencia financiera; y mejorar la inclusión financiera para la población no bancarizada y las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MIPYME).
	4. Como se ha indicado, dichos objetivos son análogos a los contemplados en el préstamo programático 3554/OC-CO aprobado en 2015. En este último se establecieron las principales reformas legales e institucionales del programa. Dicho préstamo fue desembolsado en el mismo año, al haberse cumplido las condiciones previas. Con este segundo programa se consolidan las reformas de política que a la fecha han logrado avances significativos, entre los que se destacan: (i) incremento del crédito como proporción del Producto Interno Bruto (PIB) a un nivel de 48,8% a junio 2016; (ii) el avance en desarrollo productivo, particularmente a través del cierre financiero de proyectos de alianzas público-privadas en transporte por medio de la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN); (iii) la adopción de mejoras a las regulaciones destinadas a mejorar la transparencia financiera y protección al consumidor, que se alinean con el objetivo de que Colombia acceda a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE); (iv) el incremento en la cantidad de personas que accede a instrumentos financieros a un 77,1% a junio de 2016; y (v) el inicio del trámite de incorporación de una nueva Sociedad Especial de Pagos y Depósitos Electrónicos (SEPDE) a concretarse antes del final de 2016 para profundizar la inclusión financiera.
	5. **Contexto macroeconómico y políticas.** El contexto de lineamientos de políticas macroeconómicas en el que se encuadra el programa no ha sufrido modificaciones substantivas en relación a la situación de la primera operación. Las estrategias de contención de la inflación y el fortalecimiento institucional siguen siendo parte de los elementos centrales de la política macroeconómica que le ha permitido a Colombia incrementar la resiliencia de su economía frente a shocks externos, tal como verificado con la caída de los precios del petróleo desde mediados de 2014[[1]](#footnote-1). Cabe notar aquí también que el 13 de Junio el FMI aprobó una línea contingente (“Flexible Credit Line Arrangement”) por US$11.500 millones siguiendo la cancelación del anterior acuerdo. Tal como lo indica el propio acuerdo, dicha línea se hace disponible a países cuyas con sólidos fundamentos es sus economías y políticas[[2]](#footnote-2).
	6. **Crecimiento, pobreza, y desigualdad.** A pesar del contexto internacional adverso, en 2015 el Producto Interno Bruto (PIB) creció 3,1% y se estima que hacia 2019 converja en torno a niveles pre-crisis (4%). La pobreza continuó descendiendo de 24,6% en 2014 a 24,1% en 2015. La desigualdad se redujo a 52,2 puntos (índice Gini), luego de haber permanecido en 54 puntos desde 2012. En todos estos casos se considera que los valores observados son consistentes con las expectativas al momento de la primera operación (CO-L1144) y que no hay razones para considerar que se haya materializado un cambio de régimen que invalide las condiciones de análisis del primer préstamo.
	7. **Acuerdo de Paz, ingreso a la OCDE.** Al momento de realizarse las proyecciones en la primera operación, no se había concretado el acuerdo de cese al fuego entre el Gobierno de Colombia y las Fuerzas Armadas Revolucionarias de Colombia (FARC). Luego del resultado del referendo del 2 de octubre de 2016, el gobierno de Colombia reafirmó la continuidad del acuerdo de cese al fuego[[3]](#footnote-3) y su voluntad para continuar trabajando por un acuerdo de paz[[4]](#footnote-4). En este sentido, consideramos que la situación actual no representa una modificación substancial para las expectativas macroeconómicas respecto de las existentes al momento de la primera operación. Un elemento objetivo que es consistente con esta posición es el hecho de que el proceso de reformas para el ingreso a la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) sigue en marcha según lo términos establecidos.
	8. **Contexto económico-productivo.** Los principales sectores económicos del país son: sector financiero (19,7% del Producto Interno Bruto - PIB); comercio, hoteles y restaurantes (12%); industria y manufacturas (11,2%); y transporte y comunicaciones (7,3%)[[5]](#footnote-5). La estructura económica se caracteriza por la importancia de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MIPYME), las que representan el 95% de las empresas, el 80% del empleo privado y el 35% del PIB. Colombia presenta significativas brechas de productividad respecto a los países de ingresos medios y altos –y por tanto, un amplio espacio para mejorar potencialmente. Entre 1990 y 2011, el crecimiento de la productividad de la economía se situó en valores cercanos a cero, mientras que países como Chile y Perú experimentaron un crecimiento de 20% y 4% respectivamente. El rezago de productividad afecta principalmente a las MIPYME, las cuales alcanzan niveles de 45% respecto a la productividad de las empresas norteamericanas de similar tamaño[[6]](#footnote-6). Cerca del 80% de los productos en los que Colombia posee ventaja comparativa corresponden al sector primario, los cuales tienen una complejidad económica comparada baja (dado que requieren de bajas capacidades tecnológicas y de capital humano para ser producidos) y, por tanto, realizan una limitada contribución al crecimiento económico[[7]](#footnote-7).
	9. **Contexto financiero.** El sistema financiero cumple un rol fundamental en el crecimiento económico[[8]](#footnote-8). Un sistema financiero eficiente permite: (i) canalizar recursos hacia los actores y proyectos más productivos, estimulando el crecimiento; (ii) transformar plazos, redireccionando el ahorro de corto plazo hacia inversiones de largo plazo, y asignando recursos hacia inversiones productivas, tales como aquellas en infraestructura; (iii) suavizar el consumo de hogares y empresas a nivel intertemporal, reduciendo sus restricciones de liquidez y los *shocks* negativos sobre el bienestar; y (iv) atenuar el impacto de la volatilidad y los *shocks* macroeconómicos[[9]](#footnote-9). El nivel de desarrollo del sistema financiero en Colombia ha mejorado notablemente en los últimos años. En el año 2012, el Foro Económico Mundial ubicaba al país en el puesto 46 a nivel mundial, por debajo, de Chile (29), Brasil (32) y Perú (41). En 2016, Colombia había avanzado 21 posiciones y se ubicaba en el puesto 25 a nivel mundial, y tercero a nivel regional, por detrás de Panamá (15) y Chile (21). Cabe notar que estas posiciones relativas eran conocidas al momento de la aprobación de la primera de las operaciones apoyando las reformas consideradas.
	10. **Desafío de políticas.** Uno de los principales desafíos para lograr un mayor desarrollo es mejorar la contribución del sistema financiero al crecimiento de Colombia. En lo que hace al financiamiento para el desarrollo productivo, tal como se identificó en la primera operación, las reformas buscaban en parte mejorar la efectividad de las garantías para dar acceso al financiamiento, lo cual requiere avanzar hacia mejores sistemas de información crediticia y una legislación sobre garantías mobiliarias basada en mejores prácticas internacionales. Un segundo aspecto a mejorar, también identificado al comienzo de la serie, refiere dentro de esta primera área a la necesidad de fortalecer a las instituciones públicas para el financiamiento del desarrollo productivo. En términos de supervisión y regulación del sistema financiero, los desafíos apuntan a: (i) fortalecer la regulación y supervisión del sistema financiero (supervisión de conglomerados financieros, simplificación de requisitos de emisión en el mercado de capitales, mejorar la transparencia y la gestión de riesgo), y; (ii) mejorar la transparencia financiera (supervisión más efectiva, incrementar la disponibilidad y la confiabilidad de la información financiera). Finalmente, en términos de inclusión financiera los objetivos de la reforma apuntaban a una mayor inclusión de la población colombiana a través de: (i) simplificación de trámites y requisitos para el acceso a servicios financieros; y (ii) ampliación hacia canales alternativos para el acceso a servicios financieros.
	11. **Evolución de la reforma.** En la primera operación se identificaron tres ejes de reformas: (i) la ampliación del financiamiento para el desarrollo productivo, para apoyar el avance hacia una economía más productiva y compleja y cerrar la brecha de inversión en la infraestructura requerida para un crecimiento sostenido del país; (ii) la consolidación del avance en la regulación y supervisión del sistema financiero, impulsando mayor transparencia y desarrollo de los mercados de capitales, a fin de movilizar recursos y diversificar los mecanismos de financiamiento para hacer frente a las necesidades de inversión productiva, sin afectar la estabilidad fiscal; y (iii) la mejora de la inclusión financiera, para aliviar las restricciones de liquidez de hogares y empresas, mejorar sus niveles de consumo e inversión, y contribuir a reducir la vulnerabilidad y desigualdad de la población. En la siguiente sección, como parte de las consideraciones metodológicas, se presenta el avance realizado por la primera operación, así como también las medidas contempladas por la segunda operación para cada uno de dichos ejes.
2. Consideraciones Metodológicas
	1. **Justificación general.** El programa bajo consideración es complejo tanto por su diseño como por las diversas áreas que se ven involucradas en el mismo. El amplio espectro de alcance de las reformas introduce una dificultad al momento de diseñar una estrategia que anticipe los flujos de costos y beneficios que se esperan a partir de la implementación del mismo. La complejidad de las reformas requiere la aceptación de una serie de simplificaciones y agregaciones si se desea aproximar el impacto económico de las mismas. En particular, ha de atenderse a las limitaciones informativas para llegar a parametrizaciones de los conceptos involucrados en las reformas descriptas. En línea con estas consideraciones, cabe indicar entonces que se apunta en este anexo a lograr una cuantificación lo más extensa posible en lo que hace a cobertura de las políticas apoyadas, identificando parámetros que resultan de la agregación de información.
	2. La cuantificación indicada puede aproximarse de múltiples formas. Una primera estrategia involucra la utilización de estudios de equilibrio parcial que evalúen reformas similares en contextos comparables. Siguiendo esta línea, podría obtenerse una aproximación a los efectos de primer orden de las reformas, pero se deja de lado una serie de interacciones potencialmente relevantes y, potencialmente también, se dejan de lado efectos dinámicos. Una segunda estrategia para aproximar los impactos de las reformas, es basar las aproximaciones en estimaciones y/o calibraciones de modelos estructurales y de equilibrio general. En este caso, se gana en relación a la primera estrategia en que las cuantificaciones, bajo el supuesto de comparabilidad de los resultados, no serían solamente indicativas de los efectos de primer orden pero todavía no se daría cuenta de las potenciales interacciones entre las principales políticas bajo consideración. Surge así, de manera lógica, que una tercera estrategia para cuantificar los impactos consiste en la utilización de modelos estructurales que puedan acomodar dentro de su estructura las alteraciones requeridas para simular los cambios de política correspondientes. En estos casos, una dificultad no menor es la de disponer de información suficiente y pertinente que permita cuantificar los parámetros relevantes en el modelo. Para el presente caso cabe notar que se ha propuesto recientemente un modelo de equilibrio general, pertinente para economías en desarrollo y, en particular, que permite aproximar las políticas bajo consideración en el programa. Más aún, dicho modelo ya ha sido utilizado para analizar la economía de Colombia, y los datos necesarios para el análisis se encuentran disponibles y planificados en períodos adecuados para el análisis.
	3. **Literatura relacionada y naturaleza de las relaciones**. Uno de los aspectos que fundamentan y orientan las políticas apoyadas por el presente préstamo es la existencia de una relación causal entre la intermediación financiera y el crecimiento. Esta relación puede detectarse rápidamente en los datos, sin embargo, como es reconocido, la simple asociación no indica necesariamente la presencia de relaciones causales. Un tratamiento riguroso de este problema se encuentra en Levine y otros (2000). Este trabajo evalúa si el componente exógeno del desarrollo de intermediación financiera afecta el crecimiento económico; adicionalmente, dicho trabajo también explora el impacto de elementos tales como la protección de acreedores, ejecutabilidad de contratos, y estándares contables impacto sobre el nivel de desarrollo financiero. Este estudio de Levine y otros encuentra evidencia a favor de dichas hipótesis. Una pregunta similar es explorada por Rajan y Zingales (1998). En este trabajo los autores exploran el efecto de cambios exógenos en la disponibilidad de crédito y el crecimiento de sectores industriales, encontrando evidencia de que el desarrollo financiero tiene un efecto significativo sobre el crecimiento. En otro estudio relacionado, Beck y otros (2008) exploran nuevamente la relación crédito-crecimiento y encuentra, en particular, que el efecto del desarrollo financiero es particularmente importante para las pequeñas empresas. Finalmente, dentro de la literatura que explora los efectos del desarrollo financiero sobre el crecimiento, cabe citar a Greenwood y otros (2012), que explora los efectos de una mayor eficiencia de intermediación sobre el crecimiento calibrando un modelo de equilibrio general; en este caso, los resultados nuevamente señalan una relación positiva. Más recientemente, Garcia-Escribano and Han (2015) también presenta evidencia de un impacto significativo de la expansión de crédito en el crecimiento de la economía[[10]](#footnote-10).
	4. Otro elemento de importancia a considerar en su impacto en el acceso a crédito son las garantías. Las garantías tienden a ser usadas para reducir los problemas asociados a la exigencia de información asimétrica, sirviendo como señal sobre las características del prestatario y también para alienar parcialmente los incentivos con los del acreedor. Siguiendo de cerca la discusión inicial en Hanedar y otros (2014) cabe señalar que los requerimientos de garantías son más severos en los países en desarrollo debido en parte a sus sistemas financieros, con alta opacidad informativa y débiles procesos de ejecución. Adicionalmente, tal como es señalado por Menkhoff y otros (2012), las dificultades en la utilización de garantías como instrumento en transacciones financieras puede llevar a cambiar las características de los préstamos involucrados, descansando en parte en cambios en los plazos, tamaño del préstamo, restricciones de uso, y descansando más en el uso de información privada generada por la existencia de relaciones crediticias precedentes. Es entonces que la posibilidad de utilizar garantías afecta el acceso al crédito y, por tanto, se afectan las perspectivas de crecimiento.
	5. Uno de los objetivos de las políticas apoyadas es lograr una mayor inclusión financiera. En este caso, la dimensión de inclusión se enfoca en particular en dos áreas –como ya se notó: (i) simplificación de trámites y requisitos para el acceso a servicios financieros; y (ii) ampliación hacia canales alternativos para el acceso a servicios financieros. La inclusión financiera es un fenómeno multidimensional, que involucra barreras de participación y fricciones financieras. Tal como es señalado por Beck y otros (2008), la falta de inclusión es usualmente asociada a la inhabilidad de cumplir con los requisitos bancarios, tanto en lo que hace al pago de los costos asociados como a la entrega de documentación -punto también realizado por Bebczuk (2008) . Dado que el modelo seleccionado para cuantificar el impacto de las políticas consideradas tiene como uno de sus puntos centrales el impacto en inclusión, diferimos el resto de la discusión hasta la descripción del modelo subyacente a las cuantificaciones.
	6. **Modelo de referencia**. El modelo de referencia es el presentado en Karpowicz (2014)[[11]](#footnote-11), que es a su vez el modelo utilizado en Dabla-Norris y otros (2014)[[12]](#footnote-12) luego publicado como documento de trabajo del Fondo Monetario Internacional (Dabla-Norris y otros, 2015[[13]](#footnote-13)). En los tres casos, el modelo subyacente es el mismo siendo en Dabla-Norris y otros (2014, 2015) calibrado para Uganda, Kenia, Mozambique, Malasia, Filipinas, y Egipto, en tanto que Karpowicz (2014) replica el modelo calibrándolo para Colombia.
	7. **Descripción del modelo[[14]](#footnote-14)**. Se presenta aquí una descripción general del modelo utilizado para generar las imputaciones de este anexo (el modelo se discute en más detalle en el anexo de Monitoreo y Evaluación). Tal como se discute en Dabla-Norris y otros (2014), el modelo se enfoca en tres dimensiones de profundización financiera: Alcance, profundidad, y eficiencia[[15]](#footnote-15). Se trata de un modelo microfundado, de agentes heterogéneos en cuanto a la distribución de riqueza y talento, que pueden elegir entre dos actividades (asalariado o emprendedor). Existen dos regímenes, uno con crédito y otro sólo con ahorros. Los agentes en el régimen de ahorro, al cual se accede sin costo, no pueden endeudarse. Para pasar al régimen de crédito los agentes deben pagar un costo de participación. Una vez en el régimen de crédito, el total del crédito al que pueden acceder está limitado por la disponibilidad de activos para servir de garantía. Adicionalmente existen costos de monitoreo que afectan las condiciones de préstamo. Así, se trata entonces de un modelo de desarrollo financiero en el cual existen tres dimensiones: alcance, profundidad, y eficiencia. El contenido de estos conceptos y su relación con las políticas implementadas se discuten en el siguiente párrafo.
	8. **Parámetros de política y relación con el programa**. Tal como se discute en Dabla-Norris y otros (2014), el modelo se enfoca en tres dimensiones de profundización financiera: Alcance, profundidad, y eficiencia Así, se trata entonces de un modelo de desarrollo financiero que captura la importancia de estas variables. En lo que sigue se detallan entonces estos concepto y, en particular, se traza un paralelismo con las políticas apoyadas[[16]](#footnote-16): Se distingue entre aquellas medidas que se consideraron efectivas para el desembolso del primer préstamo de aquellas para el segundo. Adicionalmente, para las medidas requeridas para el segundo desembolso se nota aquellas que representan una continuación de medidas establecidas en el primer programa[[17]](#footnote-17).
		1. **Alcance** (“reach”) apunta a que participar en transacciones del sistema financiero involucra costos, los cuales según varíen afectan el nivel de participación de los agentes en procesos de intermediación financiera. Estos costos de transacción son capturados en el modelo con el parámetro $ψ$.

Dentro de las medidas implementadas al momento de aprobarse el primer desembolso que pueden asociarse más claramente a elementos que asociados al concepto de “alcance” son:

* + - 1. la aprobación de formularios de registro y derechos de registro del Registro de Garantías Mobiliarias, por parte del Ministerio de Comercio, Industria y Turismo.
			2. El Decreto Presidencial de Reforma Normativa Segundo Mercado que contiene la simplificación de requisitos de documentación para emisores en el Segundo Mercado.
			3. El proyecto de Decreto sobre el Régimen de Inversiones Internacionales publicado para consulta pública.
			4. El Decreto que modifica las disposiciones en relación con las excepciones a la definición de oferta pública de valores y la reapertura de emisiones de bonos ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP).
			5. La aprobación por parte del Congreso de la República de la Ley de Inclusión Financiera.
			6. El proyecto de Decreto de reglamentación de la Ley de Inclusión Financiera publicado para consulta pública, que incluye la normativa para el trámite simplificado de cuentas de ahorro y depósitos de dinero electrónico.
			7. El Decreto Presidencial de creación de Crédito de Consumo de Bajo Monto.
			8. La Resolución que certifica el interés bancario corriente para la modalidad de Crédito de Consumo de Bajo Monto, aprobada por la Superintendencia Financiera.
			9. La Regulación de tarifas de acceso para la prestación de los Servicios Financieros Móviles, aprobada por la Comisión de Regulación de Comunicaciones.

Dentro de las medidas implementadas para el segundo desembolso que pueden asociarse más claramente a elementos que asociados al concepto de “alcance” son:

* + - 1. El Decreto Presidencial de Régimen de Inversiones Internacionales ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP). [cont.2.8.a.iii]
			2. El Decreto de reglamentación de la Ley de Inclusión de Inclusión Financiera ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP). [cont.2.8.a.iv-v]
			3. La Resolución que certifica el interés bancario corriente para la modalidad de Crédito de Consumo de Bajo Monto ha sido actualizada por la Superintendencia Financiera. [cont.2.8.a.vi]
			4. Se ha elaborado el plan de acción para la revisión del marco regulatorio sobre protección de consumidor, información y canales de distribución de seguros inclusivos por el MHCP. [cont.2.8.a.viii]
			5. Se ha llevado a cabo el diagnóstico de las barreras tributarias para la formalización y creación de ecosistemas de pagos y el MHCP ha preparado el correspondiente informe.
			6. Se ha llevado a cabo el diagnóstico de la normativa del sistema financiero para ampliar el acceso a servicios financieros por género y el MHCP ha preparado el correspondiente informe. El reporte de revisión del régimen de capital para los agentes del mercado bursátil componentes de patrimonio técnico y los riesgos operacionales ha sido emitida por la Superintendencia Financiera.
		1. **Profundidad** (“depth”) refiere a que una vez superados los costos de participación, existen otros elementos que determinan el grado en el que se participa de los procesos de intermediación. Dado que un deudor pueda no pagar su deuda (“default”) y que la ejecutabilidad de los contratos sea imperfecta, se abre entonces un rol importante para el uso de garantías (“colateral”), en las cuales las condiciones asociadas a las mismas afectan directamente la profundidad financiera. Estos elementos son capturados en el modelo por el parámetro $λ$ (dónde un valor más alto representa una relajación de las restricciones, y un valor de $λ=1$ sería un extremo en el cual emprendedores con proyectos viables no pueden endeudarse).

Dentro de las medidas implementadas al momento de aprobarse el primer desembolso que pueden asociarse más claramente a elementos que asociados a la noción de costos de participación son:

Dentro de las reformas apoyadas, los elementos que afectan más directamente este parámetro son:

* + - 1. La aprobación de la Ley de Garantías Mobiliarias por parte del Congreso de la República.
			2. La aprobación de formularios de registro y derechos de registro del Registro de Garantías Mobiliarias, por parte del Ministerio de Comercio, Industria y Turismo.
			3. El Decreto Presidencial de cambio a límites individuales de crédito para la Financiera de mejorar el acceso a financiamiento productivo por parte del sector agrícola
			4. La aprobación por parte del Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario de las Circulares de Reglamento Operativo del Fondo Agropecuario de Garantías (FAG).

Dentro de las medidas implementadas para el segundo desembolso que pueden asociarse más claramente a elementos que asociados al concepto de “costos de participación” son:

* + - 1. El Decreto que reglamenta la ejecución de garantías mobiliarias por parte de las entidades de crédito ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP). [cont.2.8.b.i-ii]
			2. La Circular sobre mecanismos de valoración de las garantías mobiliarias ha sido emitida por la Superintendencia Financiera. [cont.2.8.b.i-ii]
			3. El Decreto para la revisión de cupos de concentración de crédito del Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario con las entidades con que hace redescuento ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP). [cont.2.8.b.iv]
		1. **Eficiencia** refiere a que resolver los problemas emergentes de la distribución asimétrica de información entre deudores y acreedores es costoso. Dicho de otra forma, realizar actividades de intermediación financiera es costoso porque involucra realizar actividades de verificación y monitoreo. En particular, el modelo en consideración traslada estos costos de intermediación al costo de financiamiento. El parámetro que captura los costos y la eficiencia de intermediación es $χ$ (el cual es proporcional a la escala del proyecto). Dentro de las medidas apoyadas al momento de aprobar la primera operación, los elementos que afectan más directamente este parámetro son:
			1. El proyecto de Ley del Plan Nacional de Desarrollo 2014-2018 que crea el Registro Único de Factura Electrónica presentado ante el Congreso de la República.
			2. La Reforma de los Estatutos de la Financiera de Desarrollo Nacional.
			3. La Declaración de la Nación, en su calidad de accionista de la Financiera de Desarrollo Nacional, sobre la adopción de mejores prácticas de gobierno corporativo.
			4. El Decreto Presidencial sobre la expedición de bonos híbridos como instrumentos para la capitalización de establecimientos de crédito.
			5. El Decreto Presidencial de cambio a límites individuales de crédito, regímenes de inversión de recursos de los fondos de cesantías, fondos de pensiones obligatorias, y portafolio que respalda las reservas técnicas de las compañías de seguros de vida, y modificación parcial de la definición de fondos de capital privado dentro del régimen de inversiones de fondos de capital privado que inviertan en infraestructura bajo el esquema de Alianzas Públicas-Privadas.
			6. La Circular Básica Jurídica de actualización a las instrucciones aplicables a las entidades vigiladas, expedida por la Superintendencia Financiera.
			7. La aprobación por parte del Congreso de la República de la Ley de Precios transparentes para los consumidores de los servicios financieros.
			8. Las Circulares de convergencia a Normas Internacionales de Información Financiera, expedidas por la Superintendencia Financiera.

Dentro de las medidas implementadas para el segundo desembolso que pueden asociarse más claramente a elementos que asociados al concepto de “eficiencia” son:

* + - 1. El Registro Único de Factura Electrónica ha sido creado mediante la Ley del Plan Nacional de Desarrollo 2014-2018 aprobada por el Congreso de la República. [cont.2.8.c.i]
			2. El Decreto que reglamenta la puesta en funcionamiento del Registro Único de Factura Electrónica ha sido emitido por el Gobierno Nacional (Ministerio de Comercio, Industria y Turismo). [cont.2.8.c.i]
			3. El Decreto que reglamenta la masificación de la Factura Electrónica ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP). [cont.2.8.c.i]
			4. El Decreto para la revisión de cupos de concentración de crédito del Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario con las entidades con que hace redescuento ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP). [cont.2.8.c.v]
			5. El Decreto que modifica las disposiciones sobre el régimen de protección al consumidor financiero del sistema general de pensiones para lograr precios transparentes ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP). [cont.2.8.c.vii]
			6. El Decreto para precios transparentes para los clientes de los establecimientos de crédito ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP). [cont.2.8.c.vii]
			7. Las Circulares de Normas Internacionales de Información Financiera han sido emitidas por la Superintendencia Financiera de acuerdo a las actualizaciones de la Junta de Normas Internacionales de Contabilidad. [cont.2.8.c.viii]
			8. El Proyecto de Ley de supervisión de conglomerados y mecanismos de resolución de las entidades financieras ha sido presentado al Congreso de la República para su revisión y aprobación.
			9. El Decreto que modifica las disposiciones sobre el nombramiento y remoción del Superintendente Financiero ha sido emitido por el Gobierno Nacional (Departamento Administrativo de la Función Pública).
			10. El Decreto que modifica las disposiciones en lo relacionado con el proceso de liquidación forzosa administrativa y el pago del seguro de depósitos de Fogafín ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP).
			11. Se ha llevado a cabo el diagnóstico de las barreras tributarias para la formalización y creación de ecosistemas de pagos y el MHCP ha preparado el correspondiente informe.
	1. **Continuidad de las medidas.** De la enumeración anterior y de la Matriz de Políticas puede observarse entonces que en esta segunda operación se está dando continuidad a las reformas ya definidas mediante la continuidad de medidas concretas.
	2. **Conexión con la matriz de resultados.** Antes de pasar a la siguiente sección para discutir la valoración de beneficios y costos, conviene notar como se implementará la conexión en estas dimensiones con la matriz de resultados. Aunque conceptualmente los parámetros que guían el alcance, profundidad, y eficiencia están coherentemente definidos en el modelo, y que los valores de los mismos son conocidos y han de computarse nuevamente para la etapa de evaluación, proveyendo así la información necesaria para su inclusión en la matriz de resultados, se considera que resulta más informativo utilizar variables alternativas para aproximar dichos conceptos. En particular, siguiendo la discusión en Dabla-Norris y otros (2014)[[18]](#footnote-18), se opta para la inclusión en la matriz de resultados de las siguientes variables[[19]](#footnote-19): para acceso, porcentaje de empresas con crédito o línea de crédito; para profundidad, el valor de garantías requeridas para obtener un préstamo, y; para eficiencia, el diferencial (“spread”) entre tasas activas y pasivas.
1. Valoración Beneficios y Costos
	1. **Consideraciones preliminares.** Antes de avanzar sobre los valores específicos que toman los escenarios con y sin programa, el período de referencia, y sensibilizaciones cabe realizar una serie de consideraciones preliminares respecto del período de referencia y escenario contrafactual y la variación de los parámetros en el modelo que guían la evolución del PIB bajo las reformas en vista de que el presente análisis económico no puede disociarse del análisis económico de la operación CO-L1144 por tratarse de la misma reforma (instrumentada en un secuencia de medidas) apoyada por dos desembolsos consecutivos. En efecto cabe hacer hincapié en que los préstamos de política permiten que, desde el punto de vista económico, puede tratarse a las operaciones CO-L1144 y CO-L1214 como desembolsos asociados a un solo conjunto de reformas. Con esto, en los dos párrafos subsiguientes se discuten los puntos del período de referencia y contrafactual, y la variación de los parámetros en el escenario con programa.
	2. **Período de referencia y contrafactual.** A partir de la definición del modelo a utilizar, el siguiente paso es calcular los flujos diferenciales de beneficios y costos atribuibles a las reformas apoyadas por el programa. En este sentido cabe indicar que se computaran los flujos económicos diferenciales atribuibles a las reformas, y que no se consideraran dentro de los mismos los flujos financieros surgidos de la operación. Adicionalmente, cabe destacar que se consideran flujos en términos reales, sobre un período de 10 años, que son descontados a una tasa anual del 12% según convención del BID para la evaluación económica de proyectos. En este punto es importante notar el período, en años calendario, sobre los cuales se computa el beneficio de las reformas como así también la definición del escenario contrafactual. Como se ha indicado, las reformas bajo consideración han comenzado a implementarse antes de la presente operación[[20]](#footnote-20) y las medidas apoyadas en la segunda operación son en gran parte continuaciones de medidas implementadas antes del primer desembolso. Más aún, ninguna de las medidas apoyadas en la segunda operación se escapa de las áreas establecidas en la primera operación –es decir, no hay reformas de una naturaleza distinta a la ya establecida. Adicionalmente, como se caracterizado en la sección I, el contexto de políticas macroeconómicas en el que se desarrollan estas reformas no presenta diferencias significativas respecto de las condiciones prevalentes y esperadas al momento de la aprobación de la primera operación. Estas consideraciones llevan a dos aspectos importantes. En primer lugar, es necesario prestar atención a la fuente de datos de PIB contrafactual. En efecto, al momento de realizar el análisis económico de la primera operación era posible argumentar que las proyecciones de PIB (tomadas del reporte del FMI “Outlook” de abril de 2015) no consideraban las reformas apoyadas por la operación CO-L1144. Sin embargo, a la fecha de este anexo, es posible que las proyecciones de PIB ya estén siendo afectadas por las medidas de la reforma.[[21]](#footnote-21) Para dar cuenta de este punto se opta por tomar como contrafactual la proyección de PIB correspondiente a la primera operación[[22]](#footnote-22). En segundo lugar, cabe discutir el período sobre el cual se ha de computar el flujo diferencial (escenarios con y sin reforma). Si se considera simplemente un período de 10 años a partir de la fecha de la aprobación de la operación CO-L1214 el valor presente de las reformas consideradas, aun si se utiliza el mismo PIB contrafactual y las mismas variaciones de los parámetros, tendería a ser más alto que lo estimado en la primera operación debido al crecimiento tendencial del PIB[[23]](#footnote-23). Sin embargo, esta configuración no refleja adecuadamente la implementación de las reformas ni resulta adecuado para comparar con las cuantificaciones realizadas en el primer análisis económico correspondiente a la primera operación (CO-L1144). El período calendario de referencia, entonces, ha de corresponder con el período calendario de referencia del primer análisis económico correspondiente al primer desembolso.
	3. **Variación de los parámetros.** El siguiente aspecto que cabe discutir en su relación con el primer análisis económico de las reformas financieras es el de la variación de los parámetros $ψ, λ, χ$ (participación, profundidad, eficiencia respectivamente) que intenta aproximar la implementación de las reformas. En este sentido cabe notar que la reforma apoyada por las operaciones CO-L1144 y CO-L1214 se ha instrumentado a través de una secuencia de medidas legales y administrativas que han comenzado a desarrollarse con anterioridad a los desembolsos y que estaban definidas con claridad al momento de la aprobación de la primera operación. Esto último puede observarse de la comparación de las matrices de política, dónde 25 de las 27 medidas de la presente operación ya estaban descriptas en la matriz de políticas de la primera operación[[24]](#footnote-24). Más aún, las nuevas medidas son en gran medida continuaciones y complementaciones de las medidas originales y, en particular, no introducen áreas nuevas de reforma ni *revierten* medidas ya tomadas. Con esto surge la pregunta de si es necesario o justificable introducir una variación adicional a los parámetros más allá de los considerados ya en el primer análisis económico –en particular si cabe considerar variaciones que representen profundizaciones más allá de lo considerado al momento de la primera operación. Una primera parte de la respuesta a esta pregunta ya está implícitamente resuelta a partir de que la secuencia de medidas ya estaba establecida y en implementación con antelación incluso a la primera operación. De manera complementaria cabe recordar que no se está utilizando un modelo específicamente diseñado para cuantificar esta reforma específica con todas sus medidas particulares y por tanto no es lógico pretender establecer un mapeo exacto entre medidas y parámetros. Finalmente, y en línea con lo anterior, con la utilización del modelo se busca aproximar el beneficio cumpliendo con el principio de prudencia en la estimación de los beneficios que indica cautela para no sobreestimar los mismos. Por otra parte, no se puede descartar completamente una interpretación en la que la continuidad en la implementación de las reformas planeadas pueda capturarse por una modificación marginal de los parámetros bajo discusión. En conclusión, a partir de los puntos anteriores, se considera que mantener la variación de los parámetros en los establecido en el análisis económico de la primera operación resulta la opción más razonable y prudente para evitar sobrevaloraciones de beneficios.
	4. **Parametrización y cuantificaciones.** En lo que sigue se presentan las parametrizaciones y cuantificaciones específicas teniendo en cuenta las consideraciones anteriores que indican que se mantiene el PIB contrafactual, el período de referencia, y la variación de los parámetros $ψ, λ, χ$ en línea con el primer análisis económico de la reforma financiera.
	5. **PIB y costos contrafactuales.** Para establecer los flujos económicos positivos atribuibles a las políticas implementadas se parte de un escenario base de evolución del PIB para el período considerado basado en las proyecciones del Fondo Monetario Internacional en abril de 2015 –dado que dicha proyección no considera los efectos de la reforma. En cuanto a los costos en el escenario sin reformas, los mismos son cero ya que las actividades necesarias para implementar estas medidas corresponden al escenario con reformas.
	6. **Beneficios.** En lo que hace a los flujos de beneficios, los mismos se computan a partir de los resultados derivados de variar los parámetros de costos de participación, restricciones de garantías, y de costos de intermediación ($ψ, λ, χ$ respectivamente) en lo que se considera será el impacto de las reformas sobre estos parámetros. En función del análisis de las políticas apoyadas y un extenso dialogo con los actores involucrados, en particular con Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) y el Banco de la República[[25]](#footnote-25), al momento de la primera operación de apoyo a la reforma se concluyó que las variaciones de los parámetros que aproximan cuantitativamente las políticas implementadas fueran -20% para costos de participación, +7% para el parámetro de garantías, y -2,5% en costos de intermediación.[[26]](#footnote-26)
	7. A los efectos de poner en una perspectiva adicional estos valores y su razonabilidad, en la tabla 3.A se presentan los valores calibrados para dichas variables por Dabla-Norris y otros (2014, 2015) y los valores para Colombia calculados en Karpowicz (2014). Las variaciones utilizadas significarían una reducción aproximada de 25% de la brecha entre los valores de Colombia y el promedio para Malasia, Filipinas, y Egipto en el parámetro de garantías y de 50% de la brecha en costos de intermediación, en tanto que para costos de participación representaría una reducción de 25% de la brecha con el promedio de costos de transacción con Uganda, Kenia, y Mozambique.

Tabla 3.A



* 1. **Costos.** En cuanto a la estimación de costos, lo que corresponde es imputar los recursos utilizados para implementar estas reformas ya que estos costos no se encuentran implícitos en la evolución del PIB del modelo. La estimación de los costos de implementación fueron obtenidos a partir del dialogo con las autoridades, y se contabilizan los salarios imputados a personal profesional y además el tiempo de los funcionarios políticos dedicado a estas tareas y también se consideraron los recursos imputados de insumos. El total de estos costos asciende a US$ 13,84 millones.
	2. **Flujos diferenciales.** A partir entonces de establecer los flujos de beneficios con y sin políticas, al igual que los flujos de costos con y sin implementación y desarrollo, se procede a calcular el diferencial en términos reales, sobre un período de 10 años[[27]](#footnote-27) [[28]](#footnote-28), descontando los flujos al 12%[[29]](#footnote-29). Los resultados de la estimación central se presentan en la tabla 3.B. En este escenario central se considera que las políticas llevaran a una mejora de los parámetros que capturan costos de participación, eficiencia del sistema de garantías, y eficiencia de intermediación de 20%, 7%, y 5% respectivamente de acuerdo a lo ya discutido previamente.

Tabla 3.B

Valores escenario central



* 1. **Contribución por componente.** A los efectos de proveer mayor información sobre la dinámica que lleva a estos resultados agregados, las tablas 3.C, 3.D, y 3.E descomponen la ganancia en VPN en las contribuciones de cada componente. Para ello, se supone sucesivamente que solo una de las dimensiones de las políticas apoyadas (capturadas respectivamente por los parámetros de costos de participación, garantías, y eficiencia de intermediación) muestra el cambio del escenario central manteniendo las dos restantes en los niveles pre-política. Como se observa, la mayor contribución al resultado total lo realizan las ganancias de eficiencia, seguidas de las mejoras en el sistema de garantías, y por último la reducción en los costos de participación. La razón detrás de esta distribución es doble. Por un lado, mejorar la eficiencia y expandir el crédito a partir de una mejora en el sistema de garantías son medidas sumamente potentes, y por otra parte, en el modelo planteado los impactos de mejoras en la eficiencia terminan de impactar más rápido que los cambios en garantías, con lo cual los beneficios se manifiestas antes.

Tabla 3.C

Contribución reducción costos de participación



Tabla 3.D

Contribución mejoras sistema de garantías

Tabla 3.E

Contribución mejora eficiencia.



* 1. Las tablas indicadas dan cuentan de la contribución al resultado central. En la siguiente sección se presenta como varía el resultad ante variaciones progresivas de los cambios esperados. En particular se consideran para cada uno de los parámetros el VPN de una mejora un 50% menor a lo esperado, 25% menor, y ninguna mejora. Se consideran además, situaciones extremas[[30]](#footnote-30) en las cuales no solo las reformas no tiene el efecto esperado sino que tiene el efecto opuesto –es decir, reducen por ejemplo la eficiencia del sistema y hacen más dificultosa la utilización de garantías.
1. Análisis de Sensibilidad
	1. En esta sección se presentan los cálculos que describen escenarios alternativos. En particular, se consideran escenarios en los cuales las reformas no impulsan los parámetros de referencia hasta los valores considerados en el escenario base. Cabe notar aquí, sin embargo, que el escenario base considerado en la sección anterior no es un escenario o hipótesis de máxima, sino que refleja, los valores más probables esperados de acuerdo a la información recogida en el dialogo con los distintos actores involucrados en las reformas. Dicho esto, se consideran secuencialmente situaciones en las que los cambios representan un 50%, un 25% y 0% de los valores originales (ver tablas 4.A.1 a 4.C3).
	2. En forma adicional a estas situaciones se consideran situaciones altamente improbables que de manifestarse podrían afectar substancialmente los resultados llevándolos a terrenos negativos. En particular se considera una situación en la que los costos de participación se incrementan, se deteriora el sistema de garantías, se reduce la eficiencia de intermediación, y se dan en forma conjunta los dos escenarios más negativos. Como se ha indicado, estos escenarios tienen una probabilidad de ocurrencia extremadamente baja, pero se los incluye dado el tamaño del impacto que podría generar su materialización (ver tablas 4.D.1 a 4.D.3).

Tabla 4.A.1 – Menores reducciones costos de participación



Tabla 4.A.2 – Menores reducciones costos de participación



Tabla 4.A.3 – Menores reducciones costos de participación



Tabla 4.B.1 – Menores mejoras en sistema de garantías



Tabla 4.B.2 – Menores mejoras en sistema de garantías



Tabla 4.B.3 – Menores mejoras en sistema de garantías



Tabla 4.C.1 – Menores ganancias de eficiencia



Tabla 4.C.1 – Menores ganancias de eficiencia



Tabla 4.C.1 – Menores ganancias de eficiencia

Tabla 4.D.1 – Pérdida de eficiencia



Tabla 4.D.2 – Deterioro sistema de garantías



Tabla 4.D.3 – Pérdida de eficiencia y deterioro sistema de garantías



* 1. La tabla 4.E.1 presenta en forma sintética la información contenida en esta sección. Como puede verse, el VPN permanece positivo para una amplia gama de configuraciones de parámetros, incluso ante la materialización de situaciones extremas en las cuales las reformas de política tienen efectos diametralmente opuestos a los esperados. En esta situación, puede verse como el programa tolera esta reversión en los componentes de eficiencia y garantías, y sólo se vuelve negativo para el caso de bajísima probabilidad de ocurrencia en el que se produce un deterioro significativo en las condiciones de garantías y eficiencia del sistema en forma simultánea.

Tabla 4.E.1 Resumen

Variaciones en parámetros y VPN (miles de millones US$)



1. Conclusión y recomendación
	1. Como parte de un esfuerzo continuo por el mejoramiento de las condiciones económico-sociales, el gobierno de Colombia decidió implementar una serie de medidas, coordinadas y articuladas entre sí, tendientes a mejorar el funcionamiento de su sistema financiero. Dicha secuencia de medidas constituyen una reforma que ha sido apoyada por el BID a través de dos operaciones secuenciales, CO-L1144 y CO-L1214. Como se ha indicado, los recursos facilitados por estas dos operaciones refieren técnicamente a un mismo proceso de reforma que se instruye de la mencionada secuencia de medidas articuladas. Dicha secuencia de medidas estaba definida y en curso al momento de la aprobación de CO-L1144, en tanto que la operación CO-L1214 corresponde esencialmente al cumplimiento de los compromisos ya explicitados en la Matriz de Políticas de la primera operación. Adicionalmente, como se ha mostrado, existe una conexión entre las medidas de referencia de la segunda operación y las medidas de la primera en el sentido de ser muchas estas últimas consolidaciones de las primeras. Más aún, se ha dejado en claro que las nuevas medidas apoyadas no incluyen nuevas áreas de acción fuera de las contempladas en la primera operación.
	2. Para aproximar la contribución económica de la reforma se ha optado por la utilización de un modelo de equilibrio general de desarrollo financiero que ha sido utilizado ya en otras operaciones similares dada su flexibilidad para acomodar los lineamientos conceptuales de la reforma. Dicho por modelo es, por construcción, una reducción en el sentido que no mapea una a una las medidas con parámetros específicos. Este modelo, que fue utilizado para cuantificar una aproximación de los beneficios netos de la reforma, continúa siendo válido al momento de esta segunda operación según lo discutido en las secciones anteriores. Teniendo en cuenta además que las medidas de la segunda operación ya estaban definidas al momento de la primera operación y que las mismas se articulaban desde un principio con las medidas iniciales, se consideró que las variaciones de los parámetros que fueron consideradas válidas en el análisis económico de la primera operación seguían siendo válidas para el segundo desembolso.
	3. En base a las consideraciones anteriores, el presente análisis costo beneficio muestra que los beneficios actualizados superan los costos actualizados bajo un escenario de supuestos razonables. El VPN de los incrementos en valor agregado del país proyectado por un periodo de 10 años es de US$ 10,6 mil millones en el escenario central. Adicionalmente, el programa posee un alto grado de tolerancia al impacto efectivos sobre las condiciones de interés. En particular, el programa de políticas tolera una reversión del impacto en los componentes individuales más significativos (eficiencia y garantías), y requiere una altamente improbable reversión en estos dos componentes para generar resultados netos negativos. Es por ello que el equipo de proyecto recomienda que el BID apruebe el financiamiento del presente programa.
1. Fondo Monetario Internacional (FMI), *Article IV Consultation - Staff report*, Abril 2016. [↑](#footnote-ref-1)
2. *The FCL is available to countries with very strong fundamentals, policies, and track records of policy implementation and is particularly useful for crisis prevention purposes*. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16154.pdf> [↑](#footnote-ref-2)
3. <http://cnnespanol.cnn.com/2016/10/13/santos-anuncia-que-el-cese-del-fuego-bilateral-sera-hasta-el-31-de-diciembre/>. [↑](#footnote-ref-3)
4. <https://www.imf.org/external/am/2016/speeches/pr33e.pdf>. [↑](#footnote-ref-4)
5. Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas, Producto Interno Bruto (PIB), 2015. [↑](#footnote-ref-5)
6. Ministerio de Industria, Comercio y Turismo*, Reporte de Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MIPYME)*, 2011. [↑](#footnote-ref-6)
7. Para un análisis detallado de la relación entre valor agregado, complejidad económica y crecimiento, véase: Hausmann et al., *The Atlas of Economic Complexity,* 2014. [↑](#footnote-ref-7)
8. Beck, T.; Levine, R. y Loayza, N., *“Finance and the sources of growth”*, *Journal of Financial Economics* 58(12), 261-300, 2000. [↑](#footnote-ref-8)
9. Banco Interamericano de Desarrollo (BID), *Documento de Marco Sectorial de Respaldo para PYME y Acceso y Supervisión Financieros*, GN-2768, 2014. [↑](#footnote-ref-9)
10. “Credit expansión in Emerging Markets: Propeller of Growth?” Garcia-Escribano, M. and Fei Han (2015) <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15212.pdf> [↑](#footnote-ref-10)
11. Karpowicz, Ms Izabela. Financial Inclusion, Growth and Inequality: A Model Application to Colombia. No. 14-166. International Monetary Fund, 2014. [↑](#footnote-ref-11)
12. Dabla-Norris, Era, Ji, Yan, Townsend, Robert and Filiz Unsal, 2014, “Financial Deepening, Growth, and Inequality: A Structural Framework for Developing Countries” [↑](#footnote-ref-12)
13. a-Norris, E.; Ji, Y.; Townsend, R. & Unsal, D. F. Identifying Constraints to Financial Inclusion and Their Impact on GDP and Inequality: A Structural Framework for Policy International Monetary Fund, 2015 [↑](#footnote-ref-13)
14. Para un mayor detalle sobre el modelo de referencia, ver anexo Monitoreo y Evaluación. [↑](#footnote-ref-14)
15. “Reach”, “depth”, y “efficiency” usando la terminología original. [↑](#footnote-ref-15)
16. La conexión entre políticas y parámetros se realiza considerando el impacto más relevante/probable. Es posible argumentar que ciertas políticas afectarán más de una dimensión, pero el mapeo de políticas a parámetros se realiza en los elementos más directos. [↑](#footnote-ref-16)
17. Por ejemplo, la medida del punto 2.8.a.x se relaciona con las medidas 2.8.a.iv y 2.8.a.v. [↑](#footnote-ref-17)
18. Dabla-Norris, Era, Ji, Yan, Townsend, Robert and Filiz Unsal, 2014, “Financial Deepening, Growth, and Inequality: A Structural Framework for Developing Countries,” IMF Working Paper (forthcoming), International Monetary Fund. Página 14. [↑](#footnote-ref-18)
19. Las fuentes de información y verificación se detallan en la matriz de resultados [↑](#footnote-ref-19)
20. Incluso la implementación comenzó antes del primer desembolso. [↑](#footnote-ref-20)
21. Desde la fecha de aprobación de la primera operación los datos del “Outlook” del FMI han sido actualizados 2 veces. [↑](#footnote-ref-21)
22. Nuevamente, la validez de este enfoque descansa hasta cierto punto en lo dicho anteriormente: que el contexto en el que se desarrollan estas reformas no presenta diferencias significativas respecto de las condiciones prevalentes y esperadas al momento de la aprobación de la primera operación. [↑](#footnote-ref-22)
23. Aunque cabe notar que debido a la alta tasa de descuento impuesta (12% real), las diferencias futuras tienden a tener un impacto menor. [↑](#footnote-ref-23)
24. Cabe aclarar que, aunque ya definidas, dichas medidas todavía no habían sido implementadas. [↑](#footnote-ref-24)
25. También fueron de relevancia los diálogos con Finagro y Bolsa de Valores de Colombia. [↑](#footnote-ref-25)
26. Según lo discutido, se mantendrán estas variaciones como representativas de los cambios inducidos por la reforma. [↑](#footnote-ref-26)
27. En el modelo de referencia, 10 es el número de periodos aproximado para llegar al nuevo equilibrio. Se considera prudente extender la contabilización de los costos y beneficios dentro de ese período y no extenderla más allá del mismo. [↑](#footnote-ref-27)
28. Según lo ya discutido se mantiene el período de referencia en lo establecido en el primer análisis económico de la reforma. Nótese que los flujos de 2014 en lo que hace a PIB son iguales, pero se incluye ese año como referencia y porque los costos ya estaban siendo incurridos. [↑](#footnote-ref-28)
29. Se reitera que la tabla 3.B y subsiguientes relacionadas, contienen flujos reales, y los valores en CO$ corresponden a moneda de 2014, y que la conversión a US$ se realiza al tipo de cambio spot. [↑](#footnote-ref-29)
30. Se consideran situaciones de una muy baja probabilidad de realización de acuerdo al dialogo con autoridades y otros actores involucrados, pero que de materializarse tendrían fuerte repercusiones en los resultados. [↑](#footnote-ref-30)