



3x1000:

A NADAR EN EFECTIVO

En teoría, un impuesto es más eficiente en la medida en que genere los menores cambios posibles sobre las decisiones de los agentes económicos. No es ese el caso del tristemente célebre Gravamen sobre Transacciones Financieras (3x1000 y su antecesor el 2x1000); su aplicación causa funestos efectos estructurales, en detrimento de la modernización del sistema de pagos y de la actividad económica en general.

Como lo hemos anotado en otras ocasiones, son múltiples los efectos negativos del impuesto. En esta nota nos concentramos sólo en los efectos que tuvo el 2x1000 sobre la calidad de la liquidez del mercado y mostramos cómo la información disponible indica que el 3x1000 no hará más que acentuarlos.

Más efectivo que el efectivo

El establecimiento del gravamen sobre los movimientos financieros (GMF) con una tarifa del 3x1000, para sustituir el impuesto a las transacciones financieras del 2x1000, empieza a tener implicaciones considerables sobre la calidad de la liquidez del sector financiero.

Gráfico 1

Saldos reales de efectivo. Serie desestacionalizada. (Miles de millones de pesos de 1998)



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria.

Pese a que sólo se cuenta con información hasta el 19 de enero, es claro que el efectivo se ha incrementado de manera significativa, incluso en niveles superiores al año anterior, cuando en previsión de los efectos del Y2K se inyectaron grandes cantidades de circulante en la economía (Gráfico 1)

Algunos indicadores, elaborados a partir de las cifras del Banco de la República (cuadro 1), corroboran lo anterior:

Cuadro 1

Algunos indicadores del efectivo

Variación año corrido del efectivo				
	2,001	2,000	1,999	1,998
Semana 1	(2.56)	(10.20)	(9.65)	(11.48)
Semana 2	(6.76)	(15.72)	(15.40)	(13.92)
Semana 3	(9.08)	(18.86)	(18.36)	(18.72)

Efectivo como porcentaje de la base monetaria

	2,001	2,000	1,999	1,998
Semana 1	69.96	67.14	58.76	47.80
Semana 2	68.72	63.37	58.23	46.31
Semana 3	68.58	64.41	58.75	45.78

Efectivo como porcentaje de las cuentas corrientes

	2,001	2,000	1,999	1,998
Semana 1	80.66	82.19	78.93	60.28
Semana 2	84.75	74.58	71.33	58.66
Semana 3	84.51	74.81	71.79	56.01

Efectivo como porcentaje de las cuentas de ahorro

	2,001	2,000	1,999	1,998
Semana 1	42.30	30.59	26.99	23.83
Semana 2	39.66	28.36	25.17	22.82
Semana 3	38.77	28.30	24.60	22.23

Efectivo como porcentaje de los PSE

	2,001	2,000	1,999	1,998
Semana 1	13.56	10.54	8.74	8.64
Semana 2	12.83	9.74	8.14	8.37
Semana 3	12.59	9.42	7.84	7.79

Crecimiento año corrido de las cuentas corrientes

	2,001	2,000	1,999	1,998
Semana 1	(7.02)	(2.92)	(11.04)	(11.99)
Semana 2	(15.31)	0.41	(7.83)	(12.07)
Semana 3	(17.19)	(3.63)	(11.62)	(13.03)

Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

- La variación año corrido del efectivo (negativa en todos los años por el efecto estacional de mayor demanda por dinero al finalizar el periodo anterior), muestra que en lo corrido del 2001, el efectivo se ha reducido, pero en menor proporción que en los años anteriores.
- Como porcentaje de la base monetaria, el efectivo ha pasado, en promedio, del 46% en 1998 al 69% en el 2001. Como se mostrará más adelante, este comportamiento no es explicado por una reducción de la base; todo lo contrario, a la fecha (19 de enero) la base es superior en términos reales a la observada dos años atrás.
- Un indicador acertado de la preferencia por efectivo, lo constituye el efectivo como porcentaje de las cuentas corrientes y de ahorro. En ambos casos es evidente la mayor participación del efectivo, en particular, sobre las cuentas de ahorro; en dos años se duplicó dicho indicador.

En síntesis, todos los indicadores ya muestran un crecimiento de la demanda de efectivo y una mayor distorsión sobre los indicadores de liquidez del sector financiero; antes de 1998, los incrementos de la base monetaria repercutían en incrementos de la liquidez de las entidades financieras; ahora no.

¿Exceso de liquidez?

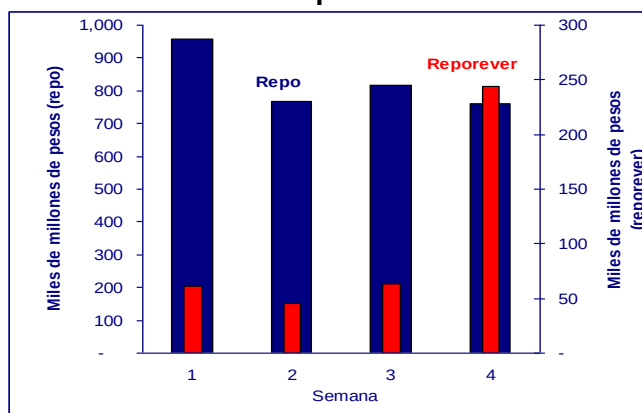
Recientemente, algunos analistas han argumentado que el hecho de que la base monetaria se ubique por encima de su línea de referencia (en cerca de \$550 mil millones según las cifras al 24 de enero), es un claro indicador del exceso de liquidez del mercado.

Aunque este comportamiento podría generar expectativas de una posición contraccionista por parte del Banco de la República, no hay que perder de vista que la línea de referencia es sólo indicativa, y que las decisiones de política monetaria son una función de la trayectoria espe-

rada de la inflación. Además, pese a que hay mayor liquidez primaria (por crecimiento de la base monetaria), la disponibilidad de liquidez secundaria es baja, lo cual reduce las posibilidades de un desbordamiento monetario.

En efecto, la liquidez primaria del mercado sí se ha incrementado; pese a que las operaciones de expansión monetaria a un día siguen siendo altas, éstas no son un indicador de las necesidades de liquidez globales del sector financiero, sino del requerimiento de algunas entidades en particular; por el contrario, el significativo incremento de las operaciones de contracción monetaria a un día, es un claro indicador de las favorables condiciones de liquidez primaria del sector financiero (Gráfico 2)

Gráfico 2
Operaciones de expansión y contracción a un día del Banco de la República



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

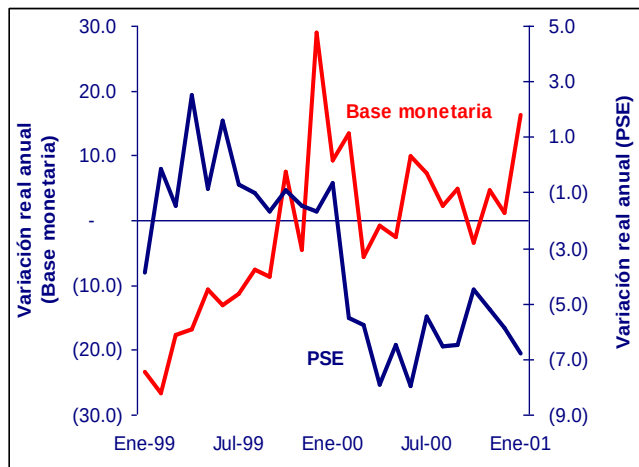
En cambio, al analizar la liquidez secundaria del mercado, medida por los pasivos sujetos a encaje (que constituye la fuente fundamental de recursos para que el sector financiero pueda ofrecer nuevos créditos), es evidente su baja disponibilidad.

En el gráfico 3 se observa que, mientras la base monetaria, actualmente crece en términos reales al 16.1%, los pasivos sujetos a encaje se han reducido en cerca de 6.8%.

Lo anterior significa que por cada peso de expansión de la base monetaria es menor la por-

ción que llega al sector financiero y se puede convertir en créditos para la economía.

Gráfico 3
Crecimiento real anual de la base monetaria y los pasivos sujetos a encaje*



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria
* Cifras a enero de 2001. Para deflactar se utilizó el IPC proyectado por la Asobancaria

Racionalidad económica

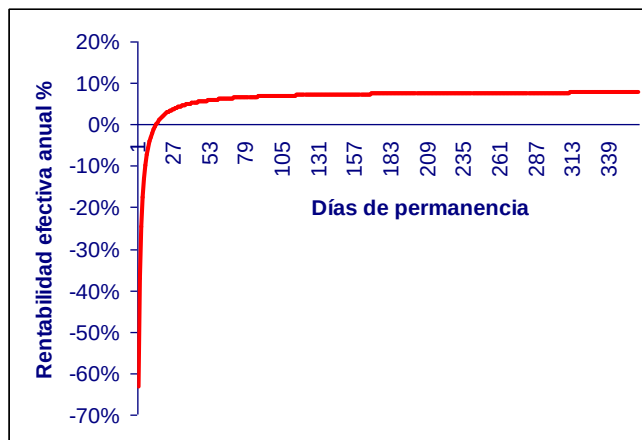
La explicación de ese comportamiento de los pasivos sujetos a encaje descansa, en buena medida, en la racionalidad de los agentes económicos; el GMF reduce la rentabilidad e induce una mayor preferencia por efectivo.

Esto se puede apreciar evaluando el impacto del GMF en el rendimiento efectivo de una cuenta de ahorros. Para tal fin realizamos un ejercicio¹, que muestra cómo el impacto del 3x1000 sobre la rentabilidad es mayor entre más corto sea el plazo. Así, si el dinero se mantiene en la cuenta un solo día, la rentabilidad efectiva anual es -66.1%; si la retira en 15 días la rentabilidad es del 0.0%; finalmente, si la retira al año, la

¹ En el ejercicio suponemos una cuenta de ahorro que paga intereses sobre saldos diarios; la tasa de interés es del 8% E.A. Suponemos también, que el dinero es retirado en su totalidad incluyendo los intereses obtenidos hasta ese momento.

rentabilidad es del 7.7% efectiva anual (Gráfico 4).

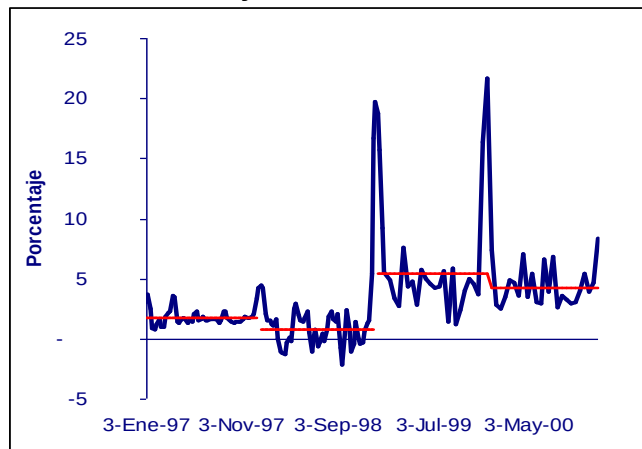
Gráfico 4
Impacto del 3x1000 sobre la rentabilidad de una cuenta de ahorro



Fuente: Asobancaria

Otro efecto del impuesto, no menos importante que los anteriormente descritos, consiste en el uso ineficiente de recursos del sistema financiero.

Gráfico 5
Posición de encaje del sistema financiero



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

La creciente demanda de efectivo por parte del público ha exigido un mayor esfuerzo de las entidades financieras para mantener recursos

en caja. Dichos esfuerzos se han materializado en un exceso de encaje respecto al nivel requerido; mientras que en 1997 el sector financiero mantuvo una posición de encaje en exceso de 0.7%, ésta se disparó hasta 4.3% en el 2000 (Gráfico 5).

Por este concepto, durante el 2000 las entidades registraron unos recursos ociosos del orden de \$120 mil millones diarios, en promedio, lo cual representa un significativo costo de oportunidad que encarece la labor de intermediación financiera.

De esta forma, los beneficios de la reducción del encaje promedio durante los últimos años no se ha podido reflejar en una asignación más eficiente de los recursos del ahorro.