

Emergencia económica y expectativas

ENCANTAMIENTOS Y MALEFICIOS: NUEVOS APORTES DEL IMAGINARIO

La reciente declaratoria de emergencia económica y las medidas hasta ahora adoptadas a su amparo han dado lugar a una polarización de opiniones, en nuestro parecer, muchos de los aportes sobre las medidas son extremos, apasionados y huérfanos de criterios técnicos, en torno a las bondades y defectos de esas medidas.

Algunos críticos de oficio del gobierno veían, hasta hace poco más de un mes, que el futuro económico cercano era totalmente oscuro; ante la declaratoria de emergencia económica, cambiaron velozmente de opinión y ahora le endilgan a la autoridades económicas el haber perdido, por culpa de las medidas de emergencia, una “inminente” posibilidad de reactivación económica. El impuesto al endeudamiento externo, por su parte, se les aparece como un dispositivo para cerrar la economía, desandando el camino que en esa materia se ha recorrido durante los últimos ocho años.

Por su parte, en la declaratoria de emergencia, el gobierno mezcla los argumentos y las soluciones en torno al problema de la disminución de ingresos tributarios durante 1996, con el reconocimiento de la existencia y de la gravedad del problema **estructural** de las finanzas públicas y de la gran acumulación de reservas internacionales y de OMA. Sin embargo, como lo ha mencionado en diversas oportunidades la Asobancaria, las medidas en ese sentido deben partir de una reforma constitucional en lo referente al régimen de transferencias.

El conjunto de normas adoptadas hasta ahora al amparo de la emergencia no modifica substancialmente la problemática ni las expectativas de mediano y largo plazo de la situación económica actual: por ahora, sólo constituye un dispositivo para el anticipo de recursos tributarios que compensa transitoriamente la disminución de los ingresos fiscales originados por la desaceleración económica durante 1996.

Pero el éxito de la emergencia, que debe ser tenido principalmente como un campanazo a la conciencia pública, dependerá de que el gobierno y la sociedad civil capitalicen un consenso, que por primera vez parece surgir, en torno a las verdaderas y colosales dimensiones del problema fiscal.

Un instrumento con objetivos mil

Si la declaratoria de la emergencia económica ha suscitado una amplia gama de opiniones, la creación del impuesto al endeudamiento externo no constituye la excepción (Decreto 81 de 1996). La confusión surge desde las mismas justificaciones que expone el gobierno en el decreto; a partir de ellas, todos los analistas han interpretado que el impuesto tiene al menos cuatro objetivos simultáneos: frenar la dinámica del endeudamiento externo público y privado; aumentar la tasa de devaluación; echar reversa en el proceso de apertura económica, al imponer un arancel a las importaciones; y generar un nuevo ingreso al fisco, con el fin de cerrar el sobreviniente hueco de cerca de un billón de pesos en los ingresos corrientes.

En opinión de la Asobancaria atribuir tantos objetivos al impuesto resulta no sólo apresurado sino exagerado; por ello, hace un llamado a la realización de análisis más serenos y objetivos. Los analistas no deberían perder de vista la regla de oro de la política económica enunciada por Tinbergen hace muchos años: A un instrumento de política económica no se le debe asignar más de un objetivo; cosa distinta son los efectos colaterales que siempre genera cualquier medida de política económica.

Pues bien, al impuesto al endeudamiento no se le puede atribuir más objetivo que aquel de generar un ingreso que permita al gobierno superar el escollo ocasionado por la diferencia entre los ingresos proyectados y los efectivamente recaudados en 1996, que equivale a cerca de un punto del PIB. El fundamento de la emergencia económica es el agravamiento del problema fiscal por causas coyunturales y el decreto es consistente con esa justificación.

Si algo se le puede criticar al impuesto al endeudamiento externo es su inequidad, pues castiga

más a los créditos de corto plazo que a los créditos de largo plazo; ello es así porque el impuesto se causa como una especie de tasa de interés anticipada y de forma independiente al plazo de la operación gravada.

En el cuadro 1 se puede apreciar que hay una relación inversa entre el plazo y el costo de endeudarse en el exterior; mientras que en una importación financiada a seis meses la tasa efectiva de interés pagada puede aumentar en cerca de quince puntos por cuenta del impuesto en una situación como la actual (devaluación del 2% anual e impuesto del 6%), en un crédito a 48 meses el aumento de la tasa pagada sería inferior a dos puntos.

Cuadro 1. Impacto del impuesto sobre el endeudamiento externo

Endeudamiento a 6 meses ¹					
Interés Externo ²	Impuest.	Deval.	Valor dólar en 6 meses	Monto a Pagar	Tasa de interés pagada
7.63%	0	2%	1.010	1047.8	9.8%
7.63%	6%	2%	1.010	1114.7	24.2%
7.63%	0	10%	1.049	1088.1	18.4%
7.63%	5%	10%	1.049	1145.4	31.2%
7.63%	0	15%	1.072	1112.5	23.8%
7.63%	2%	15%	1.072	1135.2	28.9%

¹ Destinado a importaciones

² Libor a 180 días + 2 puntos

³ Monto inicial: \$1.000

Endeudamiento a 48 meses					
Interés Externo	Impuest.	Deval.	Valor dólar en 6 meses	Monto a Pagar	Tasa de interés pagada
8.44%	0	2%	1.082	1496.8	10.6%
8.44%	6%	2%	1.082	1592.3	12.3%
8.44%	0	10%	1.464	2024.6	19.3%
8.44%	5%	10%	1.464	2131.1	20.8%
8.44%	0	15%	1.749	2418.5	24.7%
8.44%	2%	15%	1.749	2467.9	25.3%

Fuente : Asobancaria

A pesar de las diferencias en el impacto del impuesto en la situación actual, se puede observar que, tanto en la financiación de corto plazo como en las de largo plazo, se conserva el diferencial a favor de la financiación en moneda extranjera; el costo de la financiación de importaciones a 180 días en el exterior es inferior en cerca de 10 puntos después del impuesto: ¿Serán esas condiciones de financiación indeseables para los importadores? En el caso del endeudamiento de largo plazo el diferencial es de 25 puntos: ¿Se frenará la

dinámica del endeudamiento externo por efecto del impuesto? Las respuestas obvias deberían ser negativas, lo cual mostraría que el resultado no es ni “cerrar” la economía ni impedir el acceso a los mercados financieros internacionales.

Pero cualquiera que sea la respuesta a esos interrogantes no se podría anticipar con certeza cuál sería el efecto neto sobre el mercado cambiario y sobre la tasa de cambio. Es decir, no es claro que el Decreto 81 tenga como objetivo la devaluación del peso.

No obstante, se podría insistir en que las condiciones de la devaluación actual ya no se sostendrán hacia adelante y que ese cambio en las expectativas modificará las decisiones de los empresarios. Aun cuando la Junta Directiva del Banco de la República no ha dado a conocer sus puntos de vista respecto a la emergencia económica ni al impacto de la acumulación de reservas internacionales y del saldo de las OMA, cabría esperar que se mantenga la banda cambiaria con la pendiente que se anunció a finales del año anterior; esa pendiente indica que la devaluación mínima tendría que ser del 15% en 1997 y esa debería ser la base de las decisiones de financiación de los empresarios.

Pues bien: Sin modificar las expectativas de devaluación que señala la banda cambiaria, se observa algo interesante en el cuadro 1. A medida que la devaluación aumenta, el impacto del impuesto es mayor en la financiación de largo plazo que en la de corto plazo; pasar de una devaluación del 2 al 15% anual, hace que la tasa de interés pagada en la financiación de una importación a 180 días aumente en cinco puntos; en cambio, en la financiación de largo plazo la tasa aumenta en 13 puntos. De nuevo, suponiendo que la tasa de interés nacional se mantiene en los niveles actuales, sigue existiendo un diferencial a favor del crédito externo, debido a que el impuesto es menor a medida que aumenta la devaluación o disminuyen las tasas de interés internas o aumentan las externas.

Problemas en la operación

Por ahora, hay desconcierto en el mercado; en parte se atribuye a las apresuradas críticas que se le han hecho a la norma; pero, fundamentalmente, los problemas que han surgido son causados por la definición del momento de causación del impuesto en el decreto y por la demora en la expedición de una circular reglamentaria sobre la operatividad del impuesto.

En el Decreto 81 la causación del impuesto a la financiación de importaciones está referida al momento de introducción de los bienes al territorio nacional, en lugar de hacerlo con relación a la nacionalización de las mercancías. Además de los múltiples imponderables que rodean la definición del momento exacto en que entran las mercancías al territorio nacional, el importador debe pagar un impuesto por la financiación de un bien sobre el cual no tiene dominio y sobre el que no ha podido verificar contenido, calidad, etcétera; este enfoque de la causación, da lugar a una situación extrema, pues se considera que una importación es financiada si no hay simultaneidad entre el ingreso de la mercancía y el pago del gravamen.

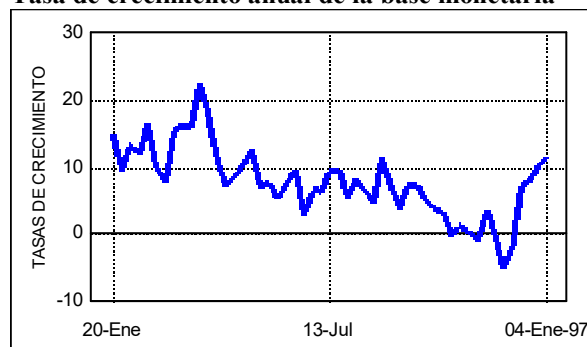
La ausencia de reglamentación se refleja en una amplia disparidad de criterios de los funcionarios de la DIAN sobre los casos particulares en que se debe o no se debe aplicar el impuesto; un ejemplo de ello es el tratamiento a las mercancías que entran a zonas francas.

I. POLITICA MONETARIA

A. Agregados Monetarios

En la semana que terminó el 3 de enero, la tasa de crecimiento anual de la base monetaria alcanzó un registro de 11.70%. El mayor ritmo de crecimiento se explica por la estacionalidad típica de fin de año, y por la monetización de divisas (Gráfico 1).

Gráfico 1
Tasa de crecimiento anual de la base monetaria

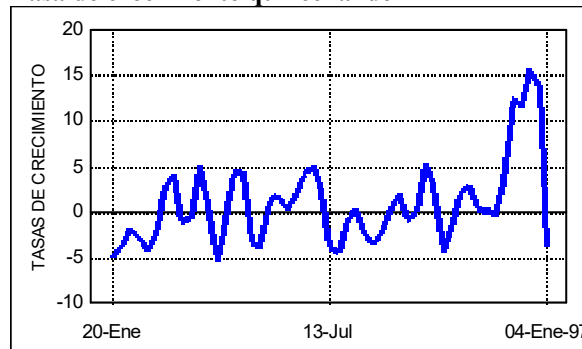


Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

En la misma semana los medios de pago presentaron una amplia caída en la tasa de crecimiento quincenal (-3.86%), como resultado de la mayor colocación de OMA para esterilizar el inesperado

volumen de divisas que se monetizó en las últimas semanas de diciembre (Gráfico 2).

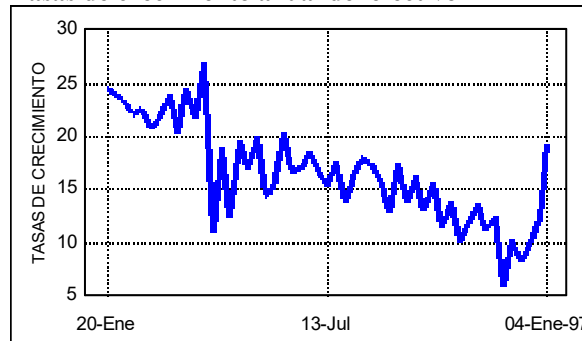
Gráfico 2
Tasa de crecimiento quincenal de M1



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

La tasa de crecimiento anual del efectivo, tuvo un registro de 19.47%, el más alto desde mediados de junio de 1996. Dicho crecimiento, se encuentra relacionado con el aumento en la demanda de liquidez, que se presenta en forma estacional cada fin de año (Gráfico 3).

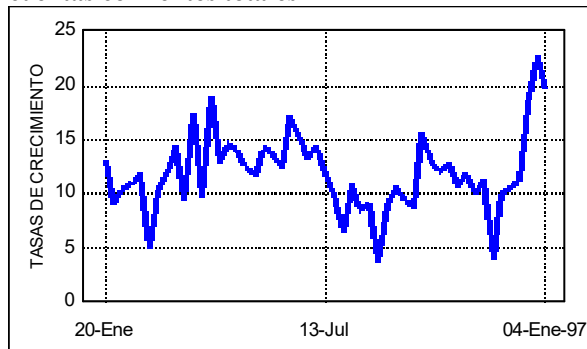
Gráfico 3
Tasas de crecimiento anual del efectivo



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Durante la semana que concluyó el 3 de enero, la tasa de crecimiento anual de los depósitos en cuentas corrientes totales, presentó una desaceleración considerable; las cuentas corrientes oficiales registraron un crecimiento anual de 27.52%, es decir 7 puntos porcentuales por debajo del registro de la semana anterior (Gráfico 4).

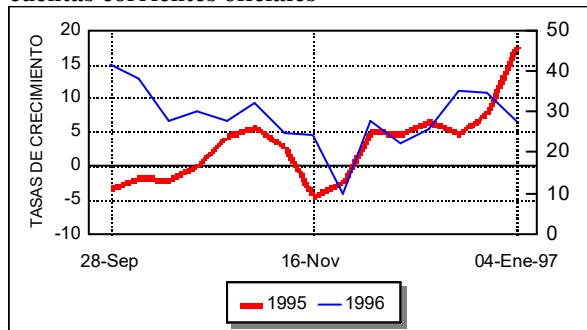
Gráfico 4
Tasas de crecimiento anual de los depósitos en cuentas corrientes totales



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

La pérdida de dinamismo de los depósitos en cuentas corrientes oficiales, es contraria a lo sucedido en el mismo período del año anterior, cuando se presentó un incremento de 10 puntos porcentuales a 5 de enero de 1996 (Gráfico 5).

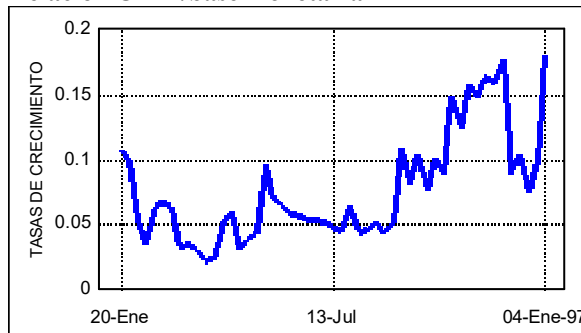
Gráfico 5
Tasas de crecimiento anual de los depósitos en cuentas corrientes oficiales



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Las OMA como porcentaje de la base monetaria presentaron el registro más alto de los últimos quince meses (18.2%). El mayor uso de esta herramienta de control monetario, se explica ante la necesidad de compensar la monetización de la alta acumulación de reservas internacionales durante el pasado mes de diciembre (Gráfico 6).

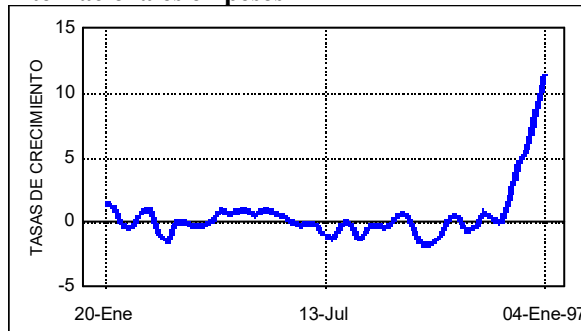
Gráfico 6
Relación OMA/base monetaria



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

El crecimiento quincenal de las reservas internacionales en pesos ha venido presentando un fuerte repunte; alcanzó en la semana que finalizó el 3 de enero un registro de 11.54% (el más alto desde enero de 1993). El fuerte incremento se explica por el ingreso de recursos en divisas provenientes de las privatizaciones del sector eléctrico, y la consecuente intervención del emisor en el mercado cambiario para defender la banda cambiaria. Este inesperado incremento ha sido una de las motivaciones para la declaración del Estado de Emergencia Económica, por parte del Gobierno Nacional (Gráfico 7).

Gráfico 7
Tasas de crecimiento quincenal de las reservas internacionales en pesos



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

B. Tasas de Interés

En la semana del 13 al 17 de enero, la tasa de interés interbancaria promedio presentó un registro de 23.38% E.A., es decir que se situó 0.06 puntos

porcentuales por debajo del registro de la semana anterior.

La tasa de los CDT a 90 días registró un promedio semanal de 25.74% E.A., esto es, 0.49 puntos porcentuales por debajo del promedio de la semana anterior (cuadro 2).

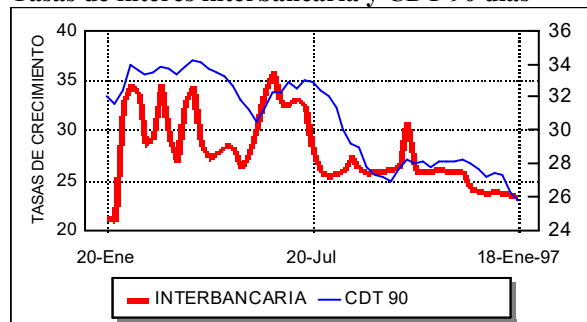
Cuadro 2
Tasa interbancaria diaria y tasa de CDT de tesorería a 90 días

	TASA INTERBANCARIA % E.A.	CDT a 90 días % E.A.
13-Ene	23.36	25.60
14-Ene	23.36	25.72
15-Ene	23.35	25.70
16-Ene	23.36	25.94
17-Ene	23.46	25.73

Fuente: Encuesta Diaria Asobancaria.

Desde mediados de noviembre de 1996 la tasa interbancaria disminuyó alrededor de 2.6 puntos porcentuales, en tanto que la tasa de CDT a 90 días ha caído cerca de 2.5 puntos. Este descenso se originó en la disminución en las tasas de colocación de las OMA, y coincidió con el incremento de la cartera de créditos en moneda extranjera (Gráfico 8).

Gráfico 8
Tasas de interés interbancaria y CDT 90 días



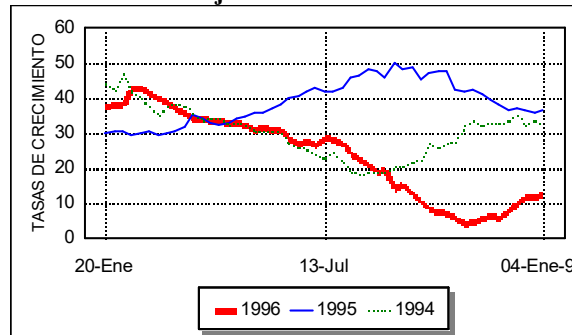
Fuente: Cálculos Encuesta Asobancaria

C. Cartera de Créditos

La tasa de crecimiento anual de la cartera de créditos en moneda extranjera, ha tenido un repunte importante desde finales de noviembre de 1996; hasta el 3 de enero de 1997 tuvo un registro de 12.78%. Sin embargo, este crecimiento es bastante inferior al de los

dos años anteriores (31.26% en 1994 y 36.76% en 1995) (Gráfico 9).

Gráfico 9
Tasas de crecimiento anual de la cartera de créditos en moneda extranjera

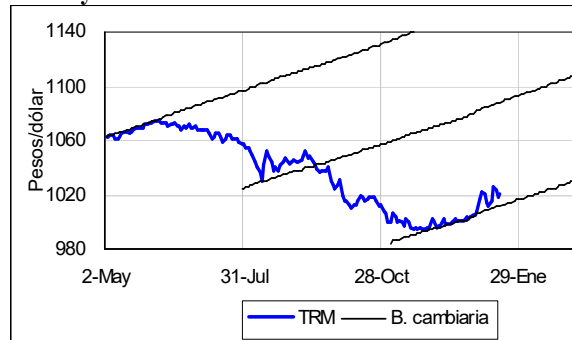


Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

II. MERCADO CAMBIARIO

La tasa representativa del mercado cerró el 17 de enero en \$1020.90 por dólar, es decir cuatro pesos por encima del cierre del viernes de la semana anterior (Gráfico 10).

Gráfico 10
TRM y banda cambiaria



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria