

**Emergencia económica:  
BALANCE DE DOS SEMANAS**

Un análisis de lo ocurrido -hasta ahora- bajo el régimen de la emergencia económica debe comenzar por un comentario sobre las actitudes de los actores; seguir con algunas consideraciones en torno a la constitucionalidad de la declaratoria de emergencia y terminar con un examen del alcance de las medidas adoptadas a su amparo.

**Protagonismo y oportunismo**

La emergencia económica constituye un buen laboratorio para observar la calentura política que vive el país.

Del lado del gobierno, se ha intentado manejar la argumentación técnica de las medidas, pero no se ha tenido un buen tratamiento de imagen que compensara el alud de ataques que se le vino encima. Contra el criterio de muchos, creemos que el gobierno no es buen informador. Le falta continuidad, imagen de firmeza, de decisión. En buena medida, los esfuerzos se han visto bloqueados por la demora en producir los decretos. Lo del IVA fue un gran ejercicio de vacilación. Se impuso una sensación -agria- de que se estaban “negociando” las nuevas reglas. Un gobierno en emergencia debe ser más gobierno que nunca. De contera, los ministros salieron a disparar sus propios arcabuces y a hacer sus propios “lobbies” sectoriales. El gabinete firmó el decreto de declaratoria de emergencia y se aplicó de inmediato a regatear en público con el ministro Ocampo. Quizás en otras latitudes ello sea visto como el funcionamiento de un gobierno diverso y plural. Pero aquí eso no le gusta a la gente. Como informador y comunicador, el gobierno se raja.

Del lado de los analistas y de los medios sobresalen dos comportamientos. Uno, el afán de criticar todo lo que haga el gobierno, sin importar si lo que se hace es bueno o es malo; el objetivo es producir el máximo de indignación y tratar de obtener beneficios de la baja credibilidad del gobierno. El otro, la desmedida competencia por salir con

declaraciones explosivas y sonoras sin considerar los argumentos técnicos o la veracidad de la información; se busca figuración sacrificando objetividad. Se ha recurrido también a un método propio de la colonia cultural: Convertir en oráculo a algún profesor extranjero, brillante y prestigioso, de paso por la parroquia y lograr que diga cosas tan desinformadas como apresuradas, en favor de la crítica. De este modo se le confiere un *nihil obstat* de autoridad a los argumentos de los contradictores. En la Asobancaria respetamos al profesor Dornbusch, pero nos disgustan sus fusiladas de afán. Como pedagogos y cronistas, se rajan también las élites culturales.

**Constitucionalidad**

El artículo 215 señala que el Presidente puede declarar el estado de emergencia cuando “...sobrevengan hechos... **que perturben o amenacen perturbar** en forma grave e inminente el orden económico, social y ecológico del país...” (el resaltado es nuestro).

Hasta ahora, casi todos los analistas se han centrado en evaluar si los considerandos de la declaratoria de emergencia se pueden calificar como hechos sobrevinientes; en general, llegan a la conclusión de que no lo son y de ahí infieren la inconstitucionalidad del Decreto 80 que la declaró. Esta conclusión tiene mérito lógico.

Pero son escasos los que se han detenido a examinar si los considerandos se refieren a hechos que “amenacen perturbar” el orden económico. El análisis de este punto debe partir de la formidable acumulación de reservas internacionales en diciembre de 1996 y del vertiginoso aumento del saldo de las OMA como resultado de la política de defensa de la banda cambiaria, por parte del Banco de la República.

Sin duda, la acumulación de más de US\$ 1600 millones en un solo mes se constituye en un hecho “sobreviniente”. A comienzos de diciembre se dio a conocer a la opinión pública la programación macroeconómica para 1997; ella es el resultado del trabajo conjunto de entidades como el Banco de la República, el Departamento Nacional de Planeación y

el Ministerio de Hacienda. Hasta ese momento, para los técnicos de las tres entidades, las proyecciones de balanza de pagos mostraban que el año cerraría con una muy baja acumulación de reservas internacionales; esa fue la base para el establecimiento de las metas de crecimiento y de inflación y de las metas intermedias de crecimiento de los agregados monetarios y de déficit fiscal compatible. ¿Se equivocaron los técnicos? ¿Hubo engaños entre servidores públicos? ¿Quién le jugó macho rucio a quién? Ojalá se supiera, y pronto.

Considerando el hecho de que en un solo mes se acumularon más reservas internacionales que las esperadas para todo el año 1997 y que el aumento en el saldo de OMA fue superior a la meta de crecimiento definida para la base monetaria, es elemental concluir que el manejo de la economía para 1997 se tornó más complejo de lo que cabía esperar a comienzos de diciembre pasado. Además, no se puede dejar de lado el hecho de que el gobierno tiene autorizada la contratación de endeudamiento externo del orden de US\$ 1800 millones y que el endeudamiento del sector privado mantiene su dinámica beneficiándose del amplio diferencial de tasas de interés y de las expectativas revaluacionistas. Teniendo en cuenta estas consideraciones, la declaratoria de emergencia era no sólo justificable sino necesaria.

El panorama se complica aún más por el aumento del déficit fiscal inducido por situaciones coyunturales que muchos analistas insistimos en poner de presente, sólo para estrellarnos contra la "visión dominante". La caída de los ingresos esperados es explicada en buena parte por la desaceleración de la actividad económica; a su vez, la pérdida de dinamismo de la economía obedece a la política antiinflacionaria que viene instrumentando la Junta Directiva del Banco de la República desde marzo de 1994.

El anuncio de la programación macroeconómica para 1997 mostró que la autoridad monetaria seguiría con su política de altas tasas de interés como base de su política antiinflacionaria. En opinión de la Asobancaria, ese escenario llevaría a un mayor deterioro de la actividad productiva y no aparecerían en el horizonte factores que pudieran impulsar la reactivación; una consecuencia lógica

sería un mayor debilitamiento de las finanzas públicas.

### **Medidas económicas**

A grandes rasgos, las medidas económicas adoptadas al amparo de la emergencia abarcan los siguientes aspectos: impuesto al endeudamiento en moneda extranjera, aumento de la base gravable del IVA, eliminación de exenciones, medidas para reducir la evasión y aumento de la tarifa del impuesto de timbre y de la retención en la fuente sobre divisas.

Algunas otras medidas expedidas después del 13 de enero no corresponden a medidas de la emergencia económica aun cuando también estén orientadas al objetivo de aumentar los recaudos; tal es el caso de la retención en el uso de tarjetas débito.

Hasta ahora, las medidas adoptadas por el gobierno apuntan más a solucionar muy parcialmente el problema del déficit fiscal, tanto por la vía del aumento de los recaudos como por la de los recortes al gasto presupuestado, mientras que los efectos sobre el endeudamiento externo privado y sobre la tasa de cambio no son nada claros.

*Efectos sobre tasas de interés y precios:*  
Entre las medidas adoptadas, ninguna tiene efectos directos sobre las tasas de interés internas. Las posibles modificaciones en las tasas de interés dependen exclusivamente de la posición que adopte la Junta Directiva del Banco de la República frente a la acumulación de reservas internacionales y de OMA y a las recientes medidas adoptadas por el gobierno.

La exageración de los analistas ávidos de pellizcar al gobierno, ha desinformado por completo a la opinión pública, sobre los efectos esperados en las tasas de interés y los precios.

Tomemos el ejemplo de una industria que importa insumos y los paga a 180 días, para mostrar que el impacto es menor de lo que se podría creer. Un ejercicio realizado por la Asobancaria (*La Semana Económica* No. 88), muestra que el impacto del impuesto al endeudamiento en moneda extranjera sería equivalente a un aumento de 15 puntos en la tasa de interés. Veamos los efectos de ese aumento sobre las tasas de interés internas y sobre los precios.

El efecto de mercado (mayor demanda de crédito en pesos) sobre las tasas de interés internas será mínimo, puesto que a pesar del aumento del costo financiero se mantiene un diferencial de tasas cercano

a 12 puntos porcentuales a favor del endeudamiento en moneda extranjera; de esta forma, no cabe esperar un notorio aumento de la demanda de crédito interno como consecuencia del impuesto a la financiación de importaciones. Menos aun cabe que ello ocurra con el endeudamiento de más de 36 meses, pues el efecto sobre su costo es francamente marginal. Seamos claros: Los deudores en divisas extranjeras, incluyendo a los importadores, la pasaron muy bien el año pasado, con una devaluación casi nula. Nos alegramos por todos ellos, pero también debemos hacer una respetuosa venia de conmiseración a los exportadores y a quienes no tienen acceso a los mercados externos. El juego inicial se parece a uno de suma cero, con la tremenda desventaja de que en esas condiciones la apertura comercial y financiera no funciona en favor del empleo. El gravamen al endeudamiento en moneda extranjera no modifica en lo sustancial el sesgo en favor de adquirir obligaciones en dólares. No hay que olvidar, además, que con indudable legitimidad, muchos empresarios y consumidores están cambiando deudas caras en pesos por deudas más baratas en dólares. Si el crédito nuevo en dólares se estuviera usando para financiar nuevos negocios y nuevas expansiones de mercado, la economía no estuviera tan floja en demanda.

El efecto del gravamen sobre el precio final en cada industria que importa insumos depende de la complejidad de los procesos necesarios para llegar al producto final; entre más simples sean estos, el impacto del impuesto sobre el precio tenderá a ser como máximo del 6%; entre más complejos, el impacto será mucho menor al 6%.

*Efectos sobre la situación fiscal:* Como lo hemos indicado, las medidas adoptadas, tanto propias de la emergencia como las basadas en otras atribuciones del gobierno, están orientadas en lo esencial a compensar una caída de los ingresos del fisco del orden de un punto del PIB y a sustituir un monto importante de endeudamiento externo por mayores recaudos. En este sentido, cabe esperar que la emergencia económica sea una solución parcial al problema fiscal del presente año.

Pero tal vez lo más importante en materia fiscal sea el poner en el centro de la discusión pública el problema estructural de las finanzas de la nación y la necesidad de sacar adelante proyectos de ley y de reforma constitucional que hagan viable su ejercicio

en los próximos años y permitan evitar el estallido de una crisis fiscal.

*Efectos sobre el mercado de capitales:* El Decreto 150 afecta en forma drástica el mercado de acciones. Desde 1990 se habían declarado como no constitutivas de renta y ni de ganancia ocasional las utilidades obtenidas e la compraventa de acciones; esa decisión se enmarcó dentro del proceso iniciado en la década de los ochenta, con el fin de estimular el desarrollo del mercado accionario en Colombia.

El decreto golpea con dos artículos al mercado de acciones. El artículo 1, en el que se señala que el beneficio no puede ser superior al 60% del impuesto que correspondería pagar antes de las deducciones; y el artículo 10, que establece que el valor de venta de una acción no podrá ser inferior en más de un 25% de su valor intrínseco. Estas modificaciones han generado incertidumbre en un mercado que tenía la esperanza de repuntar en el presente año.

*Efectos sobre la tasa de cambio:* En este aspecto no se aprecian unos efectos claramente anticipables de la emergencia económica. Aun cuando se tiende a señalar que el impuesto al endeudamiento en moneda extranjera es una medida que fortalece la devaluación, no se ha demostrado técnicamente su validez.

El impuesto se paga en moneda local, luego no afecta directamente la demanda de divisas. Diversos analistas afirman que el efecto se da a través del freno a la dinámica del endeudamiento y de las importaciones; sin embargo, como lo señalamos en la anterior entrega de *La Semana Económica*, el diferencial de tasas de interés sigue siendo favorable a la financiación en el exterior. Si se diera el efecto que tanto anuncian algunos analistas, más bien cabría esperar mayores presiones revaluacionistas; puesto que el impacto es mayor sobre la financiación de corto plazo, podría inducir un frenazo (al menos inicial) en las importaciones financiadas mientras que la dinámica de la financiación de largo plazo se mantiene inmodificada; en este caso el balance sería una mayor oferta de divisas en el mercado y un acentuamiento de las presiones revaluacionistas.

Mientras el conjunto de la política económica no induzca un cambio en las expectativas de revaluación real, la demanda potencial de obligaciones en divisas seguirá vivita y coleando. En

dicho cambio de expectativas, el ajuste fiscal en serio juega un papel fundamental, así como la actitud de la autoridad monetaria que permita una reducción sustantiva y rápida de las tasas de interés.

En consecuencia, ahora hay que esperar anuncios del gobierno sobre los recortes adicionales del gasto en el presupuesto de 1997. Para la opinión ciudadana, y en especial la de los empresarios, allí debe estar la verdadera sustancia del manejo de corto plazo de la crisis fiscal. Pongámosle ojo y oído atento a ese tema.

Pero hay que decir, por una parte, que el impacto inmediato de un apretón de gasto y de un aumento de los tributos pagados no será, ciertamente, favorable al proceso económico y al empleo. Y por otra, que lo que sigue de aquí en adelante es más duro y más interesante. Por muchos años ya, la ciudadanía se ha dejado manipular por quienes han manejado los hilos del poder del Estado. Esto no puede seguir así. Ahora hay que apoyar lo que toca apoyar en nombre del interés general, ejercer una crítica más serena y más informada, y reprochar todo lo reprochable, incluyendo las carencias técnicas en el manejo de la política monetaria.

En síntesis, pues, las medidas de la emergencia no han pasado de ser un dispositivo de mayores recaudos para este año fiscal; no afectan sustancialmente la mecánica de la coyuntura; y el país ha sido víctima e una curiosa *alianza non-sancta* entre las fallas de información y de imagen por parte del gobierno, y el afán de inventar tormentas de arena por parte de muchos formadores de opinión. Esta alianza es la responsable de haber sembrado más tristezas de las justificables en la mente de muchos agentes económicos.

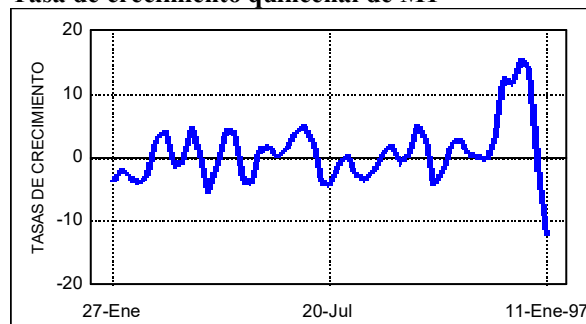
## I. POLITICA MONETARIA

### A. Agregados Monetarios

En la semana que terminó el 10 de enero, la tasa de crecimiento quincenal de los medios de pago alcanzó un registro de -12.55%. Dicho crecimiento es el más bajo de los últimos dos años, y se explica por el control monetario ejercido por el emisor a través de las OMA (Gráfico 1).

**Gráfico 1**

### Tasa de crecimiento quincenal de M1

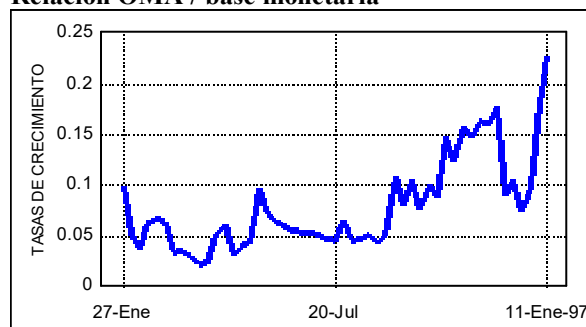


Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Durante la misma semana, la relación OMA / base monetaria alcanzó el registro más alto (22.9%) desde finales de mayo de 1994. Lo anterior se explica debido al incremento en la utilización de esta herramienta de control monetario, ante el gran volumen de divisas que se ha venido monetizando en las tres semanas anteriores (Gráfico 2).

**Gráfico 2**

### Relación OMA / base monetaria

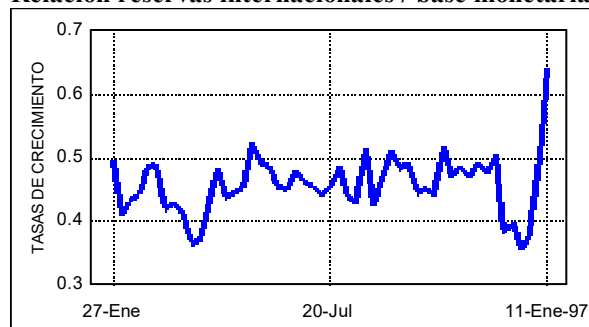


Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

El saldo de las reservas internacionales en pesos ha venido creciendo aceleradamente desde la tercera semana de diciembre. La relación de reservas internacionales / base monetaria tuvo un registro de 64.2%, el más alto desde abril de 1994. Este fuerte incremento se debe a la monetización de recursos provenientes de privatizaciones y de empresas oficiales (Gráfico 3).

**Gráfico 3**

**Relación reservas internacionales / base monetaria**



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

**B. Tasas de Interés**

En la semana del 20 al 24 de enero, la tasa de interés interbancaria promedio presentó un registro de 23.37% E.A., es decir que se situó en el mismo nivel de la semana anterior (0.01 puntos porcentuales por debajo del registro).

La tasa de los CDT a 90 días registró un promedio semanal de 25.59% E.A., es decir que estuvo 0.15 puntos porcentuales por debajo del promedio de la semana anterior (cuadro 1).

**Cuadro 1**

**Tasa interbancaria diaria y tasa de CDT de tesorería a 90 días**

	TASA INTERBANCARIA % E.A.	CDT a 90 días % E.A.
20-Ene	23.36	25.73
21-Ene	23.36	25.70
22-Ene	23.43	25.77
23-Ene	23.36	25.64
24-Ene	23.36	25.11

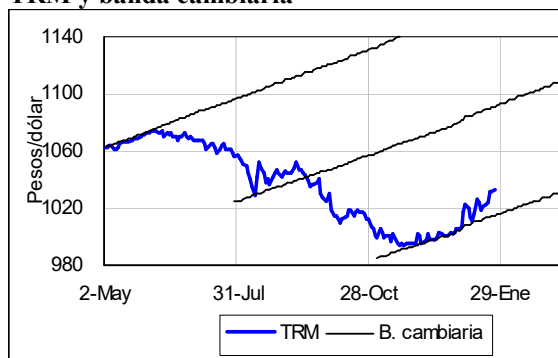
Fuente: Encuesta Diaria Asobancaria.

**II. MERCADO CAMBIARIO**

La tasa representativa del mercado cerró el 24 de enero en \$1032.62 por dólar, es decir alrededor de doce pesos por encima del cierre del viernes de la semana anterior. Esta recuperación se encuentra relacionada con las medidas de emergencia económica tendientes a evitar la profundización del proceso revaluacionista y la consecuente incertidumbre generada (Gráfico 4).

**Gráfico 4**

**TRM y banda cambiaria**



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Ban