

Análisis Coyuntural

I. LA INVERSIÓN PRIVADA EN LA DÉCADA DE LOS NOVENTA SEGÚN LA EOE

La inversión privada vivió el año pasado el mayor colapso de su historia reciente. Durante la década de los noventa su participación en el PIB se mantuvo en un rango entre 4% y 7%, y su comportamiento fue irregular con crecimientos reales de 50% como en 1993, y caídas de 17,4% (1996). Pero sin lugar a dudas, la contracción más fuerte de esta variable tuvo lugar en 1999 cuando el descenso frente al año anterior fue del orden de 65%.

La inversión privada juega un papel fundamental en el crecimiento de la economía, pero a la vez está determinada por el propio desempeño de la actividad económica (actual o rezagado) así como de las expectativas que se tengan de su comportamiento. Por otra parte, la inversión depende del *stock* de capital existente y del deseado, donde en teoría el primero se acerca paulatinamente al segundo. El *stock* de capital deseado por los empresarios, además de otras variables, está determinado por el nivel de ventas actual y esperado, la tasa de

interés real, los precios relativos de los bienes de capital, la carga tributaria sobre las empresas, la tasa de cambio real y las ganancias sobre el capital. En este sentido, las políticas fiscal, monetaria y cambiaria son fundamentales en las decisiones de los agentes.

Finalmente, variables relacionadas con inestabilidad o incertidumbre económica también tienen un impacto importante sobre la inversión privada, no sólo en lo relacionado con la volatilidad de algunas variables económicas (tasa de cambio y tasa de interés), sino además con el entorno socio-político.

En el país se han hecho diferentes estudios encaminados a explicar los determinantes de la inversión utilizando diversos tipos de instrumentos analíticos. Existe un relativo consenso en torno a la importancia del crecimiento económico (mecanismo del acelerador), pero hay fuertes discrepancias en relación con la importancia de las demás variables mencionadas.

Las encuestas hechas regularmente a los empresarios constituyen también una herramienta útil para ana-

lizar los factores que determinan la inversión privada. Uno de los módulos de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, iniciado en 1989, formula anualmente a los empresarios un conjunto de preguntas sobre sus planes de inversión. En términos generales se hacen preguntas específicas sobre los crecimientos de la inversión frente a lo programado, las expectativas de gasto, las restricciones o impedimentos para cumplir con las metas y las áreas de las empresas hacia las cuales se dirigieron los recursos. Estas encuestas permiten conocer la evolución de las decisiones de inversión de los empresarios, analizar las expectativas hacia el futuro y los factores que influyen positivamente o negativamente sobre los gastos de inversión.

Como se verá en las siguientes secciones, la encuesta ha mostrado resultados muy consistentes con el desempeño de la inversión en los últimos diez años según las cifras oficiales del Dane, y también ha reflejado relativamente bien eventos importantes de la economía o las políticas adoptadas por las autoridades que han tenido alguna influencia sobre la inversión.

En este análisis se busca profundizar sobre los resultados de la encuesta, con el propósito de destacar, por esta vía y haciendo un contraste con los datos oficiales, la evolución y determinantes de la inversión industrial sectorial, por firmas de diferentes tamaños y en distintas actividades.

A. Desempeño de la inversión privada a lo largo de la década

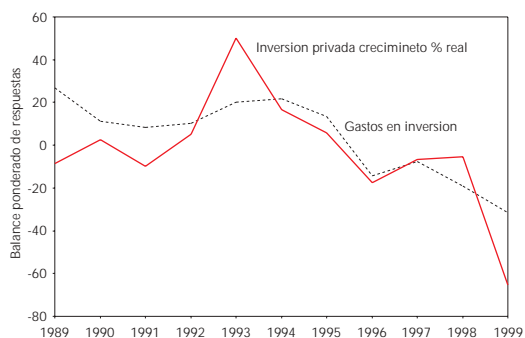
1. El período 1989-1997

La evolución de la inversión privada en Colombia según el Dane ha tenido un comportamiento bastante irregular a lo largo de la década. En primer lugar, la participación en el PIB pasó de niveles de

7% a principios de la década, a 20% a mediados, y a cerca de 10% a finales. En segundo lugar, las tasas de crecimiento reales han oscilado entre valores de 12% en 1988 y de -65% en 1999. En el comportamiento de esta variable se destacan claramente tres periodos: uno de depresión que va hasta 1991 con crecimientos anuales ligeramente negativos, de auge entre 1992 y 1995 con un aumento promedio de casi 20% (aunque el descenso se inicia en este lapso), y un período final de contracción que comenzó en 1996 y se profundizó en 1999 cuando la caída real fue de 65%.

Si se compara la información oficial con el balance ponderado de las respuestas sobre los gastos de inversión¹ de la EOE, se observa que estos últimos han seguido muy de cerca el comportamiento real de la inversión durante el período mencionado (Gráfico 1). El balance de las respuestas ponderadas muestra los mismos tres periodos: el primero de

Gráfico 1. GASTOS EN INVERSIÓN FRENTE AL AÑO PASADO (EOE) Y CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo y Dane.

¹ La pregunta No. 14 de la EOE se formula de la siguiente manera: "Los gastos de inversión, en pesos corrientes, de maquinaria, equipo y construcción variaron con respecto al año anterior en".

1989 a 1991 en el que se observa un descenso en el porcentaje de quienes aumentaron su inversión; el segundo hasta 1994 en el que crecieron quienes elevaron los gastos en inversión, y por último un derrumbe marcado, con excepción de 1997, de las decisiones de aumentar los gastos (Cuadro 1). El porcentaje de empresarios que aumentó sus gastos de inversión creció de manera sostenida hasta 1993-1994 llegando a niveles de 80% en 1993, y a partir de ahí la respuesta de mayor crecimiento fue aquella en la cual los empresarios reconocieron haber reducido su inversión hasta alcanzar un 61% en 1999.

Pero además de la variación de los gastos de inversión frente al año anterior, el otro aspecto interesante que incorpora la Encuesta son las expectativas respecto de la inversión futura². En primer lugar, se aprecia que a lo largo de la década y con excepción del año 1994, los empresarios han sobrestimado sus gastos en inversión, y sistemáticamente al final de cada año ésta ha crecido menos de lo presupuestado por ellos en enero. Se destaca también, y

de manera consistente con los períodos observados, que desde mediados de la década se ha ampliado la brecha entre las expectativas y la realidad de los gastos, lo cual muestra que el deterioro de las variables económicas en los últimos años no se ha reflejado en iguales proporciones en el pesimismo empresarial (Gráfico 2).

El Cuadro 2 revela que el optimismo frente a las inversiones futuras se presentó en particular desde los primeros años de la apertura, cuando la inversión crecía a ritmos acelerados ante la necesidad de recomponer el aparato productivo para ajustarse a las nuevas reglas de juego. Hasta 1998, el 70% de los empresarios pretendía aumentar sus inversiones durante el año, mientras el 30% restante planeaba reducirlas. Sin embargo, la gran mayoría esperaba incrementar sus inversiones en un porcentaje hasta de 25%, y muy pocos en niveles superiores a 50%. Esta actitud cambió en 1999 cuando el porcentaje de empresarios optimistas se redujo a 54%, el nivel más bajo de la década y el de los pesimistas subió a 45%.

Cuadro 1. VARIACIÓN DE LOS GASTOS DE INVERSIÓN RESPECTO AL AÑO ANTERIOR*

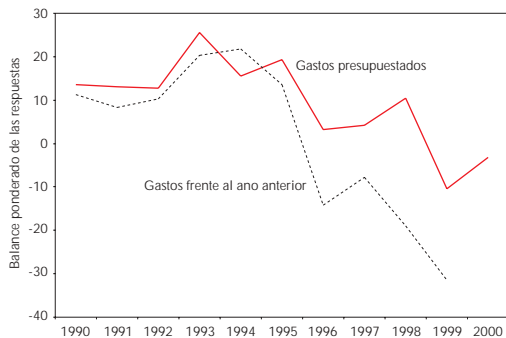
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Disminuyeron más de 50%	10	17	15	13	11	9	16	28	23	32	38
Disminuyeron entre 50% y 25%	4	6	5	6	3	5	5	10	10	8	10
Disminuyeron menos de 25%	8	8	12	13	8	10	10	11	13	12	13
Aumentaron entre 0% y 25%	39	35	41	42	47	41	36	34	36	30	27
Aumentaron entre 25% y 50%	18	19	17	12	20	19	15	8	9	9	6
Aumentaron más de 50%	22	15	10	13	13	16	18	9	10	8	5

* Balance ponderado de las respuestas.

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, pregunta No. 14.

² La pregunta No. 15 de la EOE se formula de la siguiente manera: "Los gastos de inversión (en pesos corrientes) en maquinaria, equipo y construcción presupuestados para este año respecto al anterior".

Gráfico 2. GASTOS PRESUPUESTADOS DE INVERSIÓN (P15) VS. CRECIMIENTO DE LOS GASTOS FRENTE AL AÑO ANTERIOR (P14)



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

2. El colapso reciente

De acuerdo con los datos del Dane, el gran derrumbe de la inversión se dio en 1999 cuando la caída real fue de 65%. La encuesta sugiere que la contracción fuerte se empezó a producir desde un año atrás y se profundizó en 1999, pero no alcanza a mostrar la magnitud de la caída que realmente tuvo lugar.

Para aproximarse al tema del descalabro de la inversión privada, debe tenerse en cuenta que en los últimos años se conjugaron circunstancias adversas en el ámbito nacional e internacional, con medidas

oficiales de política que resultaron muy negativas para el sector empresarial.

A nivel internacional, la crisis mundial desencadenada tras el colapso de las economías asiáticas y de Rusia, redujo los volúmenes de comercio y con ello las posibilidades de exportación, y a la vez restringió y encareció el acceso a recursos en el mercado internacional de capitales. Internamente, el continuo deterioro de las finanzas públicas; las altas tasas de interés de 1998; la caída del ingreso y de la riqueza de los agentes que resultó en un desplome sin precedentes de la demanda; la abrupta contracción del crédito originada en buena parte en la caída de los depósitos; y las expectativas negativas sobre el futuro de la economía, fueron algunos de los factores que llevaron a que el desempeño de la actividad productiva fuese el peor en muchas décadas.

En particular, las políticas fiscal y cambiaria de los años recientes fueron desastrosas para los agentes privados. La creciente necesidad de financiamiento del sector público presionó al alza las tasas de interés y redujo el espacio de la inversión privada (*crowding out*), a la vez que el descenso de la inversión pública jalonó hacia abajo la privada. Por su parte, el manejo cambiario estimuló fuertes expectativas de devaluación que se tradujeron en un aumento sin precedentes de las tasas de interés, llegando a niveles reales de 30% a finales de 1998. A lo

Cuadro 2. GASTOS DE INVERSIÓN PRESUPUESTADOS PARA CADA AÑO RESPECTO AL ANTERIOR

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Disminuirán más de 50%	13	11	13	6	12	11	18	14	13	21	18
Disminuirán entre 50% y 25%	6	5	6	4	6	7	6	9	6	9	9
Disminuirán menos de 25%	9	12	12	8	10	8	12	14	10	16	12
Aumentarán entre 0% y 25%	45	46	41	48	40	39	41	45	48	42	45
Aumentarán entre 25% y 50%	15	16	13	23	16	18	12	8	12	7	8
Aumentarán más de 50%	13	10	15	12	15	17	11	11	11	5	7

Fuente: Balance ponderado. Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, pregunta No.15.

anterior se suma el hecho de que los agentes en la economía estaban altamente endeudados tanto en moneda doméstica como en dólares, situación que venía presentándose desde los primeros años de la década cuando internamente se presenciaba un *boom* de crédito y una tasa de cambio revaluada.

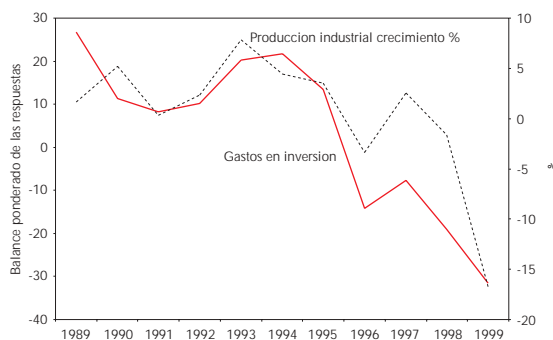
Como consecuencia, a finales del año pasado la gran mayoría de los empresarios encuestados, el 61%, reconoció haber disminuido su inversión, contra un 38% que la aumentó. Incluso, de aquellos que la incrementaron, sólo un 5% lo hizo en más de 50%, mientras que un 38% de los que la redujeron lo hizo en más de ese mismo porcentaje.

Sin embargo, y acorde con las expectativas sobre la recuperación de la economía en el presente año, la inversión presupuestada por los empresarios para el 2000 es más favorable. Nuevamente el 60% de ellos planea aumentarla, mientras el 40% espera reducirla. Pero las magnitudes son aún moderadas pues la mayoría (el 45%) estima que los aumentará sólo entre 0 y 25% frente a 1999, y pocos planean aumentos mayores (Gráfico 2).

B. La inversión privada según la EOE y la producción

Otro resultado que sorprende de la encuesta es la estrecha relación entre los gastos en inversión y la dinámica del sector industrial. Asimismo, el comportamiento de los gastos se ha movido a lo largo de la década de una forma relativamente similar al crecimiento anualizado de la actividad industrial según cifras del Dane. Aun cuando la inversión depende de muchos factores diferentes de la producción, se constata que estas dos variables se mueven en el mismo sentido tanto en los momentos de auge como de depresión (Gráfico 3). De hecho, varios estudios aplicados al caso colombiano encuentran un efecto positivo y significativo de la producción sobre la inversión privada.

Gráfico 3. GASTOS DE INVERSIÓN FRENTE AL AÑO ANTERIOR Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

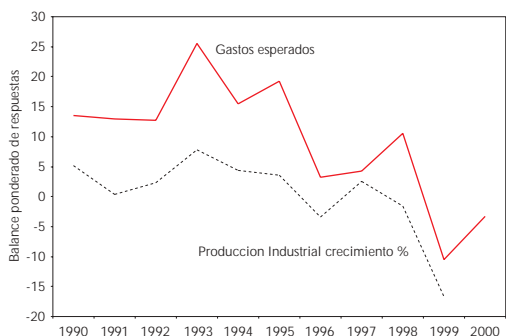


Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo y Dane.

El predominio de los empresarios que aumentaron sus inversiones entre 1989 y 1995 (más del 50%) coincide con el comportamiento positivo del sector industrial, y a partir de ahí el crecimiento de quienes las redujeron va a la par con el progresivo deterioro de la actividad, salvo en 1997, incluyendo la reciente etapa de fuerte recesión en la industria.

Como se mencionó en la introducción, las decisiones de elevar o reducir los gastos de inversión dependen de la percepción de los empresarios sobre la coyuntura, pero también del comportamiento futuro de la economía. En este orden de ideas, se verifica que la evolución de las expectativas de inversión de los empresarios guarda una relación muy estrecha con el desempeño de la actividad industrial: los quiebres de la industria corresponden de manera muy cercana a las expectativas de inversión para cada año, desde su pico en 1993 hasta su reciente contracción (Gráfico 4). Sorprende ver cómo las expectativas que tenían los empresarios en enero de 1999 de reducir en forma drástica su inversión en ese año, coincidieron con la intensa caída de la producción industrial al final de dicho año. Por ello, y por el comportamiento histórico de las dos variables, es posible inferir que

Gráfico 4. GASTOS DE INVERSIÓN ESPERADOS Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo y Dane.

las expectativas de inversión de la EOE predicen de una manera adecuada el comportamiento de la producción industrial real.

De acuerdo con las expectativas de inversión, para el presente año se espera un repunte de la producción industrial. Es previsible que la respuesta de la producción sea más fuerte que las expectativas (que son moderadas) por varias razones: en primer lugar, no hay una correlación uno a uno entre estas dos variables y se observa en general que las expectativas reaccionan menos que la producción. En segundo lugar, la producción depende de otros factores diferentes a la inversión y hoy la industria está operando con un exceso de capacidad instalada; en tercer lugar, el crecimiento de la industria en el primer trimestre del año de más de 9% indicaría que el repunte de la producción en el 2000 puede llegar a ser importante.

C. La inversión por sectores de la industria

Una mirada general por sectores permite apreciar que, con muy pocas excepciones (Industrias metálicas básicas 371 y Textiles 321), hubo una caída fuerte en la inversión en 1996. En efecto, de los 21 sectores industriales que se incluyen en la muestra,

en 1995 había solamente 6 con porcentajes negativos (lo que muestra una reducción en los gastos de inversión frente al año anterior), y esta cifra fue de 17 en 1996. Posteriormente hubo una ligera recuperación que sólo duró un año, y en 1998 la situación se volvió a deteriorar. El año pasado, únicamente dos sectores mostraron un balance positivo (Otras manufacturas, 391 y Otros productos químicos, 352), un sector registró balance de cero (Tabaco, 314) y el resto de los sectores un balance negativo (Cuadro 3).

A lo largo de la década, los siete sectores que han tenido una caída más pronunciada en la inversión han sido Confecciones (322), Equipo y material de transporte (384), Textiles (321), Productos metálicos (381), Imprenta y editorial (342), Productos de caucho (355) y Maquinaria (382). Los siete cuya contracción se acerca al promedio han sido Papel y cartón (341), Cuero y calzado (323), Productos de plástico (356), Metálicas básicas (371), Barro loza y porcelana (361), Equipo (383) y Bebidas (313). Finalmente, los rubros donde la caída ha sido menos intensa han sido Cemento y materiales para construcción (369), Alimentos (311), Madera y muebles (331), Sustancias químicas industriales (351), Otros productos químicos (352), Tabaco (314) y Otras manufacturas (Gráficos 5A, 5B, 5C).

En cuanto a los gastos esperados para este año, ocho de los sectores tienen previsto aumentarlos, mientras 12 planean reducirlos. Aquellos que prevén un mayor incremento son Bebidas, Barro loza vidrio y porcelana, Otras manufacturas, Sustancias químicas, Madera y sus manufacturas y Muebles, Productos de plástico y Textiles. Por su parte, los rubros que más reducirán sus inversiones son Imprentas y editoriales, Cemento y materiales para construcción, Metálicas básicas y productos metálicos, Tabaco, y Equipo y material de Transporte. Otros sectores co-

Cuadro 3. GASTOS DE INVERSIÓN FRENTE AL AÑO ANTERIOR POR SECTORES INDUSTRIALES

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
311 Alimentos	22	6	11	33	22	15	23	8	-1	5	-20
313 Bebidas	8	31	18	-30	38	59	46	5	31	-15	-41
314 Tabaco	-16	19	63	25	-25	25	25	-38	-100	-75	0
321 Textiles	-14	-14	-14	14	16	-10	-28	-8	-21	-25	-56
322 Confecciones	21	9	6	4	-5	-31	13	-29	-19	-18	-47
323 Cuero	-20	9	33	17	-4	-6	12	34	-18	-29	-26
331 Madera	-1	-10	-2	9	3	11	18	6	2	-38	-17
341 Papel	16	0	28	12	17	18	35	-48	4	-24	-25
342 Imprentas	-36	9	4	14	33	10	10	-26	4	-41	-62
351 Sustancias químicas	26	20	22	11	18	23	44	-14	-27	-16	-5
352 Otros	38	24	30	34	32	16	21	-23	19	-5	2
355 Productos de caucho	3	-13	22	39	33	8	-5	-10	-50	-19	-71
356 Productos de plástico	0	0	13	32	31	23	27	-18	-1	-6	-31
361 Barro, loza, porcelana	0	19	-5	11	29	6	22	-29	-34	-8	-39
369 Cemento	9	10	6	21	40	30	13	-23	-12	-33	-22
371 Metálicas básicas	50	-4	6	31	47	35	-19	17	18	22	-37
381 Productos metálicos	17	12	5	12	28	25	-2	-29	-6	-43	-60
382 Maquinaria excepto	3	13	0	14	26	24	27	-33	-40	-20	-46
383 Equipo y material eléctrico	25	36	16	15	46	2	18	10	-8	-12	-39
384 Equipo y material de transporte	30	4	11	10	41	66	6	-36	7	-41	-44
391 Otras manufacturas	25	-33	0	50	-30	0	-4	-50	-41	-33	50

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, pregunta 14. Balance ponderado de las respuestas.

mo Confecciones, Papel y cartón, Cuero y sus manufacturas y calzado, y Alimentos, esperan aumentar la inversión frente al año pasado pero en magnitudes muy pequeñas (Gráfico 6).

D. La inversión por tamaño de las firmas

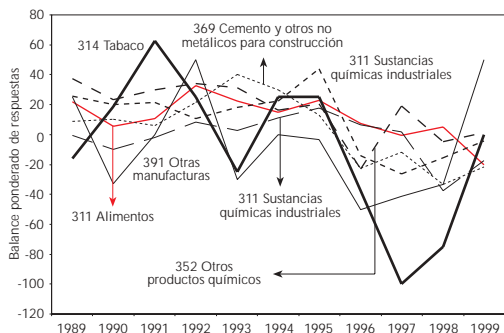
Analizando el balance ponderado de las respuestas sobre la inversión frente al año anterior, se observa que los tres tipos de empresas, grandes medianas y pequeñas, han registrado desde 1992 un comportamiento relativamente similar entre ellas, especialmente entre las medianas y las pequeñas. Se destacan sin embargo algunas diferencias, como un crecimiento importante de la inversión en 1995 en las grandes firmas al tiempo que cayó en las pequeñas y medianas, con un incremento en éstas últimas en 1997. Pero en términos generales la tendencia para todas las empresas es decreciente du-

rante el período, y en particular se captura con claridad la reciente contracción en el caso de las medianas empresas más que en las pequeñas y las grandes (Gráfico 7A).

Por otra parte, se observa que si bien los mayores incrementos en la inversión corresponden a las firmas grandes en el período analizado, también ha sido en estas empresas donde se ha presentado la caída más pronunciada desde mediados de la década (el balance pasó de 35% en 1995 a -34% en 1999). Incluso, por primera vez en diez años, el porcentaje de empresarios que aumentó sus gastos en inversión en 1997 y 1998 fue superado por las empresas medianas.

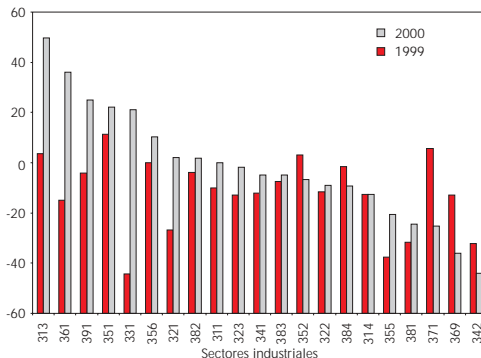
La evolución de los gastos presupuestados para cada año ha sido bastante similar entre medianas y pequeñas empresas. Y aunque la tendencia y los

Gráfico 5A. SECTORES CON MEJOR DESEMPEÑO EN LOS GASTOS DE INVERSIÓN



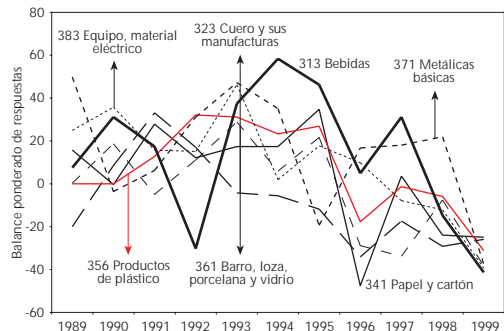
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

Gráfico 6. GASTOS DE INVERSIÓN PRESUPUESTADOS PARA CADA AÑO



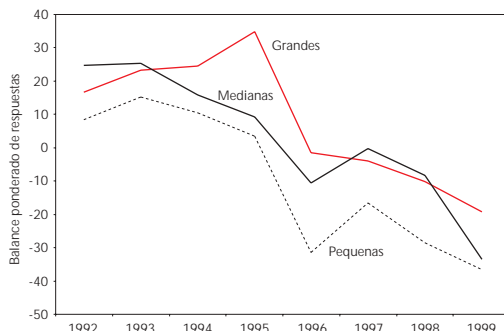
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

Gráfico 5B. SECTORES CON DESEMPEÑO PROMEDIO EN LOS GASTOS DE INVERSIÓN



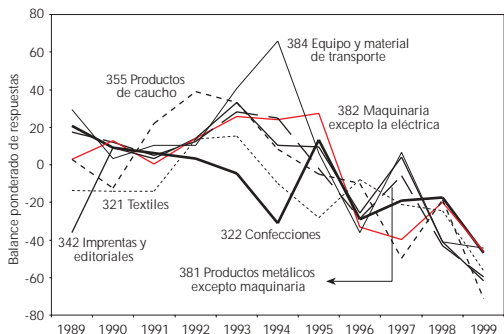
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

Gráfico 7A. GASTOS DE INVERSIÓN FRENTE AL AÑO ANTERIOR POR TAMAÑO



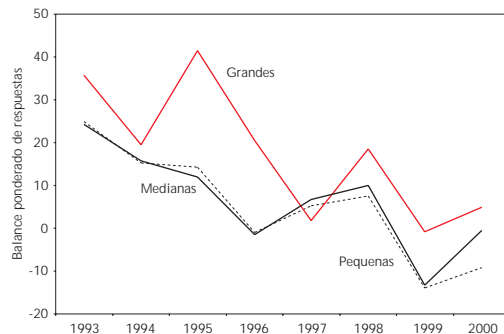
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

Gráfico 5C. SECTORES CON PEOR DESEMPEÑO EN GASTOS DE INVERSIÓN



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

Gráfico 7B. GASTOS DE INVERSIÓN PRESUPUESTADOS PARA CADA AÑO POR TAMAÑO



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

años de quiebre han ido en la misma dirección, las de mayor tamaño, con excepción del año de 1997, han mostrado un optimismo más marcado en cuanto a los planes de inversión. Pero a la vez se observa que, en todos los casos, en determinados años, las expectativas de los empresarios no se han cumplido, y en períodos en que éstos pensaban incrementar la inversión como en 1998 esta variable en vez de haber crecido se redujo. Las expectativas sobre los gastos de inversión para el año 2000 son positivas y muestran que ésta será mayor que en 1999, pero principalmente en las medianas empresas (Gráfico 7B).

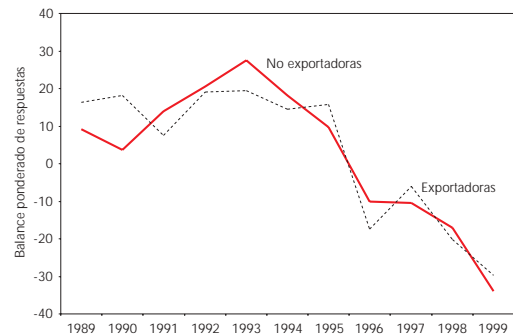
E. Inversión por tipo de firmas: Exportadoras y no exportadoras

El comportamiento de la inversión a lo largo de la década ha sido similar para las firmas exportadoras y las no exportadoras, aunque los aumentos han sido superiores en el caso de las no exportadoras, salvo en algunos años como 1995 y 1997. El año pasado el balance negativo³ fue superior para las no exportadoras, y ligeramente menos negativo para las exportadoras (Gráfico 8A).

No obstante, la evolución de los planes de inversión sí ha sido diferente y se observa que hay una mayor coincidencia entre las expectativas de gastos de las empresas no exportadoras con las inversiones realmente realizadas (Gráfico 8B).

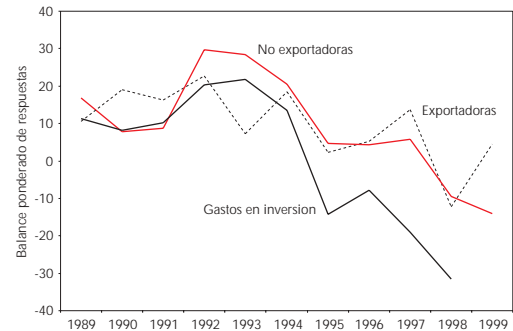
En el período 1992-1995 las expectativas de inversión de las firmas no exportadoras fueron más positivas que en el caso de las exportadoras, en parte porque no se veían afectadas por la revaluación del tipo de cambio. Posteriormente tendieron a

Gráfico 8A. GASTOS EN INVERSIÓN FRENTE AL AÑO ANTERIOR POR ACTIVIDAD



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

Gráfico 8B. GASTOS DE INVERSIÓN PRESUPUESTADOS PARA CADA AÑO POR ACTIVIDAD



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

igualarse, ante la fuerte caída en los planes de gasto anual de las no exportadoras. Pero en general, se destaca el hecho de que ninguno de los dos tipos de empresas incorporó en sus expectativas la contracción real de la inversión en los últimos años y, especialmente desde 1995, los empresarios han sobrestimado sistemáticamente a principios de cada año sus planes de inversión.

Finalmente, cabe resaltar que si bien las exportadoras capturaron mejor la contracción de la inversión que tuvo lugar en 1999, también son esos mis-

³ Respuestas positivas menos respuestas negativas.

mos empresarios los que planean incrementar sus inversiones durante el presente año (en parte cuentan con una tasa de cambio más favorable para su actividad). Por su parte, las firmas no exportadoras consideran que sus gastos en inversión serán aún inferiores a los de 1999. En síntesis, el aumento de la inversión esperada para el 2000 se debe a las intenciones de las firmas exportadoras, pues incluso las empresas no exportadoras esperan reducir sus gastos.

F. Determinantes de la Inversión

1. *Que dicen los estudios en Colombia*

Son muchas las variables que afectan la inversión privada, aunque no hay un consenso sobre la influencia relativa de las mismas. La variable que comúnmente se ha encontrado que tiene un efecto positivo y significativo sobre la inversión es la producción (mecanismo del acelerador)⁴, y se ha encontrado una elasticidad alta de la inversión privada al crecimiento económico⁵ y al ingreso nacional⁶. Relacionado con lo anterior, se ha encontrado también un efecto positivo para las ventas⁷ y para la utilización de la capacidad instalada de las firmas⁸.

Otros estudios han destacado la importancia de las variables financieras (disponibilidad de recursos internos y externos) en el proceso de inversión, así

como una respuesta importante de esta última al endeudamiento y a las utilidades⁹.

En cuanto a las variables relacionadas con los precios, los resultados de los estudios han sido menos generalizados y concluyentes. Se ha encontrado por ejemplo un efecto positivo de la devaluación real sobre la inversión al elevar la producción y las ventas de los sectores comercializables¹⁰, pero también un impacto negativo al aumentar el precio relativo de los bienes de capital¹¹. La tasa de interés es otra de las variables sobre las cuales no hay consenso. Algunos analistas han encontrado que la tasa de interés real no juega un papel importante en la inversión, pero otros trabajos muestran que esta variable ha recobrado importancia relativa en épocas recientes¹². De igual forma, de acuerdo con algunos estudios los mayores impuestos afectan negativamente las decisiones de inversión.

Otros hallazgos importantes están relacionados con el vínculo positivo entre la inversión pública y la inversión privada en maquinaria y equipo¹³, y con la relevancia de la incertidumbre y la inestabilidad

⁴ Fainboim, Israel (1990) "Inversión, Tributación y costo de uso del capital en Colombia: 1950-1987", *Ensayos sobre Política Económica*, No. 18, Dic. El autor encuentra que si bien hay co-integración entre la inversión y el producto, la relación de causalidad sólo se presenta producción e inversión privada fija.

⁵ Cárdenas, Mauricio y Olivera, Mauricio (1995), "La crítica de Lucas y la Inversión en Colombia: Nueva Evidencia", Fedesarrollo, mayo. Ospina, Jorge (1976), "Determinantes de la Inversión Industrial en Colombia", *Coyuntura Económica*, diciembre.

⁶ Reyes, Alvaro (1978) "Un modelo de corto plazo para la economía colombiana", Planeación y Desarrollo, mayo-agosto.

⁷ Chica, Ricardo (1984) "La financiación de la Inversión en la Industria Manufacturera Colombiana: 1970-1980", *Desarrollo y Sociedad*, Vol. 15-16. Echavarría, Juan José y Tenjo, Fernando (1993) "Inversión, Liquidez y fuentes de financiación de la Industria Colombiana", *Coyuntura Económica*, junio.

⁸ Chica, Ricardo (1988) "Un diagnóstico de la crisis de la acumulación de la industria colombiana", *Desarrollo y Sociedad*, 22. Rubio, Mauricio (1993), "Estimación de una función de inversión para Colombia", Corporación, Centro regional de Población, mimeo.

⁹ Echavarría y Tenjo (1993).

¹⁰ Echavarría y Tenjo (1993) y Reyes (1978).

¹¹ Echavarría y Tenjo (1993) y Cárdenas y Olivera (1995).

¹² Cárdenas y Olivera (1995).

¹³ Cárdenas y Olivera (1995) y Echavarría y Tenjo (1993).

como factores negativos para la inversión. En particular, se ha demostrado que la volatilidad de variables como la tasa de interés y la tasa de cambio reales (y no sus niveles) generan incertidumbre entre los agentes y reducen la inversión privada. La volatilidad de estas variables afecta los rendimientos esperados e incrementa el riesgo de la inversión¹⁴.

2. Determinantes según la Encuesta

Además de describir el comportamiento de la inversión, para lo cual se dispone también de cifras oficiales, la encuesta de Fedesarrollo permite conocer las razones que llevan a los empresarios a aumentar o reducir sus inversiones, complementando así los diferentes estudios sobre los determinantes de la inversión. La encuesta cubre algunas de las variables mencionadas tales como la demanda, la disponibilidad de crédito, las tasas de interés, el nivel de impuestos, factores relacionados con políticas comerciales, y aspectos de incertidumbre como el futuro de la tasa de cambio, entre otros, y permite evaluar su influencia a través de la década.

a. Principales factores favorables a la inversión

En primer lugar, los datos permiten apreciar que en la época de auge, los factores que más favorecieron la inversión privada¹⁵ fueron el alto nivel de demanda interna, la disponibilidad de recursos financieros domésticos y externos, los bajos costos financieros y la facilidad para importar maquinaria y equipo. Estos aspectos han dejado de percibirse

¹⁴ Partow, Zeinab (1996), Borradores de Economía, Banco de la República, N. 56.

¹⁵ La pregunta 19 se formula de la siguiente manera: "cuáles son los principales factores favorables para la inversión en maquinaria, equipo y construcción".

gradualmente como favorables desde mediados de la década cuando se inició el desplome de la inversión privada (Gráfico 9A). En los años recientes han perdido peso la disponibilidad de recursos financieros y externos y su costo, y el nivel de demanda interna, mientras que lo han ganado la capacidad organizacional de las empresas para realizar cambios, la disponibilidad de innovaciones tecnológicas y de recursos financieros propios (debido a la escasez de otros recursos) y los bajos niveles de inflación (Gráfico 9B).

3. Principales obstáculos para la inversión

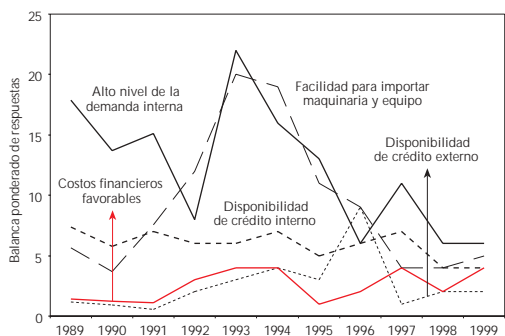
a. La demanda interna

De acuerdo con los resultados, el principal obstáculo¹⁶ para invertir es el bajo nivel de la demanda interna (31% en promedio), un factor que ganó peso durante la segunda parte de la década pasada y fue más marcado en los años recientes: en 1999 cerca del 40% de los empresarios consideró que la debilidad de la demanda era el principal obstáculo para la inversión, situación que es consistente con la drástica caída de la demanda, según las cifras oficiales (Cuadro 4).

Como era de esperar, la preocupación sobre el bajo nivel de demanda interna es más acentuada en el caso de las empresas no exportadoras, particularmente desde mediados de la década, más que en aquellas que destinan una parte importante de las ventas al mercado externo. En efecto, para 1995-2000 este factor representa un obstáculo para el 38% de los empresarios de las firmas no exportadoras y 30% en las exportadoras.

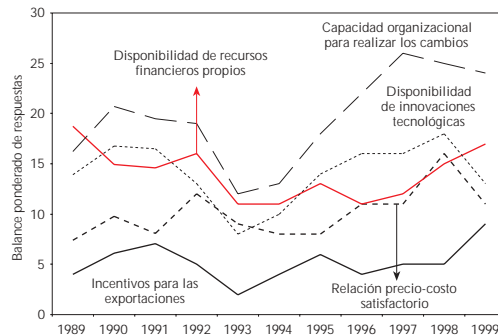
¹⁶ La pregunta 20 se formula de la siguiente manera: "cuáles son los principales impedimentos para realizar inversiones".

Gráfico 9A. FACTORES QUE HAN PERDIDO PESO DENTRO DE LOS ELEMENTOS FAVORABLES PARA INVERTIR



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

Gráfico 9B. FACTORES QUE HAN GANADO PESO DENTRO DE LOS ELEMENTOS FAVORABLES PARA INVERTIR



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

Cuadro 4. PRINCIPALES IMPEDIMENTOS PARA REALIZAR INVERSIONES

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Bajo nivel de demanda interna	23	28	25	34	18	22	20	29	36	31	39	43
Falta de incentivos para las exportaciones	4	9	5	12	18	18	14	9	12	6	8	5
Protección inadecuada frente a las import.	5	5	6	8	10	14	15	11	7	10	7	5
Dificultad para importar maquin. y equipo	8	7	4	2	0	2	1	1	1	2	1	1
Relación precio-costo insatisfactorio	5	10	9	9	10	10	7	8	8	7	4	8
Escasez de insumos	3	1	2	2	1	1	4	1	1	1	0	0
Escasez de personal adecuado	1	2	3	2	2	4	1	1	1	1	0	0
Escasez de crédito interno	13	6	19	6	4	1	8	5	3	5	8	11
Escasez de crédito externo	2	1	2	1	0	1	2	2	1	1	1	1
Escasez de recursos financieros propios	14	11	10	11	13	7	9	9	9	14	8	11
Costos financieros desfavorables	11	13	10	5	7	4	12	14	11	10	14	5
No hay innovaciones tecnológ. disponibles	2	1	1	2	3	3	1	2	0	1	0	1
Dificultades organiz. para realizar cambios	1	1	2	2	3	4	2	1	1	2	1	2
Altos impuestos	5	4	3	5	10	8	5	7	9	9	7	5

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, pregunta No.20. Porcentaje de respuestas.

Adicionalmente, la demanda es un obstáculo creciente, especialmente para las grandes. Las menores lo consideraron un impedimento importante hasta 1997, pero desde entonces este factor perdió importancia relativa frente a factores como la falta de recursos para invertir.

En términos generales y considerando la totalidad de los encuestados, la escasez de demanda parece seguir siendo un problema y para la mitad de ellos

éste será el principal obstáculo para invertir en el 2000. Lo anterior indica que los empresarios se mantienen pesimistas, a pesar de la esperada recuperación de la economía y de la demanda.

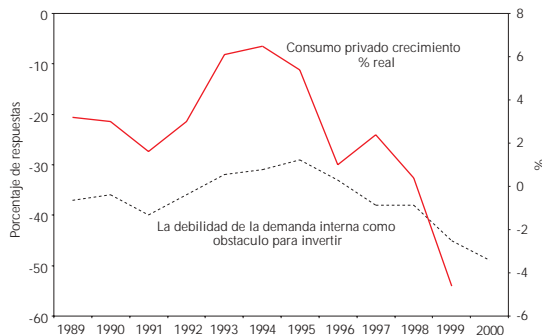
Para saber cuán atinadas han sido las expectativas de los empresarios, se contrasta el balance de la Encuesta con el comportamiento del consumo privado. Se observa que las expectativas de la demanda interna reflejan de manera suavizada los quiebres

del consumo privado, pues los empresarios no parecen incluir en sus expectativas los cambios bruscos en la demanda. Por esta razón, la Encuesta en enero de 1999 no previó, así como nadie lo hizo en el país, el derrumbe del consumo privado en ese año (-4,6%). De la misma forma, y a pesar del pesimismo de los empresarios, es previsible que sus expectativas no estén capturando la recuperación de la economía y de la demanda que se espera para este año (Gráfico 10).

B. Recursos para la inversión y tasas de interés

La falta de recursos es otro de los obstáculos con más frecuencia expuesto por los empresarios para no invertir. Esta fue una razón importante a lo largo de la década, aunque un poco más acentuada en la segunda parte de los noventa. Especialmente, las limitaciones se han concentrado en la falta de crédito del sector financiero y de recursos propios, y no ha sucedido lo mismo con los recursos externos. La disponibilidad de estos últimos no es percibida como un problema (sólo para el 1% de los empresarios), incluso en épocas de restricción del crédito externo como desde mediados de 1997.

Gráfico 10. EXPECTATIVAS DE DEMANDA (EOE) Y CONSUMO PRIVADO



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, Dane.

Lo anterior sugiere que las empresas financian su inversión mayoritariamente con recursos domésticos (propios o créditos), y que el desempeño del mercado internacional de capitales tiene una importancia menor (Gráfico 11A). Aunque este aspecto tiene un peso relativamente menor al de otras fuentes de recursos, las empresas exportadoras y de gran tamaño se han visto más afectadas por la escasez de crédito externo que las demás, debido a que tienen un acceso más fácil al mercado internacional de capitales.

Por su parte, la escasez de recursos propios de las empresas desde 1994 se ha percibido como un problema creciente, lo cual es explicable dada la crisis del sector industrial en los años anteriores y por las grandes pérdidas que generó la actividad. De hecho, se observa una correlación estrecha entre la caída del producto del sector industrial y aumento del número de empresarios que percibe que la falta de fondos propios es un obstáculo para la inversión. Para los planes de inversión del año 2000 este aspecto se vuelve a apreciar como la segunda limitante más importante, confirmada por el 11% de los encuestados (Gráfico 11B).

La falta de recursos propios ha sido el principal problema para las empresas exportadoras y no exportadoras. También lo ha sido para las empresas de todos los tamaños, pero tiene un mayor peso en el caso de las empresas pequeñas y en menor medida en las medianas, pues esta es la fuente primordial de financiamiento de sus inversiones. La percepción de que la falta de recursos propios impedía realizar inversiones se acentuó desde 1994 hasta llegar a su punto más alto en el año 1998, especialmente en las pequeñas, pero en 1999 la situación mejoró. Nuevamente para el 2000, los empresarios consideran que éste será un severo obstáculo para invertir, especialmente para las grandes y medianas firmas.

Es claro que la escasez de recursos propios tomó inusitada importancia en los últimos años tras las restricciones crediticias por parte del sistema financiero. La escasez de crédito fue importante a principios de la década pasada y dejó de serlo en iguales magnitudes desde 1992, lo cual es consistente con el *boom* crediticio de ese entonces y de mediados de la década. Pero la posterior restricción de los préstamos que se inició en 1998 y se profundizó en 1999, precisamente cuando la cartera neta total del sistema financiero cayó en promedio 12,5% en términos reales, convirtiéndola en otra limitante para invertir. Se espera que para este año la restricción de créditos se mantenga, y así lo confirma el 11% de los empresarios, lo cual es consistente con el comportamiento de la cartera del sector financiero (cayó 17,4% en términos reales en el mes de diciembre) (Gráfico 11C).

La falta de crédito doméstico ha afectado por igual a las empresas exportadoras y no exportadoras a lo largo de la década, pero desde 1997 ha sido un problema creciente y especialmente crítico para las empresas exportadoras, llegando incluso a percibirse como igualmente restrictivo que la falta de recursos propios. En ambos casos, los empresarios consideran que en el 2000 las restricciones crediticias serán una limitante importante para llevar a cabo sus planes de inversión.

Como era de esperar, la falta de crédito doméstico ha sido un inconveniente importante para la inversión a lo largo de la década en el caso de las pequeñas empresas y en menor medida en las medianas, por tener un acceso más restringido a los préstamos del sector financiero que las de gran tamaño. Este problema se ha vuelto especialmente crítico desde 1998 para los pequeños empresarios (7%) y se mantendrá en el 2000. Los porcentajes son mucho menores en las firmas de mayor tamaño, y no se

Gráfico 11A. RECURSOS FINANCIEROS Y TASAS DE INTERÉS COMO OBSTÁCULOS PARA LA INVERSIÓN

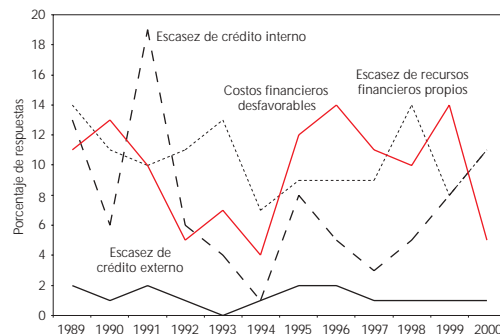


Gráfico 11B. CRÉDITO INTERNO COMO OBSTÁCULO PARA INVERTIR Y PRODUCCION INDUSTRIAL

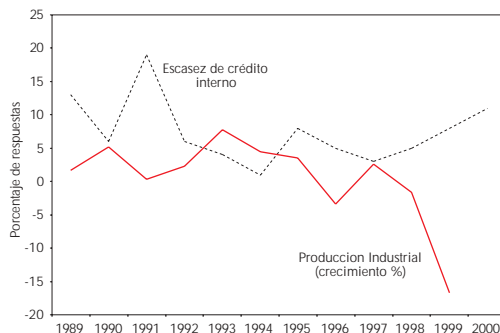
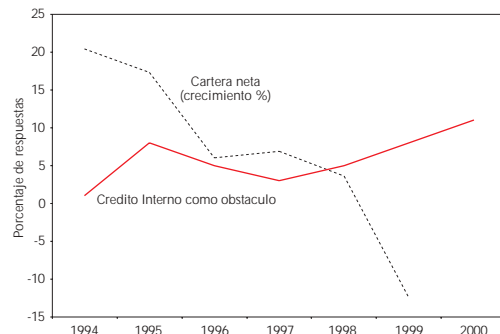


Gráfico 11C. ESCASEZ DE CRÉDITO INTERNO COMO OBSTÁCULO PARA INVERTIR Y CARTERA NETA



Fuente: EOE de Fedesarrollo y Superintendencia Bancaria.

perciben cambios significativos en el 2000 frente a 1999. Los resultados sugieren que la crisis crediticia del sector financiero ha afectado en mayor medida las empresas de menor tamaño.

Pero no solamente la escasez de recursos ha sido un obstáculo, sino también sus altos costos, especialmente en la segunda parte de la década pasada cuando ascendió al tercer puesto en importancia dentro de los problemas de los empresarios. En enero de 1999 el 14% de ellos se quejó de las altas tasas de interés registradas en la economía tras el dramático incremento de las mismas en 1998. Pero en el 2000, consistente con el comportamiento de las tasas en 1999 y con los compromisos anunciados por el Gobierno de mantenerlas en niveles bajos durante el presente año, los empresarios encuestados en enero pasado consideran que los costos financieros no serán en el 2000 un problema para invertir, sólo para el 5% de ellos.

c. Los impuestos

Otro de los factores que ha contribuido a frenar las decisiones de inversión ha sido la mayor carga tributaria de las empresas. En particular desde 1993 los altos impuestos fueron considerados como un impedimento para la inversión, y así lo confirmó el 10% de los empresarios. Después de reducir su importancia relativa en los dos años siguientes, en el período 1997-1998 reaparecen como un problema importante.

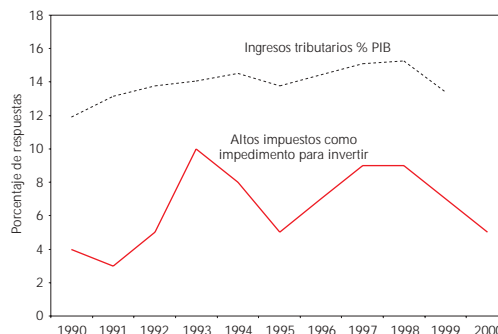
Al comparar las respuestas de los empresarios con el comportamiento de la carga tributaria en la década, se observa que la percepción de los empresarios guarda las mismas tendencias que la evolución de la carga tributaria, aunque con cambios más acen- tuados. El aumento del porcentaje de empresarios que consideró que los altos impuestos eran un impedimento para realizar inversiones en 1993, coin-

ció con los mayores impuestos generados tras la reforma tributaria de 1992; y nuevamente el elevado porcentaje en 1997-1998 fue el resultado de la nueva reforma que aprobó en el Congreso a finales de este último año. Pero en 1999 y 2000 la preocupación sobre los altos impuestos se redujo, a pesar de que se introdujeron el impuesto a las transacciones financieras del 2 x 1000 y se creó la expectativa con la reforma tributaria de este año. Esto puede explicarse por el hecho de que el actual Gobierno ha prometido repetidamente reducir los impuestos, como la tarifa del IVA en la reforma de 1998 y el impuesto de renta en el paquete tributario presentado recientemente al Congreso. Esta expectativa permitió despejar las dudas de los empresarios en este sentido y condujo a que no vieran los altos impuestos como un impedimento grave para aumentar su inversión en el año 2000 (Gráfico 12).

d. La política comercial

La Encuesta revela también que los empresarios encontraron en las medidas de política comercial un factor determinante en sus decisiones de inversión, especialmente después de la apertura económica.

Gráfico 12. ALTOS IMPUESTOS COMO OBSTÁCULO PARA INVERTIR Y CARGA TRIBUTARIA



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

En primer lugar, un importante porcentaje de empresarios empezó a percibir desde 1992 que su sector no estaba adecuadamente protegido frente a las importaciones, al punto que en 1995 fue considerado como el segundo impedimento más importante para elevar los gastos en inversión. Además, y no menos interesante, resulta el hecho de que a juicio de los empresarios las medidas adoptadas simultáneamente con la apertura no eran adecuadas. En efecto, desde 1992 hasta 1997 los encuestados (más del 12%) estimaron que la falta de estímulos a las exportaciones constituyó un obstáculo importante para la inversión. En particular, éste ha sido uno de los principales impedimentos percibido por los empresarios exportadores aunque ha perdido importancia desde mediados de la década, y también lo ha sido la protección inadecuada frente a las importaciones. Por el contrario, para las empresas no exportadoras el principal problema ha sido la protección inadecuada frente a las importaciones, y la falta de estímulos para exportar ha sido un problema bastante menor.

Pero debe destacarse también que antes de la apertura comercial las dificultades para importar maquinaria y equipo representaban un importante freno a la inversión en especial para las firmas exportadoras, y así fue corroborado por el 8% de los empresarios en 1989. Pero esta restricción perdió toda importancia a partir de 1992, gracias a la reducción de aranceles y a la revaluación real de la tasa de cambio en esos años, y nunca más a lo largo de la década pasada esa preocupación fue importante para más allá del 2% de los empresarios.

A pesar de los costos iniciales, los industriales se han ido adaptando a las reglas de juego en materia comercial y los factores mencionados han perdido importancia dentro de los que les impiden invertir, aunque siguen teniendo algún peso. Este año, el 7% de los empresarios piensa que su sector no está

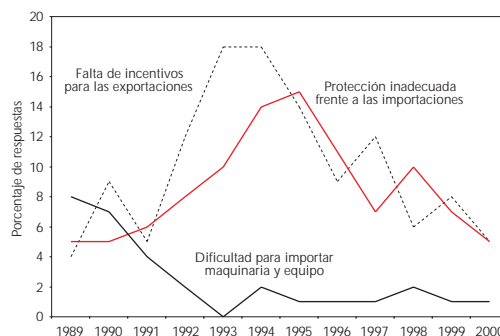
debidamente protegido frente a las importaciones y el 5% cree que son inciertos los incentivos a las exportaciones (Gráfico 13).

4. Principales factores de incertidumbre de los empresarios

La encuesta también indaga sobre los principales factores de incertidumbre que han rodeado las decisiones de inversión de los empresarios. Entre la lista considerada se observa que la demanda interna es también el principal factor de incertidumbre, seguido por la tasa de cambio futura y por las normas gubernamentales. Otros aspectos como los relacionados con la política comercial, los impuestos, y los costos laborales, han tenido una importancia relativa menor (Cuadro 5, Gráfico 14).

En cuanto a la tasa de cambio, desde principios de la década, y con excepción de 1991, la incertidumbre sobre esta variable fue creciente. Su importancia se redujo sólo desde 1998, precisamente cuando se inició una devaluación importante de la tasa de cambio, y en 1999 cuando ocurrió la eliminación de la banda cambiaria por parte del Banco de la

Gráfico 13. ELEMENTOS DE LA POLÍTICA COMERCIAL COMO IMPEDIMENTOS PARA LA INVERSIÓN



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

Cuadro 5. PRINCIPALES FACTORES DE INCERTIDUMBRE

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
La demanda interna	37	36	40	36	32	31	29	33	38	38	45	49
Incentivos a las exportaciones	5	10	7	11	11	13	10	7	6	5	7	4
Protección frente a las importaciones	6	11	9	8	12	13	14	11	7	10	8	7
Posibili. de importar mat. primas y repuestos	8	6	4	2	3	2	4	3	2	2	1	1
Costos laborales	7	8	7	4	5	6	6	5	4	6	6	7
Tasa de cambio futura	9	9	4	11	10	11	14	14	15	19	15	12
Impuestos	2	3	4	6	9	6	6	7	9	5	6	5
Precios de insumos	12	8	7	6	5	5	6	5	2	3	2	3
Avances tecnológicos	1	2	2	3	2	3	1	1	1	2	1	2
Normas gubernamentales	12	8	17	13	12	11	10	14	15	11	9	10

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, pregunta No.21. Porcentaje de respuestas.

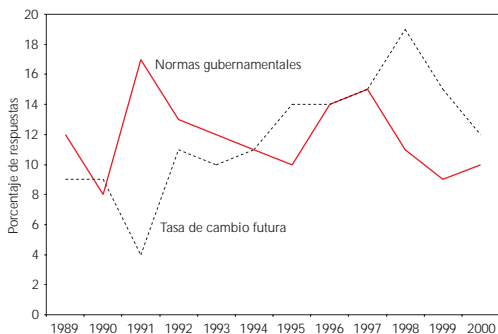
República. En 1998 esta variable preocupó al 19% de los empresarios, el porcentaje más alto de la década, y se redujo en 1999 a 12%.

De las respuestas no es claro si lo que preocupa a los empresarios es el nivel del tipo de cambio o su estabilidad, pero los datos muestran que la preocupación fue alta en períodos de gran inestabilidad de la tasa de cambio (como en 1998), aunque también en épocas de revaluación real como sucedió en casi toda la década. Y es precisamente en los períodos en los que se produjo una devaluación y

una mayor estabilidad del tipo de cambio cuando esta preocupación perdió importancia (Gráfico 15).

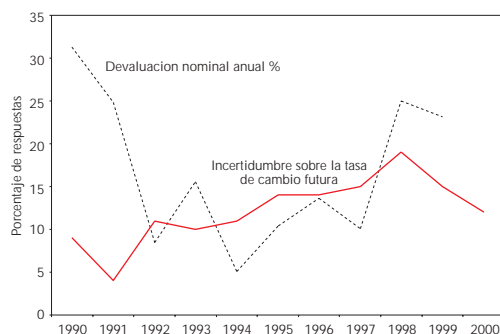
Desde 1991 ha sido mayor la incertidumbre sobre el futuro de la tasa de cambio en el caso de las empresas exportadoras que se ven afectadas por esta variable, que para las cuales sus ventas se dirigen al mercado doméstico. Por otra parte, las empresas de mayor tamaño han sido en general las más preocupadas por el comportamiento de esta variable, lo cual es de esperar debido a que entre este grupo se encuentran las exportadoras, pero además son las

Gráfico 14. FACTORES DE INCERTIDUMBRE QUE RODEAN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

Gráfico 15. DEVALUACIÓN NOMINAL E INCERTIDUMBRE SOBRE LA TASA DE CAMBIO



Fuente: EOE de Fedesarrollo y Banco de la República.

que mayor deuda externa poseen. Sin embargo, a pesar de esto último, su preocupación sobre la tasa de cambio creció hasta 1998 y cayó a partir de ahí, precisamente en los años de una elevada devaluación que encareció el valor de la deuda.

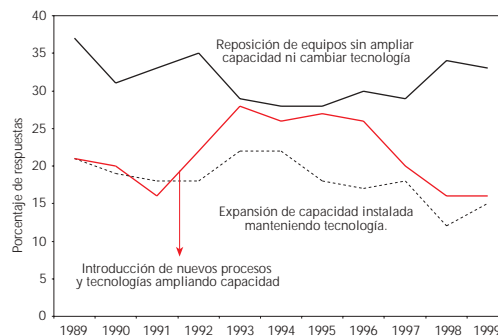
a. Las normas oficiales

La incertidumbre causada por la inestabilidad de las normas oficiales ha estado presente durante toda la década y ha sido la segunda preocupación de los empresarios en el momento de invertir. En 1991, cuando el gobierno preparaba las reformas que marcarían el nuevo modelo de apertura económica, fue el año en que el mayor porcentaje de empresarios expresó temores por la inestabilidad de las reglas, 17%. Aunque para el año 2000, ese porcentaje se redujo a 10%, es obvio que ese temor continúa latente debido a la puesta en marcha de las reformas que el Congreso aprobó el año pasado o las que el ejecutivo presentará este año a la rama legislativa.

G. Principales tipos de inversión realizados

Finalmente, los resultados de la encuesta también permiten ver hacia dónde se han dirigido las inversiones y en qué área de su empresa comprometieron los nuevos recursos. La respuesta más frecuente a lo largo de la década pasada es que este gasto se orientó hacia la reposición de maquinaria y equipo sin ampliar la capacidad ni cambiar la tecnología. Aunque este es un proceso normal dada la depreciación de los equipos, resalta el hecho de que hasta mediados de la década esta área perdía importancia relativa y los recursos se orientaban cada vez más a la expansión de la capacidad y a la introducción de nuevos procesos y tecnologías. En 1993 esta situación cambió y los empresarios dirigieron crecientemente sus inversiones a reponer equipos y cada vez menos a expandir la capacidad y a modernizar las empresas (Gráfico 16).

Gráfico 16. PRINCIPALES TIPOS DE INVERSIÓN REALIZADOS



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

H. Comentarios finales

El análisis anterior permite concluir que el módulo de inversión de la EOE de Fedesarrollo arroja respuestas interesantes sobre el comportamiento de la inversión en la última década. Los resultados sobre los gastos de inversión guardan una estrecha relación con los datos reales de esta variable. Captura los grandes quiebres que se han presentado a lo largo de la década tanto en lo que tiene que ver con el crecimiento de los gastos, como frente a las expectativas de inversión para el cada año. Sin embargo, estas últimas han subestimado en los últimos años las fuertes contracciones registradas en la inversión privada como 1999.

Se encontró que los incrementos más elevados en los gastos de inversión hasta mediados de la década se presentaron en las grandes empresas, pero desde 1995 la caída de esta variable, que fue generalizada, se registró con mayor fuerza en este tipo de firmas. Por otra parte, los empresarios de todas las firmas, y especialmente de las grandes, han sido por lo general optimistas frente a los gastos de inversión en cada año, expectativas que no se han cumplido, y menos aún en el período reciente.

Los gastos en inversión en las firmas exportadoras y no exportadoras se han comportado de una manera relativamente similar, pero no ha sucedido lo mismo con los planes de inversión para cada año. Las expectativas de las no exportadoras se han adecuado más a la realidad, mientras que ello no ha ocurrido con las exportadoras. Pero en ninguno de los dos casos se capturó la magnitud de la caída de la inversión que tuvo lugar desde 1995.

Para el año 2000 los empresarios esperan incrementar sus gastos de inversión frente a 1999. Las mayores inversiones que se esperan provendrán de las medianas empresas, pues las pequeñas y grandes tienen planes de inversión más modestos, y de las firmas exportadoras pues las no exportadoras esperan incluso reducir sus gastos.

Los principales factores que se perfilan como favorables para las nuevas inversiones en términos relativos serán la baja inflación, las bajas tasas de interés, las facilidades para importar maquinaria y equipo y la capacidad organizacional de las empresas.

Otros elementos, como la debilidad de la demanda interna y la disponibilidad de recursos son los principales obstáculos para llevar a cabo las inversiones. La debilidad de la demanda interna ha sido el mayor inconveniente que han enfrentado los empresarios a lo largo de la década, pero en particular en la segunda mitad y en los años recientes, situación que es consistente con el comportamiento observado en el consumo privado. Este elemento es percibido como particularmente preocupante en el caso de las empresas no exportadoras que dirigen sus ventas al mercado doméstico, y en el caso de las de mayor tamaño.

La falta de recursos de crédito doméstico y propios es el segundo obstáculo encontrado por los empresarios para invertir. El crédito externo es un problema

menor, aunque afecta especialmente las decisiones de inversión de las grandes empresas y de las exportadoras, que son precisamente las que tienen acceso al mercado internacional de capitales.

Por su parte, la falta de recursos propios se ha vuelto un problema especialmente relevante en los últimos años, en forma coincidente con la crisis que ha vivido la industria. Aunque este factor afecta a todo tipo de empresas, es especialmente restrictivo para las pequeñas y para las no exportadoras, justamente las que no tienen un acceso fácil a otras fuentes de recursos como los provenientes del sector financiero.

La escasez de recursos del sistema financiero doméstico se ha convertido también en una limitante importante para las empresas cuando toman las decisiones de invertir. Este aspecto no fue una restricción durante la época del *boom* crediticio (1990-1995), pero se convirtió en un freno a las inversiones a raíz de la crisis del sector financiero iniciada hace unos años que se tradujo en un *credit crunch*. Desde mediados de la década, éste se ha convertido en un obstáculo especialmente para las empresas exportadoras, y para las pequeñas y medianas que han tenido un acceso restringido a los préstamos financieros, mientras que en las grandes se observa una cierta indiferencia. Es evidente que el recorte crediticio reciente ha afectado en mayor medida a las pequeñas y medianas firmas.

Las tasas de interés han sido percibidas por los empresarios como una limitación para invertir en los años en que éstas han crecido como en 1998. La reducción de 1999 y los anuncios del Gobierno de mantenerlas en niveles bajos y estables, han conducido a que este factor deje de verse como un obstáculo para invertir en el presente año. De la misma forma, los altos impuestos dejaron de preocupar a los empresarios en los años recientes, a

pesar de la creación del impuesto a las transacciones financieras del dos por mil y del anuncio de una reforma tributaria para este año.

La política cambiaria también ha tenido una influencia grande en las decisiones de inversión de los agentes, especialmente después de la apertura económica. Sin embargo, los elementos relacionados con la política comercial dejaron de tener importancia en los años recientes y las empresas parecen haberse adaptado a estas nuevas reglas de juego. Como era de esperar, la falta de estímulos a las exportaciones ha afectado especialmente a las empresas exportadoras, mientras a las no exportadoras les ha preocupado más la falta de protección frente a las importaciones. No obstante, la mayor posibilidad de importar maquinaria y equipo a raíz de la reducción de aranceles, es un factor visto como positivo por las firmas.

Un último elemento a destacar, es que los principales factores de incertidumbre que rodean las inversiones de los empresarios han sido la demanda interna, el futuro de la tasa de cambio y las normas gubernamentales. Para los gastos de inversión del 2000 hay una gran incertidumbre en torno a las normas gubernamentales y a la demanda interna, pero menos en cuanto al futuro de la tasa de cambio. En todo caso, este último aspecto ha sido percibido como un inconveniente importante para las empresas exportadoras y para las grandes firmas, que son las que más se ven afectadas con movimientos de la tasa de cambio, ya sea porque son las más endeudadas en dólares, o bien porque se alteran los precios de las ventas al exterior.

II. EL IMPUESTO A LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS

A finales de 1998 el gobierno colombiano declaró el estado de emergencia económica y social en el

territorio nacional, con el objeto de tomar un conjunto de medidas urgentes para dar solución a la crisis del sector financiero que se comenzó a gestar un año atrás. Las medidas mencionadas fueron consignadas en el decreto 2331 de 1998, mediante el cual se prevén distintos mecanismos para fortalecer la situación patrimonial de las entidades de los sectores financiero y cooperativo, y aliviar la situación de los deudores de créditos de vivienda y de los ahorradores de las entidades cooperativas en liquidación. Como mecanismo de financiación del paquete de medidas de emergencia, en el mismo decreto se estableció un impuesto a las transacciones financieras (ITF), mejor conocido como *dos por mil*.

Inicialmente el *2 por mil* tenía una vigencia temporal que aplicaba hasta el 31 de diciembre de 1999. Sin embargo, a lo largo del año pasado el gobierno fue sentando las bases para que el ITF se convierta en un tributo permanente. En efecto, a mediados de 1999 el gobierno prorrogó por un año más, hasta el 31 de diciembre de 2000, la aplicación del impuesto a las transacciones financieras mediante la ley 508 de 1999 que estableció el Plan de Desarrollo para los años 1999-2002. Posteriormente, en el proyecto de reforma tributaria presentado al Congreso en marzo de 2000 se incluyó un impuesto a las operaciones financieras con carácter permanente y con la misma tarifa que se ha aplicado hasta ahora.

La posibilidad de que este impuesto se vuelva permanente ha reabierto el debate sobre su conveniencia. Por una parte, el gobierno considera que este gravamen es neutro y que, frente a otros impuestos, tiene ventajas como la eficiencia en la administración y la inexistencia de cartera morosa¹⁷. Por otra

¹⁷ Discurso del Ministro de Hacienda en la clausura de la XXXV Convención Bancaria y de Instituciones Financieras en Bogotá, junio de 2000.

parte, los representantes del sector financiero han expresado que el *2 por mil* afecta la profundización financiera en la medida en que introduce un sesgo en contra de los depósitos bancarios, aumenta los costos de los servicios financieros y se transfiere al consumidor a través de precios¹⁸.

Este es un viejo debate que a nivel teórico se inició a finales de la década de los setenta cuando Tobin propuso la creación de un impuesto a las transacciones financieras en divisas, conocido en la literatura económica como *Tobin tax*. La propuesta de Tobin buscaba fundamentalmente neutralizar la volatilidad de los mercados financieros internacionales¹⁹. En la literatura se tiende a asimilar los ITF al *Tobin tax*, aunque este último es solamente una modalidad de dicha clase de impuestos. De hecho, los ITF más ampliamente estudiados han sido los que se establecen sobre las transacciones de títulos valores en el mercado doméstico²⁰.

De cualquier manera, independientemente del ámbito de aplicación, los principales beneficios que se le atribuyen a los ITF se relacionan con su utilidad para reducir la volatilidad de los mercados financieros, y con su enorme potencial para generar altos niveles de rentas, con tasas tributarias particularmente bajas dada la magnitud de la base gravable. En contraste, los detractores de este tipo de impuestos consideran que afectan el funcionamiento eficiente de los mercados financieros, son costosos de

implementar y fáciles de evadir si no tienen una cobertura amplia²¹.

Durante la primera mitad de los noventa los ITF generaron un particular interés como instrumentos para influenciar el comportamiento de los mercados financieros domésticos, especialmente en los países desarrollados. La apertura económica y la dinámica de los flujos de capital llevaron a algunos gobiernos a buscar herramientas de este tipo que les permitieran fortalecer el manejo macroeconómico. En contraste, durante los dos últimos años de la década el uso de los ITF se ha difundido, en particular en países en desarrollo, como instrumentos generadores de rentas fiscales.

En efecto, Brasil, Ecuador y Colombia incluyeron ITF dentro de sus programas de ajuste suscritos con el Fondo Monetario Internacional, como instrumentos para aumentar los ingresos fiscales. Ecuador estableció un ITF de 1% en 1998, Brasil incrementó a casi 6% un gravamen de este tipo que tenía sobre los préstamos personales y Colombia estableció el denominado *2 por mil*.

Como se mencionó, en el caso de Colombia las críticas sobre el uso de este tipo de mecanismos no se hicieron esperar. Especialmente en relación con las distorsiones que el impuesto genera al interior del sistema financiero. Incluso resulta paradójico

¹⁸ Declaración del Presidente de la Asociación Bancaria a propósito del impuesto a las transacciones financieras, diciembre de 1998.

¹⁹ Tobin, J. (1978) "A Proposal for International Monetary Reform" *Eastern Economic Journal*, Vol. 4.

²⁰ Véase Hakkio C. (1994) "Should we throw sand in the gears of financial markets?", *Economic Review* 2nd Quarter, vol 79 N° 2. Federal Reserve Bank of Kansas City.

²¹ En el caso de un ITF sobre las transacciones financieras internacionales, la dificultad para que se graven todos los tipos de instrumentos financieros y el hecho de que existan "paraísos fiscales" son aspectos que facilitan la evasión. Véase Greenaway, D. (1995) "Policy forum: Sand in the Wheels of International Finance" *The Economic Journal*, Vol. 105; Eichengreen, B., Tobin, J. y Wyplosz Ch. (1995) "Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance" *The Economic Journal* Vol 105; Garber, P. y Taylor, M. (1995) "Sand in the Wheels of Foreign Exchange Markets: A Skeptical Note" *The Economic Journal* Vol 105; y, Kenen, P. (1995) "Capital controls, the EMS and Emu" *The Economic Journal* Vol 105.

que en diversas oportunidades el equipo técnico del FMI haya manifestado que esta carga impositiva es inoportuna dada la crisis por la que atraviesa el sistema financiero colombiano, y que simultáneamente haya aceptado en el acuerdo suscrito con Colombia una reforma tributaria que vuelve este tributo permanente²². En el caso de Colombia la adopción del impuesto se ha justificado argumentando que la tasa es muy baja, incrementa los ingresos fiscales y contribuye al salvamento del sector financiero.

En cuanto a la tarifa, Colombia tiene el nivel más bajo en este tipo de impuesto frente a Brasil y Ecuador. De hecho, a finales de 1999 el gobierno brasileño se comprometió con el FMI a reducir el ITF a un nivel cercano a 1,5% durante el año 2000, y lo propio hizo el gobierno ecuatoriano que ha anunciado una reducción de este impuesto a un nivel de 0,8% durante el año 2000²³.

Con respecto a la utilidad del impuesto como generador de ingresos fiscales, es un hecho que el gravamen permite alcanzar este objetivo pero, como se verá en este análisis, ese resultado depende de varios factores entre los que se destaca su carácter temporal. En la medida en que el impuesto se vuelva permanente y genere desintermediación, la base de tributación se reducirá. Adicionalmente, desde el punto de vista fiscal, hay por lo menos dos consideraciones que deben hacerse. Por una parte, no es conveniente que el ITF se vuelva una fuente permanente de ingresos de la Nación pues debido a las distorsiones que el impuesto puede generar en el

mercado financiero debe haber suficiente flexibilidad para eliminarlo. Por otra parte, y en estrecha relación con su carácter temporal, los recursos recaudados por este concepto deberían tener una destinación específica. En el caso de Colombia, como ya se mencionó, los recursos recaudados por concepto de *2 por mil* en un principio se destinarían exclusivamente al salvamento del sector financiero. Sin embargo, posteriormente este objetivo se modificó para permitir que estos recursos contribuyeran a la reconstrucción del eje cafetero. En el actual proyecto de reforma tributaria se busca establecer este gravamen como una fuente permanente de ingresos fiscales.

Teniendo en cuenta que en el proyecto de reforma tributaria que actualmente se encuentra en trámite en el Congreso se plantea la adopción permanente del *2 por mil*, este análisis busca presentar un breve resumen de los costos de tomar esta decisión y señalar fuentes alternativas de financiación equivalentes y más neutrales, con el fin de que se elimine este tributo.

El documento se compone de seis secciones, la primera de las cuales es esta introducción. En la segunda sección se describe de manera breve la naturaleza de los ITF. En la tercera sección se presentan las principales características del ITF en Colombia. En las secciones cuatro y cinco se analizan los costos generados por este impuesto y su impacto fiscal, respectivamente. Finalmente, en la última sección se presentan algunas alternativas de generación de ingresos fiscales.

A. Los impuestos a las transacciones financieras

Una de las actividades económicas que ofrece mayores dificultades para la regulación es el mercado financiero en la medida en que el amplio panorama

²² Véase Asobancaria (1999) Acuerdo con el FMI: Implicaciones para el sector financiero.

²³ Véase Memorandum of Economic Policies of the government of Ecuador for 2000, FMI; y, Memorandum of Economic Policies of Brasil, FMI november of 1999.

de opciones que ofrece el negocio financiero hace posible, en muchos casos, encontrar alternativas para evadir la regulación. Por otra parte, a nivel teórico se plantea que la actividad de intermediación financiera debe ser excluida de todo tipo de impuestos, incluso el IVA, por razones de eficiencia²⁴. Bajo estas condiciones, no es de extrañar que la propuesta de Tobin de gravar las transacciones financieras fuera recibida con desconcierto por la comunidad académica en su momento, debido a las evidentes dificultades administrativas y a las ineficiencias que se generarían en el mercado financiero²⁵.

Los impuestos a las transacciones financieras pueden tomar diferentes formas. En el contexto doméstico, estos impuestos son usualmente recaudados sobre transacciones en activos financieros, en moneda doméstica o extranjera, tales como cuentas corrientes y de ahorro, así como acciones, bonos, futuros, opciones y otros derivados. En el contexto internacional, los ITF se aplican a transacciones en divisas que incluyen activos financieros, bienes y servicios. No obstante, es pertinente aclarar que en el planteamiento inicial de Tobin se excluían del impuesto todas las transacciones cambiarias relacionadas con el flujo real de bienes y servicios, así como las relacionadas con la formación bruta de capital, a pesar de que en la práctica este era un objetivo difícil de alcanzar²⁶.

²⁴ Véase Chia N. y Whalley J. (1999) The tax treatment of financial intermediation. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 31 No 4.

²⁵ Véase el prólogo de Tobin en *The Tobin tax: coping with financial volatility*, editado por Mahbub ul Haq, Inge Kaul y Isabelle Grunberg, Oxford University Press.

²⁶ Véase Spahn P. (1995) International financial flows and transactions taxes: surveys and options, IMF working paper; y, Shome P. y Stotsky J. (1995) Financial transactions taxes, IMF working paper.

Además de la estabilización cambiaria o del mercado de capitales y de la generación de rentas fiscales, que ya se mencionaron, los ITF tienen otros beneficios entre los que se destacan, en primer lugar, la posibilidad de ser sustitutos del impuesto a los ingresos de capital. A través de un ITF se puede compensar la evasión que se registra en el impuesto de renta. En segundo lugar, se ha planteado que los ITF incrementan la eficiencia del sector financiero al reducir la especulación, lo cual llevaría a una mejor asignación de recursos. En tercer lugar, se ha argumentado que los ITF en un ambiente de incertidumbre obligan a los inversionistas a pensar en el largo plazo pues hacen costosa la especulación²⁷.

En cuanto a los costos, también existe literatura que muestra que este tipo de impuestos reduce la eficiencia en el mercado financiero. Adicionalmente, se plantea que los ITF aumentan la volatilidad de los flujos de capital y de los precios de los activos, y tienen efectos distributivos no siempre deseables.

El impacto negativo de un ITF sobre la eficiencia del mercado se origina en el hecho de que el impuesto aumenta los costos de transacción. La teoría económica plantea que los mercados financieros son eficientes si se caracterizan por bajos costos de transacción. Los ITF incrementan este tipo de costos, en la medida en que crean un incentivo para que los agentes económicos mantengan sus activos financieros y no los transen. Esta argumentación ha sido rebatida por los defensores de estos impuestos aduciendo que en la actualidad los costos de transacción han disminuido tanto, que un ITF con una tarifa baja no incrementa los costos de transacción sustancialmente.

²⁷ Véase Spahn P. (1995).

Otro elemento que afecta la eficiencia del mercado financiero es el costo que se impone sobre los agentes económicos al inducirlos a mantener un portafolio no deseado. Más aún, el costo en eficiencia aumenta en la medida en que se reduce el arbitraje y la especulación lo cual tiene un impacto sobre el precio de mercado de los activos financieros. Nuevamente, los defensores del impuesto argumentan que este resultado es positivo porque se gana estabilidad en el mercado. Adicionalmente, los ITF pueden incrementar el costo del capital, lo cual en el largo plazo tiene un impacto negativo sobre el crecimiento.

Finalmente, también se generan costos si el ITF no tiene una cobertura amplia. Si los ITF se aplican sólo a ciertos activos, pueden desviar las transacciones hacia activos no gravados, lo cual genera más distorsiones. Igualmente, si sólo las transacciones domésticas están gravadas entonces puede haber un desplazamiento hacia el mercado financiero internacional.

Respecto al impacto de los ITF sobre la volatilidad en los flujos de capital y en los precios de los activos tampoco hay consenso. Como se dijo, algunos teóricos han planteado que este tipo de impuestos mejora la eficiencia general de los mercados financieros porque reducen el volumen de transacciones, lo cual contribuye a reducir la volatilidad. No obstante, el hecho de que el volumen de transacciones se reduzca causa menos liquidez en los mercados financieros, lo que genera mayor volatilidad.

A primera vista el efecto del ITF en términos distributivos es progresivo. Si los sujetos pasivos del impuesto son los participantes en el mercado financiero -entidades y usuarios- se considera que van a ser más afectados por el impuesto las personas de ingresos altos y las empresas, que son las que tienen más activos financieros. Sin embargo, esta consi-

deración deja de lado a los inversionistas institucionales que manejan un amplio portafolio de papeles financieros para amplios grupos de la sociedad entre los que se destacan los pensionados, con lo cual se vería reducida la progresividad del impuesto.

Otro factor que disminuye la progresividad del impuesto es el hecho de que, por una parte, inevitablemente la carga tributaria irá siendo trasladada a sectores más amplios de la población por los intermediarios financieros. Al imponer un ITF sobre los intermediarios financieros puede multiplicarse el número de veces que un activo financiero es gravado. Bajo estas condiciones, hay una alta probabilidad de que este costo sea trasladado a los consumidores de esta clase de servicios²⁸.

Por otra parte, un ITF afecta la estructura del mercado financiero en la medida en que discrimina entre las transacciones de corto plazo y las de largo plazo. En efecto, como lo plantean Shome y Stotsky, incluso un ITF con una tasa uniforme sobre todos los instrumentos financieros puede implicar diferentes tasas tributarias efectivas, dependiendo de la madurez y el período de tenencia de los activos. Los activos de corto plazo y aquellos transados más frecuentemente serán gravados de manera más fuerte, lo cual tiene un efecto particularmente negativo sobre la liquidez de corto plazo de las instituciones financieras.

B. El ITF en Colombia

El ITF se estableció en noviembre de 1998, mediante el decreto 2331, como mecanismo de financiación

²⁸ Los fondos mutuos son un caso de un intermediario en el que el impuesto puede aplicar no sólo a las transacciones de los inversionistas con un fondo particular, sino también a las transacciones del fondo al vender o comprar activos en su portafolio, así se aumenta la carga tributaria efectiva comparado con un inversionista que compra los instrumentos directamente. Véase Shome P. y Stotsky J. (1995).

de las medidas de emergencia económica establecidas para contrarrestar el deterioro de la situación de los establecimientos de crédito. En particular, el paquete de medidas mencionado buscaba solucionar la situación de las entidades financieras y cooperativas, aliviar la situación de los deudores por créditos de vivienda y de los ahorradores de las entidades cooperativas en liquidación.

El impuesto fue diseñado como un tributo de carácter temporal. Este hecho neutralizó las críticas que sin demora surgieron una vez fue establecido. Sin embargo, el proyecto de reforma tributaria que se encuentra actualmente en trámite en el Congreso, establece el ITF como un impuesto permanente.

En efecto, inicialmente la aplicación del ITF se estableció hasta el 31 de diciembre de 1999. Sin embargo, en julio de 1999, mediante la ley 508 de 1999 que estableció el Plan de Desarrollo para el período 1999-2002, se prorrogó la vigencia del 2 por mil hasta el 31 de diciembre de 2000, aunque todavía se preveía como un impuesto de carácter temporal. En el proyecto de reforma tributaria presentado al Congreso a comienzos de 2000, se propone que el ITF se adopte de manera permanente a partir del 1 de enero de 2001 con una tarifa de 2 *por mil*.

A continuación se presenta un breve resumen del ámbito de aplicación del impuesto, la tarifa y el destino de los recursos recaudados por este concepto.

En el planteamiento inicial el ITF es un tributo a cargo de los usuarios del sistema financiero y de las entidades que lo conforman. En un principio se estableció que el ITF se causa sobre las transacciones que realicen los usuarios de los establecimientos de crédito para disponer de recursos depositados

en cuentas corrientes o cuentas de ahorro²⁹. Igualmente, el ITF se aplica a los pagos que realicen los establecimientos de crédito mediante abono en cuenta corriente o de ahorros, así como sobre la emisión de cheques de gerencia. El impuesto también se causa sobre la readquisición de cartera o de títulos enajenados con pacto de recompra y sobre el pago de créditos interbancarios³⁰. Finalmente, se aplica también a las transacciones que realizan los usuarios de las cuentas de depósitos en el Banco de la República en moneda nacional o extranjera.

En un principio parecería que el gobierno trató de crear un impuesto con una cobertura amplia, lo cual garantiza un mayor control sobre la evasión. Sin embargo, como se verá más adelante, este objetivo se ha ido perdiendo a través modificaciones posteriores a la cobertura. La primera modificación se dio en la ley del Plan de Desarrollo en la cual se establecieron nuevas excepciones al tributo para 1999 y se adoptó esa nueva cobertura para la aplicación del impuesto en el año 2000.

En cuanto a la disposición de recursos depositados en cuentas corrientes o de ahorro por parte de los usuarios de los establecimientos de crédito, se exceptuaron del impuesto: las transferencias de recursos a cuentas de depósito en el Banco de la República con cargo a cuentas corrientes o de ahorro del mismo titular; los pagos realizados en desarrollo de la función de administración profesional de valores; la compensación y liquidación de operaciones en los depósitos centralizados y en al bolsa de valores; y, el pago de impuestos.

²⁹ Se exceptúan del impuesto los traslados que se realicen entre cuentas en un establecimiento de crédito que pertenecen a un misma persona.

³⁰ Se exceptúan del impuesto las operaciones de reporto celebradas con el Banco de la República y el Fogafin.

En cuanto a las operaciones repo y los créditos interbancarios, se exceptuaron del impuesto las operaciones interbancarias y las operaciones repo celebradas entre entidades financieras, sobre cartera o títulos, y las operaciones repo celebradas con la Tesorería nacional.

Con respecto a las cuentas de depósito en el Banco de la República, se excluyeron de la aplicación del impuesto las operaciones de liquidez que realice el Banco de la República y las operaciones en moneda nacional de las entidades vigiladas por las Superintendencia Bancaria y de Valores con el Banco de la República, incluyendo el canje.

Para el año 2000 entraron a regir con esta ley dos excepciones. Por una parte, quedan exceptuados los traslados entre cuentas corrientes de un mismo establecimiento de crédito cuando dichas cuentas pertenezcan a un mismo titular, con lo cual quedaron gravados los traslados entre cuentas de cualquier tipo en cualquier modalidad de ahorro. Por otra parte, se exceptuó del impuesto la compensación y liquidación de operaciones en los depósitos centralizados, en las bolsas de valores sobre títulos desmaterializados. Esto significa que las transacciones con títulos físicos sí están gravadas.

Sorprendentemente a finales de diciembre de 1999 se volvió a modificar la cobertura del impuesto, mediante el Decreto 2578 de 1999, que reglamentó la ley del Plan de Desarrollo. En este decreto se incluyeron de nuevo dentro de la cobertura del impuesto las transacciones que realicen las entidades financieras sobre las cuentas de depósito en el Banco de la República.

Finalmente, en el proyecto de reforma tributaria que actualmente está haciendo trámite en el Congreso se complementan las exenciones previstas con otras, entre las que se destacan las transacciones

de compra y venta de divisas. De acuerdo con el mencionado proyecto, quedarían exentas las siguientes transacciones³¹:

- ❑ Los traslados entre cuentas corrientes de un mismo establecimiento de crédito, cuando dichas cuentas pertenezcan a un mismo titular.
- ❑ Las operaciones que realice la Dirección del Tesoro Nacional directamente o a través de los órganos ejecutores, incluyendo las operaciones de reporto que se realicen con esta entidad, así como las operaciones que realicen las entidades del sector financiero para el traslado de los dineros recaudados por pago de impuestos a la Dirección del Tesoro Nacional.
- ❑ Las operaciones de liquidez que realice el Banco de la República, conforme a lo previsto en la Ley 31 de 1992.
- ❑ Los créditos interbancarios.
- ❑ Los débitos de las cuentas de los establecimientos de crédito por las operaciones de canje.
- ❑ Las operaciones de compensación y liquidación de los depósitos centralizados de valores y de las bolsas de valores, sobre títulos desmaterializados y los pagos correspondientes a la administración de valores en dichos depósitos.
- ❑ Las operaciones que realicen el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafín) y Fogacoop, así como las operaciones de reporto celebradas con los mismos.
- ❑ El manejo de recursos públicos que hagan las tesorerías de las entidades territoriales.

³¹ Véase texto aprobado en primer debate comisiones de Cámara.

- Las operaciones financieras realizadas con recursos del Sistema General de Seguridad Social en Salud, el Sistema General de Riesgos Profesionales y el Sistema General de Pensiones a que se refiere la Ley 100 de 1993, hasta el pago al prestador del servicio de salud o al pensionado.
- Los desembolsos de crédito mediante abono en la cuenta o mediante expedición de cheques, que realicen los establecimientos de crédito.
- Las operaciones de compra y venta de divisas efectuadas entre las Entidades Financieras, las Sociedades Comisionistas de Bolsa, el Banco de la República y la Dirección del Tesoro Nacional.

Inicialmente la tarifa del ITF era de dos por mil para las transacciones que realizan los usuarios de los establecimientos de crédito, para los pagos que realizan los establecimientos de crédito y la emisión de cheques de gerencia. Para el resto de transacciones cobijadas por el impuesto, la tarifa era de 1,2 por diez mil. Sin embargo, la Corte declaró inexecutable esta diferenciación de tarifa. Con base en argumentos de igualdad, justicia y equidad, la Corte determinó que debía aplicarse en todos los casos la tarifa de *2 por mil*. Básicamente esta decisión aumentó el costo del impuesto para el sector financiero, pues las operaciones cubiertas por el 1,2 por diez mil son realizadas en su mayor parte por establecimientos de crédito.

En cuanto a la distribución de los recursos recaudados por concepto del ITF, en mayo de 1999 el gobierno estableció unos porcentajes de distribución de los recursos, mediante el decreto 813 de 1999. El criterio de distribución obedeció a lo planteado por la Corte Constitucional en la Sentencia C-136-99, en la cual estableció que los recursos que se causen por el impuesto estarán dirigidos exclusivamente a solucionar las causas de la emergencia

contempladas en el Decreto 2330 de 1998, sólo en relación con las personas y sectores materialmente afectados por estas circunstancias. Estas personas y sectores son: los deudores individuales del sistema de financiación de vivienda UPAC, el sector de las organizaciones solidarias que desarrollan actividades financieras y las instituciones financieras de carácter público.

La distribución de los recursos se estableció de la siguiente forma: 60% del total de los recaudos para los deudores de créditos hipotecarios, 30% para los bancos y organizaciones solidarias que desarrollan actividades financieras y 10% para los bancos públicos.

A pesar de que la Corte Constitucional había establecido que los contribuyentes a cargo del impuesto debían ser los que se beneficiaran de él, en la ley del Plan de Desarrollo se modificó este criterio al prever que el recaudo del impuesto se destinara a financiar inversión social, en particular relacionada con la reconstrucción y rehabilitación del Eje Cafetero.

C. Los costos del 2 por mil

Como se mencionó, los costos más evidentes de un ITF son el impacto sobre la estructura del mercado financiero y el impacto que la pérdida de liquidez puede tener sobre los costos que pagan los usuarios de servicios financieros. En el caso colombiano la recesión por la que atraviesa la economía colombiana y el temor que los agentes tienen de manejar sus recursos financieros fuera de los bancos por la creciente inseguridad, pueden aminorar el impacto de la medida. No obstante, ya se empiezan a hacer evidentes varios aspectos que indican un efecto de la medida sobre la estructura del mercado.

En efecto, es evidente que el ITF ha afectado las preferencias de los agentes económicos por el efec-

tivo, lo cual es síntoma de desintermediación. La incidencia sobre las preferencias por el efectivo puede verse a través de varios indicadores. En primer lugar, de acuerdo con cálculos de Carrasquilla y Arbeláez (2000), con el establecimiento del 2 por mil la relación efectivo/M3 ha mostrado una tendencia creciente en el último año³². De hecho, mientras el efectivo representó en promedio 28% de las cuentas corrientes y de ahorro en 1998, esta cifra ascendió a 32% en 1999 (Gráfico 17). Cálculos recientes realizados por Asobancaria indican que el 2 por mil generó un cambio estructural en la demanda de dinero y aumentó la preferencia por efectivo en 5%. Resultado similar al que obtuvieron Lozano y Ramos (2000), que encontraron evidencia de una aceleración en la tasa de crecimiento anual del efectivo, suficiente para afectar de manera permanente el nivel de esta variable³³.

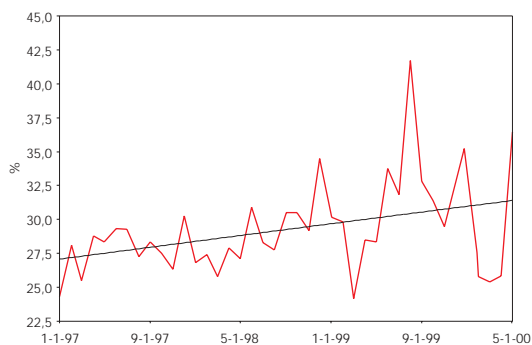
Igualmente, de acuerdo con la Asobancaria, el valor promedio de los cheques compensados en el Banco de la República se redujo de \$4 millones antes de la medida a \$2,5 millones un mes después. El número de transacciones efectuadas por cajeros electrónicos descendieron de un promedio de 30 millones, antes de la medida, a 24 millones una vez que esta fue establecida.

En el mercado de divisas los montos transados se han reducido considerablemente desde la entrada en vigencia del impuesto. En efecto, el volumen de divisas negociadas descendió de un promedio diario de US\$200 millones en 1998 a US\$ 50 millones en 1999. Así mismo, como lo muestra la Asobancaria,

³² Carrasquilla A. y Arbeláez M. (2000) "La política financiera entre 1998 y el 2000: su impacto sobre las entidades de crédito".

³³ Lozano, I. Y Ramos, J. (2000) "Análisis sobre la incidencia del impuesto del 2 x1000 a las transacciones financieras", Banco de la República.

Gráfico 17. EFECTIVO/CUENTAS CORRIENTES Y DE AHORRO



Fuente: Cálculos de Fedesarrollo.

el margen entre la compra y venta de divisas aumentó a partir del momento en que las transacciones de divisas se incluyeron dentro del impuesto³⁴.

Adicionalmente, hay una serie de problemas que se derivan del diseño de la cobertura del impuesto. Entre estos problemas se destaca el hecho de que la cobertura propuesta crea un desincentivo para que el público mantenga cuentas de ahorro, en la medida en que las transferencias entre esas cuentas y las cuentas corrientes están gravadas con el 2 por mil. Este hecho, sumado a las bajas tasas de interés afecta de manera negativa el crecimiento de estas cuentas. En este sentido, si se exceptúa la compra y venta de divisas habrá una discriminación entre los activos en moneda doméstica y en moneda extranjera.

Finalmente, el 2 por mil tiene un costo para el sistema financiero como sujeto pasivo del impuesto, lo cual le impone una carga adicional al sector en la difícil coyuntura por la que atraviesa actualmente.

³⁴ Véase Asobancaria (2000) "Diez años de reformas tributarias: tapando huecos".

Según Carrasquilla y Arbeláez, en 1999 el pago del 2 por mil que le correspondió al sector financiero ascendió a \$226.722 millones de pesos, casi 2,5% del patrimonio del sector. Los mencionados autores proyectan que para el 2002 el costo del impuesto para el sector financiero podría ascender a \$336.126 millones.

Como se ve el *2 por mil* no ha sido neutral ni para el desempeño del mercado ni para las preferencias de portafolio de los agentes económicos. Adicionalmente, es de esperar que si se consolida el proceso de recuperación, sean mucho más claros los efectos negativos del impuesto.

D. El ITF como generador de rentas fiscales

El Tobin tax y en general los ITF son generadores de rentas, pero este es un efecto secundario y no su objetivo central. El potencial de los ITF como generadores de rentas llevó a las administraciones Bush y Clinton en Estados Unidos a incluir impuestos a las transacciones de títulos valores en sus propuestas de presupuesto³⁵.

Sin embargo, la teoría plantea que el potencial de los ITF como generadores de rentas dependerá de la naturaleza del impuesto, de su cobertura, de la tasa escogida, y de los efectos sobre el comportamiento de los participantes en el mercado financiero una vez que el impuesto sea establecido. En este sentido, es difícil medir el monto potencial de rentas que se pueden generar como resultado del ITF porque el impuesto afecta los mercados de manera significativa. Así, al alterar tanto el precio como el volumen de los activos transados, se modifica el tamaño de la base tributaria. De hecho, los estudios del tema encuentran que el precio de los ac-

tivos gravados puede caer como resultado de la imposición del gravámen, tal y como sucede cuando se establecen impuestos al capital³⁶.

En el caso de Colombia es un hecho que el ITF ha mostrado su capacidad para generar ingresos fiscales. En un principio el gobierno estimó que por concepto del ITF recaudaría aproximadamente \$2 billones en 1999 y la Asobancaria calculó una suma que oscilaba entre \$3 y \$3,4 billones. No obstante, la meta del gobierno fue revisada pues, debido a la recesión el potencial de recaudo alcanzaría poco más de \$1 billón. Efectivamente en 1999 se recaudaron \$880,7 millones por concepto de *2 por mil* que representan cerca de 0.6% del PIB, de acuerdo con cifras reportadas por el Ministerio de Hacienda.

Sin embargo, no puede desconocerse que el cambio en las preferencias de portafolio del público, que se evidencia en los indicadores arriba presentados, afectará de manera importante el recaudo futuro por este concepto. Para este año el gobierno ha estimado recaudar nuevamente \$1 billón de pesos con este impuesto.

E. Es necesario buscar fuentes alternativas de ingresos tributarios

Del análisis anterior surgen dos conclusiones importantes. La primera es que el potencial como generador de rentas del *2 por mil* puede verse limitado por la desintermediación financiera. Es decir, que el principal objetivo por el cual se adoptó no se seguiría alcanzando. La segunda conclusión tiene que ver con el hecho de que este impuesto ha ge-

³⁵ Véase Hakkio C. (1994).

³⁶ Véase Hubbard, G. (1993) "Securities transactions taxes: tax design, revenue, and policy considerations" Tax Notes, noviembre.

nerado distorsiones importantes en el mercado financiero, que se harán más costosas si se consolida el proceso de reactivación económica.

En este sentido, Fedesarrollo propone eliminar este impuesto y realizar ajustes a la estructura tributaria que representen fuentes alternativas de financiación equivalentes y más neutrales. Para esto se podrían eliminar exenciones que en la actualidad están generando distorsiones e inequidades en el sistema tributario.

Para este año el gobierno espera recaudar \$1 billón por concepto del 2 por mil que equivale a 0.6 % del PIB. Como se observa en el Cuadro 6, estos recursos podrían generarse a través de varias fuentes entre las que se destaca la eliminación de algunas exenciones al impuesto de renta de las personas

naturales. Si el peso del ajuste no se quiere hacer sobre este grupo podría hacerse una combinación con las exenciones y tratamientos especiales que hay en el impuesto de renta de las personas jurídicas y en el IVA. De las propuestas hechas por el FMI y presentadas en el Cuadro 6 la eliminación de la ley Páez está contenida en el proyecto de reforma tributaria que actualmente se encuentra en trámite. En cuanto al IVA, vale la pena mencionar que incluso se podría lograr un mayor recaudo que el estimado por el FMI con una disminución en la tasa y una ampliación de la base de tributación. En efecto, la estimación hecha por Fedesarrollo que aparece en el Cuadro 7 muestra que el mayor recaudo por IVA generado por una modificación de ese tipo podría generar recursos que fluctúan entre 2% del PIB y 4,8% del PIB, dependiendo del nivel de evasión que se asuma.

Cuadro 6. MAYOR RECAUDO POR CONCEPTO DE LAS MODIFICACIONES EN EL IMPUESTO DE RENTA Y EN EL IVA (% del PIB)

Impuesto de renta a personas naturales	
Eliminar rentas exentas declaradas en los formularios	0,02
Eliminar el 30% de exención a las remuneraciones	0,38
Reducir nivel de exención a 2,1 PIB per cápita y cambiar alícuotas a 15%, 25% y 35%	0,20
Impuesto a la renta de personas jurídicas	
Eliminar ley Páez	0,07
Gravar editoriales	0,01
Gravar Fogafin	0,12
Gravar loterías y licoreras	0,03
Gravar cooperativas	0,06
Eliminación resto descuento tributario	0,04
Reintroducir ajuste por inflación a inventarios	0,12
Reintroducir impuesto mínimo de activo bruto	0,01
Incluir ingresos no constitutivos de renta ni ganancias ocasionales	0,70
Impuesto al valor agregado	
Subir a 15% la tasa de 10% en IVA	0,08
Eliminar tarifas diferenciales y exenciones papel, imprenta, cerveza y tabaco	0,15
Eliminar tarifas diferenciales y exenciones servicios personales, transporte y construcción	0,80 (a 15%)

Fuente: cálculos del FMI.

Cuadro 7. MAYOR RECAUDO POR CONCEPTO DE IVA POR EFECTO DE BAJAR LA TASA Y AMPLIAR LA BASE (% del PIB)

Base	Tasa del IVA					
	14%		13%		12%	
	Escenario bajo	Escenario alto	Escenario bajo	Escenario alto	Escenario bajo	Escenario alto
IVA generalizado	3,3	4,8	2,8	4,0	2,3	3,3
IVA con excepciones ^a	2,4	3,5	2,0	2,9	1,5	2,2

^a Excluye servicios públicos, financieros, alquileres de vivienda y algunos básicos de la canasta familiar (leche, pan, huevos).

Nota: en el escenario bajo se asume una evasión de 45%; en el escenario alto se asume una evasión de 20%.

Fuente: Cálculos de Fedesarrollo.