

Director: Sergio Clavijo

Noviembre 1º de 2016

## Gabelas Tributarias al Capital Especulativo: Sus Pros y Cons

En las primeras de cambio, los inversionistas de portafolios especulativos del exterior se mostraron extrañados de que el proyecto de reforma tributaria estructural, presentado al Congreso, no incluyera la reducción en la tasa de retención en la fuente del 14% al 7% o al cero, como le habían entendido al Ministro de Hacienda que ocurriría, durante las reuniones anuales del FMI-Banco Mundial. Se ha dicho, inclusive, que “el mercado” ya descontaba ese accionar al verse reducidas en cerca de 50pbs las cotizaciones de los TES en la parte larga de la curva (10-15 años), prácticamente “tomada” por el mercado *off-shore*, mientras los inversionistas institucionales locales se han refugiado en la parte corta de la curva (1 a 5 años). El gobierno debió debatir mucho a su interior los pros vs. los cons de una medida de este tipo y, al menos en su proyecto inicial, se abstuvo de hacerlo al evaluar que esa sería una medida riesgosa al contar ya con una participación cercana al 23% de la deuda en manos de extranjeros. ¿Cuáles pudieron ser esos considerandos por parte del gobierno para llegar a tal conclusión? Vale la pena construir aquí un cuadro de conjeturas lo mejor informado posible, para ver si, en su lugar, hubiéramos llegado a una conclusión similar.

A favor de reducir dicha retención del 14% al 7% o al cero creemos que debieron primar dos conside-

randos: i) usar ese instrumento de gabela tributaria para “blindar” la participación del 23%; y ii) jugarle, eventualmente, a ganancias relativas en los “índices pasivos de inversión internacional” (como el conocido GBI de JP Morgan); esto ya había ocurrido en el pasado y podría dar más réditos si se aprovechaba la coyuntura de deterioro en países “competidores” (Rusia, Brasil y Turquía), con degradación reciente en sus calificaciones y en los índices.

Pero, en contra de esas hipótesis, debieron gravitar dos fuertes argumentos: iii) los inversionistas “pasivos” son, en realidad, “más dedicados a seguir los índices” que a comportamientos golondrina, luego el impacto marginal de la gabela tributaria no debía pesar mucho a favor del “blindaje” o de las “ganancias marginales” (antes argumentadas); y iv) “vender” en el Congreso la idea de continuar dando gabelas a los del exterior no sería tarea fácil, especialmente al incrementarse los “castigos” a los locales con mayores gravámenes (con incrementos del Imporrenta a los hogares y de la tasa general del IVA).

Estos dos argumentos en contra de la rebaja del 14% al 7% o al cero son nuevos y potentes; el primero, de hecho, borra una percepción histórica errada sobre la volatilidad de capitales especulativos, que fueron ciertas en décadas pasadas, pero que se ha ido demeritando debido al mayor posicio-

Continúa

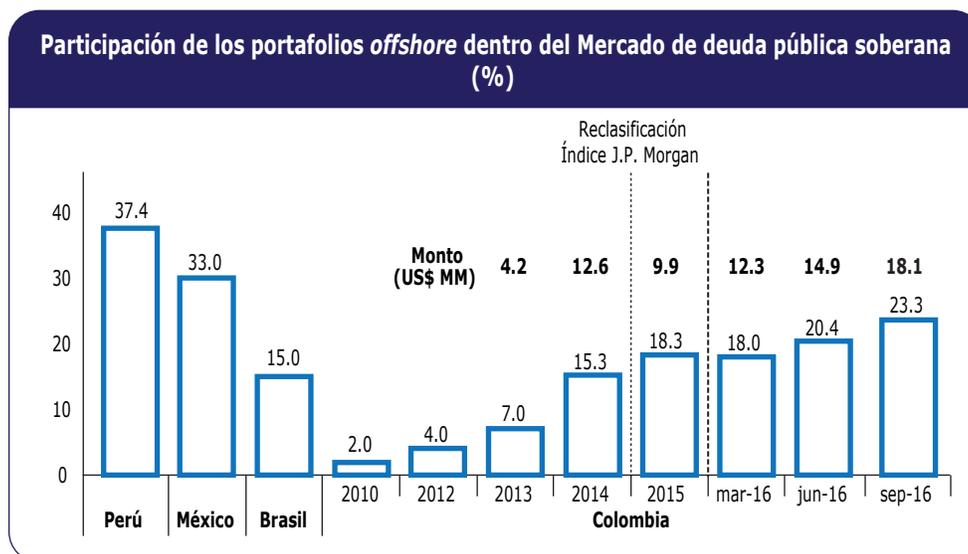
Director: Sergio Clavijo

namiento de los “índices pasivos” (que ahora abundan no solo en la renta fija de deuda pública, sino también en la renta variable, bajo diferentes pelambres... tipo ETFs, etc.); el segundo argumento de economía política tiene su propio peso específico y nadie mejor que el gobierno para saber su importancia en esta coyuntura pos-NO en el plebiscito, en momentos en que el SÍ tiene la urgencia de incrementar el IVA en 3 puntos porcentuales.

Por último, cabe pensar que, después de cierto umbral, la participación del *off-shore* en la renta fija pública puede tener un efecto *boomerang*: en umbrales del 10% al 20% de participación, se complementan bien con los mercados institucionales locales (AFPs y Fiduciarias); pero en los rangos que ahora nos asomamos del 25% o más, el efecto de desbandada en manada puede acarrear grandes daños al valor del activo TES (especialmente si las razones para ello resultan ser de tipo estructural y no por capricho go-

londrina); claramente Perú (con umbrales del 37.4%) y México (33%) enfrentan mayores riesgos que Colombia (23%) o Brasil (15%), ver gráfico adjunto.

Estos últimos considerandos creemos que debieron pesar bastante a la hora del MHCP decidir que no debían reducir dicha retención en la fuente en esta ocasión. Pensar que podrían incluir esa cláusula a medida que avanzan las discusiones en el Congreso, especialmente si este deteriora la calidad de la tributaria estructural radicada, es una doble quimera: de una parte, solo podrían hacerlo en primeros debates (cuando aún no se sabía si la propuesta la están debilitando tanto como para asustar al *off-shore*) y, de otra parte, este argumento iría en contra de que se trata de capitales “dedicados”, pues en este último caso pesaría más el deterioro estructural que la gabela tributaria y, por lo tanto, igual bajarían (en últimas) su exposición a la deuda pública de Colombia.



Nota: datos de Perú, México y Brasil corresponden a septiembre de 2016.  
Fuente: MHCP y ministerios de hacienda de cada país.