



Gravamen a las transacciones financieras: LECCIONES DESDE LA PATAGONIA

Mediante la Ley de Competitividad propuesta por el reincidente ministro de economía de Argentina, Domingo Cavallo, y rápidamente tramitada por el Congreso (Ley 25.413), se creó un impuesto a las transacciones financieras, que se aplica sobre las operaciones débito y crédito de cuentas corrientes.

Todavía no se conoce la reglamentación de la Ley 25.413, pero los medios de información de Argentina han anticipado aspectos de la misma. Por ejemplo, la tarifa, que aplica tanto a operaciones débito como crédito, será fijada en 2.5×1000 . De otra parte, en la ley es clara la exención a las operaciones entre el banco central y las entidades financieras, a las operaciones entre estas últimas, a los créditos y débitos del gobierno y a las transacciones del mercado de valores.

A decir verdad, en Argentina algo aprendieron de nuestras experiencias y han diseñado un impuesto que busca mitigar los efectos más graves del impuesto, como son la carga sobre la población asalariada, la desintermediación financiera y el retroceso en la modernización de los sistemas de pagos.

Veamos algunos detalles. En primer lugar, las pensiones y los salarios abonados en cuentas corrientes quedaron exentos tanto en el crédito como en el débito, hasta por el monto del salario abonado. En Colombia, luego de 28 meses de aplicación del impuesto, estamos llegando a algo parecido por caminos un tanto sinuosos y sin que se trate de un beneficio generalizado.

En segundo lugar, la exención para los salarios abonados también se aplica, siempre que no excedan el valor abonado, al uso de los recursos para la transferencia a cuentas corrientes del mismo titular en otras entidades financieras, para los traslados de cuenta corriente a

cuenta de ahorro y para los débitos automáticos (pagos de servicios públicos, cuotas de créditos, etc).

En tercer lugar, la ley no crea ventajas artificiales a unos agentes del mercado financiero a costa de otros; pese a que el gravamen sólo se aplica a las cuentas corrientes, exenciones como la anotada en el párrafo anterior no hacen atractiva la migración a cuentas de ahorro, a fondos fiduciarios, o a depósitos a plazo y, mucho menos, a incrementos en la demanda de efectivo.

En cuarto lugar, no distorsiona las operaciones del mercado cambiario ni impone cargas adicionales a los agentes que participan en el comercio exterior; así, los débitos y créditos vinculados directamente con operaciones de exportación e importación quedaron exentos del impuesto; la disposición posterior de los recursos, por parte del exportador sí está gravada. En el caso colombiano, el pago en pesos que hace un importador para comprar dólares está gravado.

En quinto lugar, da facultades al Ejecutivo para eximir total o parcialmente de impuesto a sectores que "...hagan uso acentuado de cheques y cuyo margen de utilidad sea reducido en comparación con el tributo...". Por lo señalado en algunos medios, los supermercados y las estaciones de servicio se beneficiarán con una tarifa preferencial (0.75×1000).

Finalmente, la facultad para que el gobierno disponga, cuando lo considere conveniente, que el impuesto sea deducible del Iva o del Impuesto a las Ganancias, abre una interesante posibilidad de que pierda el carácter de impuesto y se convierta en un anticipo de impuestos. Esto trae dos grandes ventajas para el gobierno: de un lado, le mejora el flujo de caja, porque reduce el tiempo de recaudo; de otro, se convierte en un fuerte instrumento contra la evasión.

En conclusión, no se puede descartar que el impuesto a las transacciones financieras acarree algunos efectos negativos en la economía

argentina; no obstante, el contenido de la ley y lo que se anticipa sobre su reglamentación, muestran una limitación importante de las distorsiones observadas en Colombia.



Situación financiera internacional MENOS RIESGOS DE CONTAGIO

Los síntomas de desaceleración de las grandes economías mundiales (Japón y Estados Unidos que constituyen cerca del 45% de la producción mundial total) y más recientemente, la turbulencia financiera de Turquía y Argentina, han generado enormes tensiones sobre los mercados internacionales; incluso, se percibe con gran preocupación la posibilidad de que se repitan los episodios de contagio de la reciente crisis financiera de 1998.

Sin embargo, es crucial tener en cuenta el hecho de que hoy, a diferencia de hace tres años, los cambios en las decisiones de los inversionistas, y la adopción de nuevas herramientas de política económica, han contribuido a mitigar las posibilidades de contagio en buena parte de los países.

EMBI+: indicador de países emergentes

El índice *EMBI+* (*Emerging Market Bond Index Plus*), calculado por JP Morgan desde 1994¹, es según los analistas internacionales, el indicador más adecuado para tipificar la deuda pública externa de los países emergentes. Su objetivo fundamental es proporcionar información precisa y oportuna sobre el rendimiento de los bonos de deuda pública de estos países; es por lo tanto, una herramienta de análisis en la percepción de riesgo de los activos emergentes en la comunidad financiera internacional².

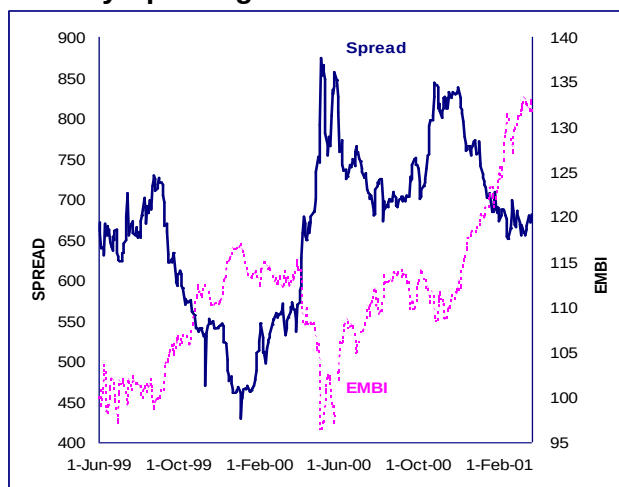
¹ La información del *EMBI+* se encuentra disponible en la dirección: www.jpmorgan.com

² Con base en los datos de los principales mercados mundiales, se calcula para cada país, el promedio aritmético de

En este indicador se incluyen cerca de 49 instrumentos de deuda pública para 14 países, siendo los principales, los bonos *brady*, los *euro-bonos* y los bonos de deuda pública externa denominada en dólares³, capturando el comportamiento de un portafolio de deuda cercano a los US\$175 mil millones.

Para Colombia, el *EMBI+* refleja inversamente la tendencia de percepción de riesgo registrada por los *spreads* (ver gráfico)

EMBI+ y Spread global 27 en Colombia



Fuente: Ministerio de Hacienda y JP Morgan

La coyuntura reciente: buen balance para Colombia

De acuerdo con las cifras más recientes (al 29 de marzo de 2001), durante las últimas dos semanas, el *EMBI+* se deterioró en todos los países de la región, excepto en Colombia. Llama la atención el comportamiento del indicador en paí-

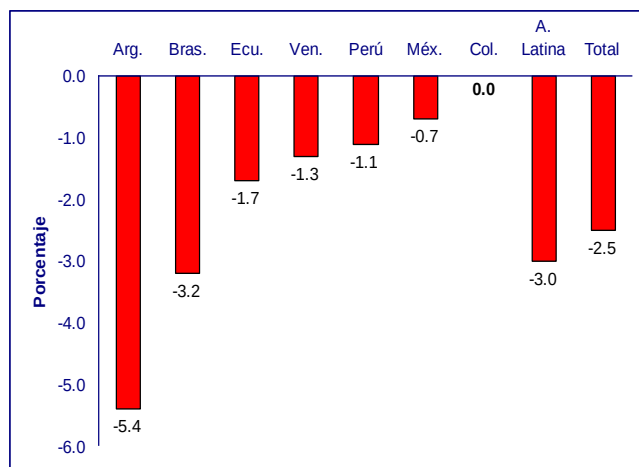
los rendimientos de sus respectivos bonos en los diferentes mercados. A partir de esta información, se calcula el promedio ponderado total y se obtiene un valor para el *EMBI+* total.

³ Los instrumentos analizados en el *EMBI+* deben cumplir con algunos requerimientos mínimos para ser elegibles:

- * Emisiones superiores a US\$500 millones
- * Calificación mínima de BBB+ ó Baa1
- * Maduración de por lo menos un año
- * Posibilidad de liquidación acorde con los estándares internacionales

ses como Argentina, Brasil y Ecuador, que registraron los resultados menos favorables (ver gráfico)

Variación porcentual del EMBI+ en los últimos 15 días



Fuente: JP Morgan, cálculos Asobancaria

El deterioro del EMBI+ para América Latina (-3%) es explicado por el comportamiento de las grandes economías de la región: Argentina, México y Brasil. Algo queda claro de los resultados anteriores: el deterioro en la percepción de riesgo de algunos países de la región, aún no ha sido transmitido a Colombia. ¿Por qué razón?

La reciente emisión de bonos de deuda colombiana avalada por el Banco Mundial, responde en buena medida la pregunta anterior; sin embargo, a continuación presentamos otras consideraciones que deben ser tenidas en cuenta.

Los menores riesgos de contagio

El colapso financiero internacional de 1998 ha propiciado que, tanto inversionistas extranjeros como autoridades económicas, hayan adoptado algunos mecanismos con el fin de mitigar los riesgos de contagio.

De un lado, los inversionistas internacionales, que hasta hace un tiempo tomaban sus decisiones de inversión con base en el comportamiento de las economías más grandes de las regiones, ahora lo hacen siguiendo de cerca el

desarrollo individual de cada uno de los mercados.

El siguiente ejercicio resulta ilustrativo: después de la crisis financiera de 1997-1998, el efecto que producía un cambio en una unidad del EMBI+ de cada una de las economías emergentes sobre el EMBI+ total, sufrió significativas modificaciones (Ver cuadro).

Efecto de un cambio en una unidad en el EMBI+ de cada uno de estos países sobre el EMBI+ Total, antes y después de las crisis de Asia y Rusia.

PAIS	ANTES (1)	DESPUES (2)	DIF. %
Argentina	0.232	0.249	7.3
Brasil	0.241	0.212	-12.0
Ecuador	0.018	0.020	11.1
México	0.214	0.195	-8.9
Marruecos	0.020	0.021	5.0
Nigeria	0.017	0.007	-58.8
Panamá	0.005	0.017	240.0
Perú	0.011	0.014	27.3
Filipinas	0.023	0.049	113.0
Polonia	0.034	0.038	11.8
Rusia	0.088	0.198	125.0
Venezuela	0.092	0.058	-37.0

Fuente: JP Morgan. Cálculos Asobancaria

(1) Periodo comprendido entre 31-dic-93 y 30-oct-97.

(2) Periodo comprendido entre 1-oct-98 y 23-mar-01.

Nota: Los indicadores de Bulgaria, Colombia, Corea del Sur, Qatar y Turquía fueron excluidos porque empezaron a formar parte del EMBI+ en sep-94, jun-99, may-98, dic-00 y oct-99 respectivamente.

De otra parte, la adopción de arreglos cambiarios más flexibles, ha sido una política generalizada en las economías emergentes a raíz de la crisis internacional.

Mediante esta orientación, las autoridades han pretendido (con un mayor éxito que en el pasado) aislar la producción doméstica, de los choques generados por fluctuaciones de los flujos de capitales externos.

Finalmente, la reducción en el endeudamiento externo privado de las economías emergentes ha sido un comportamiento generalizado; por ejemplo en Colombia, la deuda externa priva-

da, medida ésta como porcentaje del PIB, pasó del 50% en 1997 al 42% en el 2000. En esa forma, la exposición de los sectores productivos frente a eventuales presiones devaluacionistas, se ha reducido considerablemente.

Algunos resultados interesantes de la historia reciente

Con base en el indicador *EMBI+* (junio de 1999 a marzo de 2001), realizamos un ejercicio estadístico, cuyos resultados para Colombia son interesantes:

* Un cambio en la percepción de riesgo internacional sobre Colombia (medida por el *EMBI+*), tiene un efecto poco significativo en el resto de Latinoamérica. En efecto, un cambio en una unidad en el *EMBI+* de Colombia tan solo afecta en promedio al de Latinoamérica en 0.026 unidades, mientras que países como Argentina, Brasil y México generan en promedio cambios en el *EMBI+* de América Latina de 0.30 unidades (Ver cuadro).

Efecto de un cambio de una unidad en el *EMBI+* de cada uno de estos países sobre el *EMBI+* de Latinoamérica

PAIS	EFFECTO
Argentina	0.348
Brasil	0.298
México	0.281
Ecuador	0.027
Panamá	0.026
Colombia	0.026
Perú	0.020

Fuente: JP Morgan. Cálculos Asobancaria

* Pese a que la actividad comercial entre Colombia y las economías más grandes de la región (México, Brasil y Argentina) no es significativa (éstas representan tan solo el 6.6% del total del comercio colombiano), su situación financiera tiene importantes implicaciones en Colombia. Un cambio en una unidad en el *EMBI+* de Argentina genera un cambio en un poco más de una unidad en el *EMBI+* de Colombia; de igual manera cuando cambia el *EMBI+* de Brasil o México el de Co-

lombia se ve afectado en más de 0.7 unidades (Ver cuadro).

Efecto de un cambio de una unidad en el *EMBI+* de cada uno de estos países sobre el *EMBI+* de Colombia

PAIS	EFFECTO
Argentina	1.039
Brasil	0.760
México	0.717

Fuente: JP Morgan. Cálculos Asobancaria

Consideraciones finales

Pese a que las posibilidades de contagio frente a un eventual recrudecimiento en las condiciones financieras internacionales aún subsiste, las economías han entendido que resulta indispensable la adopción de mecanismos que lo mitiguen. En efecto, los indicadores financieros internacionales así lo demuestran y, pese a que ha habido recientes episodios de turbulencia financiera, dichas herramientas han empezado a evidenciar sus primeros resultados.