



**BANCO MUNDIAL  
GRUPO DE FINANZAS, SECTOR PRIVADO E  
INFRAESTRUCTURA  
REGIÓN DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE**

**Represión Financiera y el Costo del  
Financiamiento en Colombia**

**Arturo Galindo  
Giovanni Majnoni**

**Junio, 2006**

# REPRESIÓN FINANCIERA Y EL COSTO DEL FINANCIAMIENTO EN COLOMBIA

ARTURO GALINDO,<sup>1</sup> UNIVERSIDAD DE LOS ANDES AND  
GIOVANNI MAJNONI, BANCO MUNDIAL

## Resumen

El presente artículo analiza el efecto sobre el costo del crédito de dos formas de intervención pública en la intermediación financiera, el impuesto a las transacciones financieras y las inversiones forzosas. Nuestros resultados sugieren que en Colombia tanto el impuesto a las transacciones financieras como las inversiones forzosas llevan a incrementos importantes en el margen de intermediación. Ambas medidas explican conjuntamente 3.5 puntos del margen, indicando que este tipo de intervenciones fiscales ha sido altamente perjudicial, para los usuarios del sistema financiero y para la economía en su conjunto. Un segundo propósito de este artículo es de contextualizar la evidencia empírica Colombiana en la experiencia internacional sobre el uso de impuestos a las transacciones financieras con el fin de buscar soluciones que puedan aminorar los efectos distorsivos de esta forma de tributación. El análisis nos permite destacar algunas opciones que permitirían al mismo tiempo una reducción del impacto distorsivo del impuesto a las transacciones financieras y una simplificación del marco tributario en Colombia.

JEL: G21,H25

Palabras clave: Impuesto a las Transacciones Financieras, Tasa de Interés, Desintermediación Financiera

---

<sup>1</sup> Los autores agradecen a Julian Alworth, Maria Angélica Arbeláez, Fabrizio Balassone Julian Alworth, Orlando Chipatecua, Sergio Clavijo, Dairo Estrada, Mario Guadamillas, Camilo Hernández, Mariano Lanfranconi, Ana Fernanda Maiguascha, Fernando Pineda, Mauricio Pinzón, Mauricio Reyes, Natalia Salazar, Marco Sorge, Roberto Steiner y a Camilo Zea por valiosas discusiones y colaboraciones en la elaboración de esta investigación. Galindo agradece el apoyo financiero del Banco Mundial para la elaboración del estudio. Las opiniones acá expresadas son de los autores y no comprometen al Banco Mundial ni a su junta directiva. Contacto. Galindo: [agalindo@uniandes.edu.co](mailto:agalindo@uniandes.edu.co); Majnoni: [gmajnoni@worldbank.org](mailto:gmajnoni@worldbank.org).

## INDICE

<b>I. Introducción .....</b>	<b>3</b>
<b>II. La experiencia reciente en tributación e inversiones forzosas .....</b>	<b>7</b>
El gravamen a los movimientos financieros.....	7
Las Inversiones Forzosas.....	9
<b>III. El costo de la represión financiera .....</b>	<b>12</b>
<b>IV. Experiencia internacional.....</b>	<b>17</b>
Los impuestos a los débitos bancarios.....	18
El Caso de Australia .....	20
El Caso de Argentina.....	21
El Caso de Brasil .....	22
<b>V. Lecciones de la experiencia internacional.....</b>	<b>27</b>
<b>VI. Conclusiones y recomendaciones de política.....</b>	<b>29</b>
<b>Apéndice 1: GMF, Inversiones Forzosas y el Margen de Intermediación .....</b>	<b>32</b>
<b>Apéndice 2: Los impuestos a las transacciones financieras en la OCDE.....</b>	<b>33</b>
<b>Apéndice 3: Impuestos al Débito Bancario vs Impuestos a las Transacciones Financieras .....</b>	<b>36</b>
<b>Apéndice 4: ¿por qué los países latinoamericanos prefieren los impuestos al débito (IDBs)? .....</b>	<b>38</b>
<b>Bibliografía.....</b>	<b>40</b>

## I. Introducción

1. La liberalización financiera, interpretada como la remoción de restricciones a la libre colocación del crédito y de distorsiones de precios relativos relevantes para la intermediación financiera, ha sido desde su inicio una política altamente controversial.

2. Una línea de investigación sugiere que, en presencia de instituciones sólidas, la liberalización financiera reduce el costo del capital y por este camino estimula el crecimiento económico de aquellos sectores intensivos en financiamiento.<sup>2</sup> Esta línea de trabajo se ha desarrollado a partir de los trabajos clásicos de Goldsmith, McKinnon y Shaw, donde, en un contexto de mercados competitivos, eliminar restricciones a la asignación y costo de los recursos financieros, podría incrementar el volumen del ahorro, la profundidad de los mercados financieros, y la eficiencia en la asignación de recursos, y por este conducto fomentar el crecimiento económico<sup>3</sup>.

3. En contraposición a esta línea de argumentación, otra línea de investigación ha sugerido que la liberalización puede tener efectos nocivos sobre el crecimiento económico. El análisis que respalda esta corriente sostiene que el paradigma de mercados eficientes no es el relevante en el estudio de los sistemas financieros. En este contexto remover una distorsión en presencia de otras distorsiones, no es necesariamente una alternativa que aumente el bienestar y estimule el crecimiento económico. Bajo esta óptica, la presencia de problemas de asimetría de información y riesgo moral pueden justificar políticas de represión. Estas consideraciones han llevado a Stiglitz (1994 y 2000) a defender ciertas formas de intervenciones financieras, entre ellas los controles a las tasas de interés y los créditos dirigidos hacia sectores percibidos como “rentables”. El argumento de fondo es que las intervenciones pueden llevar a los intermediarios financieros a extenderle crédito a sectores “rentables” con riesgos limitados aunque con grandes externalidades, especialmente en cuanto a difusión tecnológica, a los cuales los intermediarios no han llegado anteriormente por problemas de asimetrías de información.

4. La tendencia en el mundo, tanto industrializado, como en desarrollo es hacia la liberalización financiera. Diferentes estudios han documentado esta tendencia utilizando diferentes metodologías. En BID (2001) se construye un índice que incorpora la reducción de los encajes, la eliminación de topes a las tasas de interés y de créditos dirigidos, además de la reducción en la participación del sector público en la actividad bancaria como elementos centrales de la liberalización financiera, y documenta como en América Latina a partir de 1987, la liberalización ha sido un proceso continuo, con algunas interrupciones aisladas en un conjunto limitado de países.

---

<sup>2</sup> Ver Galindo, Micco y Ordóñez (2002).

<sup>3</sup> La literatura es extensa. Un resumen sobre el impacto de la liberalización sobre el crecimiento de los mercados de ahorro y crédito se encuentra en Fry (1995). Evidencia sobre el impacto de la liberalización sobre la asignación de recursos se encuentra en Galindo, Schiantarelli y Weiss (2006). Evidencia adicional sobre el impacto de la profundidad financiera sobre el crecimiento económico se encuentra en King y Levine (1993) y Beck, Levine y Loayza (2001). Para el caso Colombiano Villar et al (2005) muestran evidencia sobre el impacto de la liberalización financiera sobre el tamaño del mercado crediticio.

5. Kaminsky y Schmukler (2001) confirman este resultado, pero muestran adicionalmente que en el resto del mundo, tanto el desarrollado como el emergente, la tendencia de liberalización se ha venido observando desde principios de los años 70. Mattheus y Thompson (2005) muestran el mismo tipo de evidencia para el mundo industrializado.

6. Tanto el estudio del BID como estudios posteriores de Galindo, Micco y Ordóñez (2002) utilizando los datos de Kaminsky y Schmukler, muestran que el incremento en la liberalización financiera ha tenido impactos positivos sobre el tamaño de los mercados crediticios y sobre el crecimiento económico.

7. Una característica común de estos estudios es que construyen medidas de liberalización basadas en el seguimiento de variables generales que facilitan la comparación entre países. Usualmente, y debido a la falta de información detallada para una variedad de países, estas medidas omiten algunas dimensiones que pueden llegar a ser particularmente relevantes en el estudio de algún país específico. Para el estudio de casos particulares resulta conveniente considerar medidas más detalladas de liberalización/represión que incorporen aspectos idiosincrásicos al país de estudio. En esta dirección, en Colombia, en épocas recientes se han desarrollado nuevas y más complejas medidas de represión financiera. Carrasquilla y Zárate (2002), Villar, Salamanca y Murcia (2005) y Salazar (2005) entre otros han construido nuevas medidas de represión con las cuales han documentado no solo la notoria tendencia hacia la liberalización que se dio desde comienzos de los años 1990, sino también importantes incrementos en la represión financiera a partir de la crisis financiera de 1998.

8. En Carrasquilla y Zárate (2002) se construye un índice de represión financiera que incorpora cinco componentes centrales de represión: el encaje requerido, las inversiones forzosas del sistema financiero, el impuesto a las transacciones financieras, regulaciones sobre el capital mínimo requerido, y regulaciones de provisiones. Cada uno de estos componentes se pondera por el costo de oportunidad de los recursos cuya finalidad se ha limitado por cuenta de las medidas de represión. Los autores muestran que los noventa fueron años de notoria liberalización hasta el año de la crisis en el cual el nivel de represión retorna al de principios de la década. En buena medida el incremento en la represión es explicado por la adopción, en 1998 del impuesto a las transacciones financieras.

9. Siguiendo una metodología similar, Villar et al (2005) encuentran resultados similares en cuanto al incremento en la represión financiera. Utilizando una medida de represión basada en Carrasquilla y Zárate (2002), los autores estiman que el aumento en la represión financiera tuvo impactos notables sobre el crecimiento del crédito real. De acuerdo a los estimativos de los autores el incremento en la medida utilizada de represión financiera a partir de 1998, explica una caída de cerca de 6% en el stock real de crédito.

10. Salazar (2005) construye una medida alternativa de represión financiera en que, además de los encajes, los impuestos (específicamente el gravamen a los movimientos financieros – GMF), y las inversiones forzosas –componentes de los índices utilizados anteriormente– incluye también los límites o controles a las tasas de interés, políticas que inhiben la competencia en el sector bancario, y la participación del sector público en la actividad bancaria. La metodología con la que construye el índice difiere de la utilizada anteriormente y

se centra en un ejercicio econométrico de estimación de los componentes principales de las medidas incluidas en el índice. El índice construido por Salazar también muestra una tendencia decreciente durante los años 90s seguida por una reversión importante a partir de 1998. Al igual que los estudios previos, el incremento en la represión financiera es atribuido al gravamen a las transacciones financieras, a controles a las tasas de interés y a la creación y fortalecimiento de algunas inversiones forzosas.

11. Salazar utiliza este índice para medir la incidencia de la represión financiera en el margen de intermediación agregado del sistema financiero. De acuerdo a sus estimativos, el incremento en la represión financiera que se ha observado desde la crisis de 1998, puede haber contribuido a un incremento de cerca de 2.5 puntos porcentuales en el margen de intermediación.

12. El debate del impacto de ciertos tipos de represión financiera sobre los mercados crediticios se ha intensificado recientemente. En particular la discusión se ha centrado en las inversiones forzosas y en el impuesto a las transacciones financieras. El impuesto a las transacciones financieras se instauró en 1998 con la intención de incrementar el recaudo tributario con el fin de cubrir el costo de la crisis del sistema financiero. Inicialmente este impuesto tuvo una tarifa de 0.2% y gravaba diversas transacciones financieras. La base del impuesto y la tarifa se han transformado en el tiempo. La tarifa vigente hoy en día es del 0.4%.

13. Se ha argumentado que el gravamen a los movimientos financieros (GMF) hoy conocido como el 4x1000, ha tenido impactos de desintermediación significativos. Hernández y Zea (2006), utilizando una metodología desarrollada por Kirilenko y Summers (2003), estiman que el impuesto ha causado una desintermediación financiera del orden de 30%. De acuerdo a los autores, la desintermediación habría sido por tanto cercana a 1.1 veces el PIB<sup>4</sup>.

14. El segundo tipo de intervención relevante en el debate nacional son las inversiones forzosas. Hasta finales de los años 80 las inversiones forzosas representaban cerca del 14% de los pasivos sujetos a encaje del sistema financiero. En 1990 hubo una reforma financiera importante que desmontó o estableció un cronograma de desmonte de dichas inversiones durante los años siguientes. Sin embargo a mediados de la década del 90, las inversiones forzosas para financiar el crédito agrícola (en títulos de FINAGRO) fueron elevadas. Posteriormente a finales de los años 90 se creó una nueva inversión forzosa (en títulos de reducción de deuda) para financiar la crisis del sector hipotecario<sup>5</sup>.

15. El propósito del presente artículo es contribuir al análisis del costo de estas formas de intervención pública en la intermediación financiera. Para esto planteamos una estrategia empírica que nos permite identificar adecuadamente el impacto del impuesto a las transacciones financieras y las inversiones forzosas sobre el margen de intermediación y el costo del crédito. Nuestros resultados sugieren que tanto el impuesto a las transacciones financieras como las inversiones forzosas llevan a incrementos en importantes el margen de

---

<sup>4</sup> Un estimativo de la base gravable al introducir el impuesto, es decir del volumen de transacciones gravadas durante el primer trimestre del año 1999, era cercano a 128 billones de pesos es decir cerca de 3.6 veces el PIB.

<sup>5</sup> No es de nuestro conocimiento, la existencia de trabajos específicos enfocados en medir el impacto de las inversiones forzosas sobre la intermediación financiera.

intermediación. Entre ambas medidas se puede explicar aproximadamente 3.5 puntos del margen. De esta manera, nuestros resultados sugieren que la transmisión de las distorsiones inducidas por este tipo de intervenciones fiscales ha sido altamente perjudicial, en particular para los usuarios del sistema financiero.

16. Un segundo propósito de este artículo es explorar la experiencia internacional en el uso de impuestos a las transacciones financieras con el fin de contextualizar la evidencia empírica Colombiana y a su vez valorar alternativas que se han considerado en otras partes del mundo para aminorar los efectos distorsivos de esta forma de tributación.

17. El trabajo está dividido de la siguiente manera. En la segunda sección describimos algunos aspectos centrales del impuesto a las transacciones financieras y la estructura de las inversiones forzosas en Colombia. Posteriormente en la tercera sección, presentamos algunos ejercicios empíricos para cuantificar el impacto de estas distorsiones sobre el mercado de crédito. En la cuarta sección estudiamos algunos casos específicos de aplicación de impuestos a las transacciones financieras en el mundo e identificamos algunas opciones para reducir el efecto distorsivo del impuesto sobre las transacciones bancarias. Finalmente concluimos con algunas recomendaciones de política.

## II. La experiencia reciente en tributación e inversiones forzosas

### *El gravamen a los movimientos financieros*

18. Los impuestos a las transacciones financieras son una familia de tributos que gravan la transferencia de activos financieros o las operaciones de débito de cuentas en el sistema financiero<sup>6</sup>. El impuesto a las transacciones financieras surgió en Colombia en 1998, en el contexto de una emergencia económica y como parte de un paquete de medidas destinado a solucionar la crisis que atravesaba el sector financiero. La tarifa del impuesto fue fijada en 0.2% para retiros realizados de cuentas corrientes, cuentas de ahorro, cuentas de depósito en el Banco de la República y la emisión de cheques de gerencia. Algunos meses después de la introducción del tributo las transacciones interbancarias fueron declaradas exentas. Posteriormente en diciembre de 2000 mediante la ley 633 de 2000, la tasa se incrementó a 0.3%.

19. En el año 2002, mediante la ley 788 se modificaron algunos elementos del impuesto, para incluir nuevas fuentes de tributación que incluían el traslado o cesión de los recursos o derechos sobre carteras colectivas, la disposición de recursos a través de contratos o convenios de recaudo y los débitos a cuentas contables. Un punto importante de esta reforma es el tratamiento que se dio al cobro del tributo a los Certificados de Depósitos a Tiempo (CDTs). Hasta diciembre de 2002 la emisión de CDT's estaba exenta del GMF, y el impuesto era pagado sólo por el tomador del CDT en el momento en que retiraba los recursos del sistema. En la ley 788 de 2002 se reglamentó que el pago del gravamen lo debía realizar la entidad emisora del título. Adicionalmente se crearon exenciones para las operaciones del Fondo de Estabilización de la Cartera Hipotecaria, las operaciones de coberturas de tasa de interés en créditos hipotecarios, y los movimientos contables correspondientes a operaciones de compra o venta de títulos de deuda pública.

20. En diciembre de 2003, mediante la ley 863, se incrementó la tarifa a 0.4%, de manera transitoria para el período comprendido entre la fecha de expedición de la ley y el año 2007.

21. El impuesto a las transacciones financieras se ha convertido en una fuente de financiamiento considerable para el fisco. Como se muestra en el cuadro 1, en el año 2004 el impuesto representó un recaudo de cerca del 0.9% del PIB, ó aproximadamente un 6.1% del recaudo tributario total del gobierno. A pesar de contribuir a fortalecer el recaudo tributario (Cuadro 1, columna g), a un bajo costo operacional, el impuesto tiene implicaciones importantes sobre las actividades que grava, en particular la formación de ahorro privado y la asignación eficiente de los recursos de inversión de la sociedad como se refleja en la caída del nivel de intermediación. (Cuadro 1, columna h). El impuesto afecta a todas las transacciones, de manera que opera en cascada y por esto su impacto sobre el costo de producción de bienes y servicios reales y financieros es notorio<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Los impuestos a las transacciones financieras, usualmente se analizan desde dos perspectivas. De una parte se consideran los impuestos sobre el flujo de capitales diseñados con el fin de reducir posibles movimientos especulativos, y por otra se consideran impuestos de carácter doméstico diseñados para incrementar el recaudo tributario. El gravamen a las transacciones financieras del cual es objeto este estudio, se considera dentro del segundo grupo de impuestos.

<sup>7</sup> Dada la característica de ser un impuesto en cascada el impacto final es un múltiplo de la tarifa del impuesto.

22. Desde un punto de vista teórico se puede mostrar que el impuesto a las transacciones financieras, como cualquier otro impuesto, trae consigo distorsiones que afectan la asignación eficiente de recursos y afectan negativamente el bienestar social. En la práctica, sin embargo, los gobiernos necesitan recaudar tributos, y los interrogantes relevantes se centran en escoger la estructura tributaria menos distorsiva, o corregir, de la mejor manera posible las distorsiones inducidas por algún tributo en particular.

**Cuadro 1: Recaudo del gravamen a las transacciones financieras**

Año	Recaudo GMF (Miles de Millones de (a)	Recaudo Tributario Total (Miles de Mill.de Pesos) (b)	GMF/ Recaudo Tributario Total (c=a/b)	PIB (Miles de Millones de Pesos) d	Recaudo GMF en % del PIB (e=a/d)	Tasa (f)	Base Impositiva Miles de Millones de (g=a/f)	Productividad = Base Imponible/PIB (h=g/d=e/f)
1999	1,072	16,065	6.67%	150,921	0.71%	0.002	535,770	3.55
2000	1,037	19,635	5.28%	175,719	0.59%	0.002	518,370	2.95
2001	1,437	24,782	5.80%	189,126	0.76%	0.003	479,120	2.53
2002	1,408	27,079	5.20%	204,072	0.69%	0.003	469,367	2.30
2003	1,622	31,364	5.17%	231,643	0.70%	0.003	540,500	2.33
2004	2,238	36,742	6.09%	257,195	0.87%	0.004	559,400	2.18

Fuente: Ministerio de Hacienda, DANE y Calculos Propios

23. Uno de los principales costos que se ha asociado al impuesto a las transacciones financieras es su impacto sobre la intermediación de recursos. En presencia de este gravamen, los agentes económicos favorecen el uso del efectivo y evitan las transacciones a través de intermediarios financieros. Como lo muestran Hernández y Zea el impuesto ha generado una desintermediación de más del 30%. El cuadro 1 confirma este resultado mostrando, para el periodo 1999-2004, una reducción de las transacciones bancarias sujetas al GMF del 3.55% al 2.18% del PIB con una caída del nivel de intermediación de casi del 40%<sup>8</sup>. El impacto de la desintermediación financiera sobre el bienestar social, como ha sido enfatizado por la literatura sobre la tributación de activos financieros crece más que proporcionalmente (la relación es cuadrática) que la tasa del impuesto (costos de negociación) y el impacto de la desintermediación sobre el producto por la regla de la raíz cuadrada de Tobin se puede igualmente modelar como una relación cuadrática con la caída de la intermediación.

24. Adicionalmente el hecho de que el GMF sea un tributo que opera en cascada, genera otras distorsiones importantes, tanto sobre el sector financiero como sobre el sector real. Las distorsiones se acumulan en el sector financiero donde la velocidad de circulación es más alta. Por esto, la consideración que este impuesto pueda compensar la falta de IVA sobre la provisión de servicios financieros no parece ser una justificación suficiente por el tributo<sup>9</sup>.

25. En este trabajo nos concentramos en la estimación del impacto del gravamen sobre el costo del crédito. Hay dos canales mediante los cuales el gravamen puede afectar el costo del crédito. Hay un canal indirecto a través del impacto del tributo sobre el monto de recursos intermediados. Si cae el monto de recursos intermediados se reducen las economías de escala y

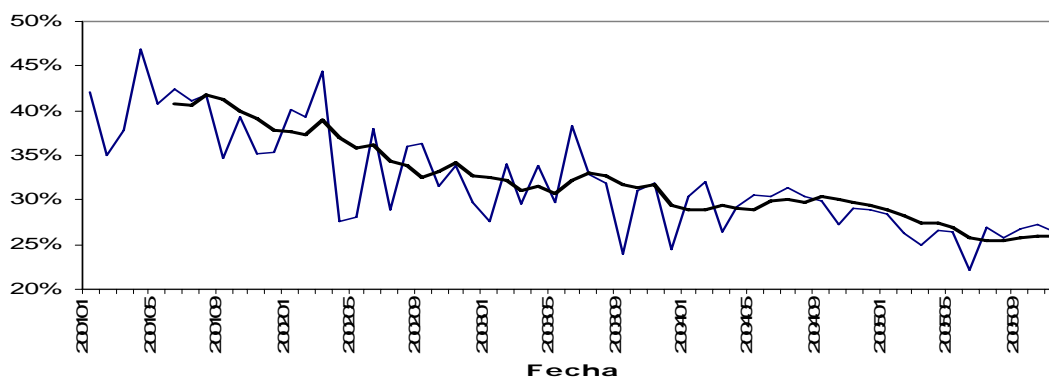
<sup>8</sup> Es interesante notar que los pagos no relacionados a transacciones interbancarias (aproximadamente comparables con la base impositiva del GMF en Colombia) en el promedio de los países de la OCDE de alto ingreso es superior a 50 veces el nivel del PIB (ver Apéndice 3) y 100 veces el nivel de los depósitos.

<sup>9</sup> Hernández y Zea describen impactos adicionales de este tributo sobre los mercados financieros.

esto, como ha sido ampliamente documentado, hace más costosa la actividad de intermediación. Los costos inducidos por este canal llevan a incrementos en el margen.

26. Adicionalmente hay un canal directo a través del impacto del tributo sobre el estado de pérdidas y ganancias de los establecimientos de crédito. En principio el gravamen a los movimientos financieros recaía fundamentalmente sobre los depositantes, sin embargo a partir del año 2002 cuando se establece que los intermediarios deben pagar el impuesto por la liquidación o renovación de los CDT's, se establece también una carga directa sobre los intermediarios<sup>10</sup>.

**Gráfico 1**  
**Sistema Bancario: CDT's/Pasivos Sujetos a**  
**Encaje 2001 - 2005**



Datos trimestrales y medias móviles.

Fuente: Superintendencia Financiera y Cálculos Propios

27. Si bien el peso de los CDT's en el pasivo de los intermediarios de crédito ha caído notoriamente desde la inserción de esta medida, como se muestra en el gráfico 1, aún hay un porcentaje importante de CDT's en el pasivo bancario. La redención o renovación de estos CDT's conlleva un costo directo para los bancos, el cual puede ser transferido en parte a los usuarios del sistema a través de mayores tasas de interés activas o de menores tasas de interés pasivas. En este documento utilizamos precisamente esta característica del impuesto para identificar su impacto.

## **Las Inversiones Forzadas**

28. A comienzos de la década del 90 la carga de inversiones forzadas en el sistema financiero era notable. Salazar (2005) muestra que estas representaban aproximadamente el 14% de los pasivos sujetos a encaje del sistema financiero<sup>11</sup>. En 1990 se desmontaron una fracción importante de las inversiones. Una de las inversiones que se mantuvo, y que perdura hoy en día, es la inversión en títulos de desarrollo agropecuario (TDA. Los TDA's son títulos emitidos por FINAGRO para la promoción agropecuaria. Hay dos tipos de TDA's: los TDA's clase A y los

<sup>10</sup> Esta carga no aplica a las entidades financieras con convenio tributario: BanColombia, Banco de Crédito y Granahorrar.

<sup>11</sup> Las entidades de crédito debían invertir en: Bonos del Fogafín, Bonos Ley 90/48, Títulos de Capitalización Financiera, Títulos de Crédito de Fomento, Títulos de Fomento Agropecuario, Bonos de deuda pública interna, Títulos del BCH, Bonos de Fomento Urbano y Bonos del ICT.

TDA's clase B. En 1990 la Junta Monetaria estableció que los establecimientos de crédito debían mantener una inversión en TDA's del 1% y 6% de sus depósitos, para TDA's clase A y B respectivamente. Las corporaciones de ahorro y vivienda (CAV) no estaban obligadas a invertir en títulos clase B.

29. En 1992 se incrementó el peso de los TDA's clase A a 2% para los establecimientos de crédito diferentes a las CAV's, mientras que a estas se les mantuvo el requerimiento de 1%. El peso de los títulos clase B se redujo a 5%, y se mantuvo la exclusión a las CAV's. En el año 2000 la Junta Directiva del Banco de la República cambió la base de cómputo de la inversión en TDA's y se incluyó a las entidades hipotecarias en las inversiones en títulos clase B. Mediante la resolución 3 del 2000 se estableció que los establecimientos de crédito debían tener 7% de los depósitos en cuenta corriente, 5% de los depósitos en cuenta de ahorro, y 4% de los CDTs en TDA's distribuidos en 37% en títulos clase A y 63% en títulos clase B. Los títulos tienen un plazo de amortización de un año. Los títulos clase A pagan cuatro puntos por debajo de la DTF y los clase B dos puntos por debajo de la DTF.

30. Las entidades pertenecientes al Sistema Nacional de Crédito Agropecuario (SNCA) están exentas de esta inversión. Estas incluyen al Banco Agrario, Bancafé y el Banco Ganadero, hoy en día el BBVA Ganadero<sup>12</sup>.

31. La otra inversión forzosa relevante hasta hace poco es la inversión en títulos de reducción de deuda (TRD). En 1999 mediante la ley 546 se creó una inversión obligatoria en TRD destinada a financiar parte de los costos de la crisis del sector hipotecario. La inversión era del cero punto sesenta y ocho por ciento (0.68%) anual de los pasivos sujetos a encaje, durante seis (6) años, que comenzaron a contar en el año 2000 y finalizaron en Enero del año 2006. La inversión se liquidaba sobre el total de los pasivos de los intermediarios financieros con el público. Los títulos estaban denominados en UVR y no tenían ningún rendimiento.

32. En el gráfico 2 se muestra la evolución reciente de las inversiones forzosas en TDA y TRD como porcentaje del pasivo del sistema financiero. A Septiembre de 2005 las inversiones forzosas representan el 3.3% de los pasivos sujetos a encaje del sistema financiero. Esta fracción se ha mantenido relativamente estable durante los primeros años de la década del 2000. Es importante notar que la información que se presenta en el gráfico no necesariamente representa la situación de todos los bancos. Las inversiones forzosas en TDA dependen de la composición del pasivo de los intermediarios. Como se mencionó anteriormente hay algunos intermediarios que están exentos de realizar estas inversiones. De esta manera, a Septiembre del 2005 el intermediario con mayor volumen de inversiones en TDAs tenía inversiones equivalentes al 4.6% de sus pasivos, mientras que a su vez había bancos con 0%.

---

<sup>12</sup> Estos tres bancos concentran más del 60% de la cartera agropecuaria en Colombia.



Fuente: Superintendencia Financiera y Cálculos Propios

33. Las inversiones forzosas pueden tener un impacto adverso sobre el costo del financiamiento en la medida en que actúan como un gravamen implícito sobre los pasivos financieros, dado su bajo rendimiento. Este gravamen cae tanto sobre ahorradores como usuarios del crédito, en la medida en que los intermediarios pueden cobrar tasas mayores a sus deudores y pagar tasas menores a sus depositantes para compensar la pérdida de utilidad que implica la inversión forzosa.

34. Un cálculo sencillo del costo de las inversiones forzosas es el siguiente. En Octubre del 2005 las inversiones forzosas del sistema sumaban aproximadamente \$2.4 billones, es decir cerca del 3% de los depósitos y exigibilidades de las entidades bancarias que alcanzaban 78 billones. El costo de oportunidad de estos recursos era del orden de 12% (esto es la tasa promedio de colocación menos el rendimiento de las inversiones forzosas), es decir \$293,000 millones. Esta cuantía representaba el 11.7% de las utilidades del sistema financiero (\$2.5 billones) en dicha fecha<sup>13</sup>. El incremento de la tasa activa necesario por compensar esta reducción de las utilidades haría sido del orden de 2.9% sobre los desembolsos netos de los últimos 12 meses, valor cercano al 2,5% estimado controlando por las diferentes determinantes de las tasas activas (Ver Apéndice 1).

35. La caída en utilidades que representa la inversión forzosa puede llevar a los intermediarios de crédito a compensarla a través del incremento de otros ingresos o la reducción de otros costos, entre ellos los financieros. Como se muestra más adelante, el impacto de las inversiones forzosas sobre la tasa de interés activa es en efecto significativo. Sin embargo, el análisis es de equilibrio parcial y no tiene en cuenta el posible efecto sobre las tasas de interés de los TES de una sustitución de las inversiones forzosas con financiación pública.

<sup>13</sup> Agradecemos a Orlando Chipatecua y Fernando Pineda del Banco de la República por sugerirnos este cálculo.

### III. El costo de la represión financiera

36. El objetivo empírico de este trabajo es estimar el impacto de las imposiciones descritas en la sección anterior sobre el costo del crédito. La estrategia que utilizamos para tal fin se basa en la estimación de modelos empíricos comúnmente utilizados.

37. Siguiendo la literatura reciente planteamos un modelo de maximización de beneficios del cual se deriva una sencilla ecuación estimable<sup>14</sup>. El modelo parte del supuesto de que cada intermediario financiero ( $j$ ) produce un producto que llamamos “Créditos” y los denotamos  $L_j$ . Para hacerlo utiliza depósitos ( $D_j$ ) y emplea trabajo. Aparte de los préstamos que el intermediario financiero ( $IF$ ) quiera dar, tiene una obligación forzosa de invertir una fracción  $\alpha$  de sus depósitos en ciertos activos (TRD y TDAs). Llamamos esta inversión  $I_j$ . El balance del  $IF$  es de la forma:

$$L_j + I_j = D_j \Leftrightarrow L_j = (1 - \alpha)D_j \quad (1)$$

38. El  $IF$  recibe ingresos provenientes de sus préstamos (suponemos que las inversiones forzosas no tienen retorno) e incurre en gastos correspondientes a los pagos de intereses por los depósitos, el costo administrativo de realizar la tarea de intermediación. Adicionalmente en nuestro modelo, el  $IF$  paga impuestos a las transacciones financieras sobre una fracción de sus pasivos (en el caso de Colombia los CDT’ s). Por simplicidad suponemos que la estructura del pasivo es fija de manera que hay una fracción invariable de pasivos  $\gamma$  que paga el tributo,  $\omega$  es la velocidad de rotación de esos pasivos, y  $\tau$  es la tasa de tributación a las transacciones financieras. El tributo pagado en el transcurso de un período será:  $\omega\tau\gamma$ .

39. El  $IF$  maximiza su rentabilidad que tiene la siguiente forma:

$$U_j = i_L L_j - (i_D + \omega\tau\gamma)D_j - C(L_j) \quad (2)$$

donde  $i_L$  e  $i_D$  son las tasas de interés activas y pasivas respectivamente, y  $C(L_j)$  es la función de costos del  $IF$  que depende del volumen de préstamos. Por simplicidad definimos  $\rho = \omega\tau\gamma$ . La condición de primer orden del  $IF$  está dada por:

$$\frac{\partial U_j}{\partial L_j} = i_L - D_j \left( \frac{\partial i_D}{\partial L_j} - (1 - \alpha) \frac{\partial i_L}{\partial L_j} \right) - \frac{(i_D + \rho)}{1 - \alpha} - C_L = 0 \quad (3)$$

con  $C_L$  el costo marginal no financiero de otorgar un préstamo. Despejando para  $i_L$  y redefiniendo algunas variables, (3) se puede expresar cómo:

$$i_L = \frac{1}{(1 - \alpha)} \cdot \frac{\phi_D}{\phi_L} \cdot i_D + \frac{\rho}{(1 - \alpha)\phi_L} + \frac{C_L}{\phi_L} \quad (4)$$

<sup>14</sup> Ver Shaffer (1993) y Barajas, Steiner y Salazar (1999) para una aplicación previa al caso Colombiano.

donde  $\phi_D$  y  $\phi_L$  son medidas del poder de Mercado de los *IF* en depósitos y préstamos respectivamente. Estas variables se definen como  $\phi_j = 1 + (fm_j \times rm_j)/\eta$ , donde  $\eta$  es la elasticidad de la demanda de préstamos o depósitos a la tasa de interés,  $fm_j$  es el peso relativo del banco  $j$  en el mercado en cada mercado, y  $rm_j$  es la respuesta de cada mercado a un cambio en la oferta del banco  $j$ <sup>15</sup>. En un mercado competitivo  $\phi_D$  y  $\phi_L$  son iguales a 1, y (4) se convierte en:

$$i_L = \frac{1}{(1-\alpha)} \cdot i_D + \frac{\rho}{(1-\alpha)} + C_L \quad (5)$$

40. La ecuación (5) nos muestra que la tasa de interés activa depende positivamente de la fracción de inversiones forzosas y positivamente del impuesto a las transacciones financieras. Nuestro modelo empírico parte de una representación lineal de la ecuación (5). Empíricamente estimamos la siguiente regresión:

$$i_{L,j,t} = \beta_0 i_{D,j,t-1} + \beta_1 \alpha_{j,t-1} + \beta_2 \tau_{t-1} \cdot \gamma_{j,t-1} + \beta_3 C_{L,j,t-1} + \beta_4 x_{j,t-1} + \mu_j + \lambda_t + \varepsilon_{j,t}$$

donde  $x_j$  es un vector de controles al nivel de cada banco, y  $\mu$  y  $\lambda$  son efectos fijos a nivel de *IF* y de tiempo. Las variables explicativas se rezagan un período para evitar problemas de endogeneidad.  $\alpha$  es la fracción de inversiones forzosas con respecto a los depósitos y exigibilidades de los bancos,  $\gamma$  es la fracción de CDTs en el total de depósitos y exigibilidades de los bancos, y  $C$  son los gastos operativos con respecto al nivel de activos del banco. El vector  $x$  incluye controles comúnmente utilizados en esta literatura: préstamos morosos con respecto a préstamos totales, el encaje obligatorio con respecto a los pasivos de los bancos, y el ratio de capital a activos. Los préstamos morosos tienen una relación positiva con la tasa de interés de los préstamos, toda vez que las pérdidas que tiene el banco por mantener cartera morosa es transferida parcialmente a los usuarios del crédito; las reservas requeridas tienen el mismo tratamiento conceptual que las inversiones forzosas, por ende se espera que también tengan un signo positivo, y el capital con respecto a los activos tiene un signo ambiguo. Podría ser positivo en la medida en que tener más capital resulta costoso para los bancos y parte de ese costo es transferido a sus clientes, pero igualmente puede ser negativo si el capital mide adecuadamente el riesgo, dado que un banco menos riesgoso tiene menos riesgos que “cobrarle” a sus usuarios.

41. En el modelo presentado se supone que la tasa de interés pasiva es exógena. Sin embargo es posible que parte del ajuste a las fluctuaciones en los costos y riesgos de intermediación se refleje también en esta tasa y no de manera exclusiva en **la tasa activa**. Por tal motivo realizamos estimaciones del margen de intermediación como variable dependiente y analizamos el impacto de las cargas fiscales y cuasi fiscales sobre esta variable y no sobre la tasa activa de manera exclusiva. En el apéndice 1 se presentan estimaciones utilizando la tasa activa como variable dependiente.

---

<sup>15</sup> Formalmente  $\eta_L = \frac{\partial L}{\partial i_L} \frac{i_L}{L} < 0$  y  $\eta_D = \frac{\partial D}{\partial i_D} \frac{i_D}{D} > 0$

42. La estimación para el margen de intermediación se reporta en el cuadro 2. Para efectos de la estimación calculamos las tasas de depósitos y de préstamos implícitas en el balance de los bancos<sup>16</sup>. Incluimos únicamente bancos de naturaleza privada (domésticos o extranjeros) dado que los bancos públicos no necesariamente se comportan con base en el principio de maximización de utilidad que motiva el ejercicio. La muestra es mensual y cubre el período ente Enero de 1995 y Noviembre de 2005<sup>17</sup>.

43. Las variables relevantes en para efectos de este estudio son las inversiones forzosas como porcentaje de los depósitos de cada banco y la interacción entre el porcentaje de CDTs en los pasivos y el gravamen a los movimientos financieros (GMF). La primera variable debe afectar positivamente el margen de intermediación. Mientras mayor sea el volumen de inversiones forzosas mayor será el impuesto implícito que se cobra a los intermediarios financieros sobre sus pasivos y por ende mayor será la transferencia de este impuesto por parte del intermediario al usuario del crédito en forma de una mayor tasa de interés de préstamos, o al depositante en forma de un menor retorno a los depósitos.

44. El segundo término, la interacción entre el porcentaje de CDTs en los pasivos de los bancos con el GMF, debe ser positiva. A partir del 2002 en Colombia se cobra el gravamen al liquidar o renovar los CDTs. Este es un costo directo para el banco que también puede ser transferido al usuario del sistema (tanto deudor como depositante). La variable que se incluye en el modelo estadístico tiene valores de cero antes de la fecha en que se comienzan a gravar los CDTs (2002) y el producto entre la tarifa del impuesto y el porcentaje de CDTs en los pasivos a partir de dicha fecha. Igualmente, para los bancos que tienen convenio tributario, la interacción toma un valor de cero. De esta manera, tanto la estructura de los pasivos, como la exención a pagar el tributo sirven como elementos para la identificación del impacto del tributo.

45. En la regresión se incluye también el porcentaje de CDTs en el pasivo de los bancos por separado. La razón para hacer esto, además de que garantiza que la interacción en efecto esté capturando el impacto puro del impuesto, es poder capturar el hecho de que la composición de los pasivos en si misma puede ser un determinante de las tasas de interés y del margen. El signo es ambiguo, dado que si bien una mayor porción de CDTs puede resultar más costosa para el banco porque incrementa el costo de su pasivo, también puede tener un efecto negativo sobre el margen, debido a que un mayor peso de CDTs en el pasivo también implica un menor riesgo de liquidez para la entidad financiera. El primer argumento incrementa el margen y el segundo lo reduce.

46. Es importante notar que en el modelo empírico no se incluye ninguna variable macroeconómica. La razón de esto no es que las variables macroeconómicas no sean relevantes para la determinación de las tasas de interés y del margen, sino que la manera como incorporarlas en el modelo empírico no es trivial. Muchas de las variables

---

<sup>16</sup> La tasa implícita la calculamos como la suma de los ingresos (pagos) de intereses durante los últimos doce meses, dividido por el saldo promedio de préstamos (depósitos) durante el mismo período.

<sup>17</sup> Durante el período hubo algunas fusiones en el sistema financiero. En tales casos suponemos que el banco que resulta de la fusión es un banco nuevo e independiente de los que se unieron en la fusión. Igualmente hubo bancos liquidados. Para evitar las distorsiones impuestas por estos, eliminamos su información con 12 meses de antelación a la liquidación.

macroeconómicas se encuentran fuertemente correlacionadas entre sí, lo cual puede generar sesgos indeseados en la estimación. Dado que el propósito de este trabajo no es analizar el impacto de tendencias macroeconómicas sobre las tasas de interés, controlamos por cualquier factor de naturaleza macro incorporando efectos fijos temporales en la estimación. Estos efectos capturan el impacto de cualquier fluctuación que tenga variabilidad en el tiempo, pero que no la tenga a nivel de los intermediarios financieros. Los efectos fijos temporales también capturan cualquier efecto asociado a la tendencia de tasas de interés que tenga la economía en su conjunto.

47. El hecho de que se incorporen en la estimación los efectos fijos temporales, impide que se estime el impacto directo del gravamen a los movimientos financieros sobre el margen de intermediación. En este sentido es importante anotar que nuestras estimaciones no capturan un efecto muy importante del GMF que es el de la desintermediación. De alguna manera el efecto del GMF sobre la disponibilidad agregada de recursos financieros está implícito en los efectos fijos temporales. La desintermediación tiene un impacto adicional en la medida en que reduce la disponibilidad de fondos prestables, reduce las economías de escala, y por ende incrementa también la tasa de interés. Ese impacto no lo podemos recoger en nuestra estimación. Por tal motivo nuestros resultados deben interpretarse como un impacto mínimo del GMF, proveniente del hecho de que los bancos tienen que asumir una carga tributaria por cuenta de la liquidación y renovación de CDTs.

48. La evidencia del cuadro 2 es sugestiva en cuanto al impacto de las distorsiones estudiadas sobre el margen de intermediación. La columna 1 reporta la estimación sin incluir el impacto de las inversiones forzosas. La segunda estima el impacto de las inversiones forzosas y excluye el impacto del GMF. La tercera columna mide ambos impactos de manera simultánea. Basamos nuestra interpretación en la tercera columna.

49. De acuerdo a nuestros resultados tanto las inversiones forzosas como el GMF tienen un impacto estadísticamente significativo sobre el margen de intermediación. La estimación de los coeficientes es significativa y tiene los signos esperados. El GMF afecta la tasa de interés de colocación positivamente, pero su impacto depende de la cantidad de CDTs que tenga el intermediario en su pasivo. Mientras mayor sea el peso de los CDTs, mayor será la carga tributaria que recae sobre el intermediario por concepto del GMF, y mayor será el costo que se le imputa al usuario del sistema.

50. Teniendo en cuenta que la fracción promedio de CDTs en el pasivo de los bancos, a Noviembre de 2005 era de 34%, los estimativos del cuadro 2 sugieren que el impuesto a las transacciones financieras para el banco promedio explica como mínimo cerca de 2 puntos del margen de intermediación. Dado que para esta fecha el margen era de 10 puntos en promedio, el GMF (para el banco promedio) explica al menos el 20% del margen. El banco con mayor proporción de CDT's a la fecha tenía 65%. Eso implica que para ese banco el GMF explica al menos 4 puntos del margen.

**Cuadro 2: Resultados de Regresión<sup>18</sup>**

<b>Variable dependiente: Margen de Intermediación</b>			
	(1)	(2)	(3)
Cartera vencida / cartera total (t-1)	0.07 [0.034]**	0.075 [0.036]**	0.068 [0.037]*
Gastos administrativos / activos (t-1)	1.133 [0.339]***	0.889 [0.352]**	0.99 [0.345]***
Reservas / depósitos (t-1)	0.291 [0.042]***	0.304 [0.044]***	0.256 [0.043]***
Capital / activos (t-1)	-0.026 [0.029]	-0.008 [0.029]	-0.03 [0.030]
CDTs/depositos totales (t-1)	-0.027 [0.018]	-0.015 [0.016]	-0.036 [0.018]**
CDTs/depositos totales (t-1) * GMF	0.014 [0.004]***		0.016 [0.004]***
Inversiones Forzosas / Depósitos (t-1)		0.35 [0.115]***	0.42 [0.112]***
Observaciones	3318	3315	3315
Numero de entidades	40	40	40
Efecto fijo de Banco	Si	Si	Si
Efecto fijo temporal	Si	Si	Si
R2 Within	0.61	0.61	0.63
R2 Between	0.23	0.25	0.29
R2 Overall	0.39	0.36	0.39

Errores Estándar tipo Newey-West en Paréntesis.

\* significativo al 10%; \*\* significativo al 5%; \*\*\* significativo al 1%

51. Las inversiones forzosas tienen un impacto igualmente relevante sobre la tasa de interés activa. El coeficiente estimado es positivo y estadísticamente significativo y su impacto económico es relevante. En Noviembre de 2005 el banco promedio tenía inversiones forzosas del orden de 3.5% de su pasivo. De acuerdo a nuestros estimativos eso explica cerca de 1.5 puntos del margen.

52. Ambas intervenciones, para el banco promedio, explican alrededor de 3.5 puntos del margen de intermediación. En el apéndice 1 se incluyen estimaciones similares en que se analiza el impacto del GMF y las inversiones sobre la tasa activa. Los resultados son muy similares a los aquí presentados.

<sup>18</sup> Con el fin de estimar adecuadamente los errores estándar en presencia de posibles problemas de autocorrelación y heteroscedasticidad, se estiman matrices de varianzas y covarianzas tipo Newey y West que permiten hasta 6 meses de rezagos.

## IV. Experiencia internacional

53. La experiencia internacional con el uso de los impuestos a las transacciones financieras es extensa tanto en países industrializados como en países en vías de desarrollo. A pesar de que su impacto distorsivo ha sido ampliamente documentado los impuestos a la intermediación financiera han sido utilizados frecuentemente<sup>19</sup>. Sin embargo hay diferencias sustanciales en su implementación en el mundo desarrollado y el mundo en desarrollo. En el mundo desarrollado, el impuesto se ha concentrado fundamentalmente en gravar algunas transacciones financieras específicas. En el mundo en desarrollo, en particular en América Latina, se han implementado impuestos con una base gravable más amplia. La modalidad más empleada es la de los tributos a todos los débitos bancarios, lo cual en la práctica los convierte en una mezcla de impuestos a las transacciones financieras y un impuesto a las ventas (Ver apéndice A2).

54. En buena medida la diferencia en la aplicación de los tributos se encuentra íntimamente ligada con el tamaño de la base gravable potencial. En América Latina, cobrar impuestos a operaciones financieras específicas a raíz del poco desarrollo de ciertos mercados financieros, habría impedido lograr niveles de recaudo significativos. Al imponer impuestos generales a los débitos bancarios el impuesto se transfiere a pagos por bienes y servicios relativamente inelásticos.

55. Una segunda explicación de la preferencia de los países de América Latina de adoptar impuestos sobre los débitos bancarios en lugar a impuestos a transacciones financieras específicas tiene que ver con la naturaleza del sistema tributario y del recaudo obtenido con otras formas de tributación. Los países de América Latina que cuentan con un impuesto a los débitos bancarios (Argentina, Brasil, y Colombia) tienen un recaudo promedio de otros impuestos (ingreso, ventas e IVA) significativamente menor al de los mismos impuestos en países de ingresos altos de la OCDE (cuadro 3). El bajo recaudo de los impuestos convencionales en América Latina resalta la importancia del impuesto a los débitos bancarios y hace que su reemplazo con tributación convencional sea más difícil. Por el contrario en países de la OCDE el alto rendimiento de otros tributos, reduce la importancia de impuestos a las transacciones financieras, en particular cuando se comparan sus beneficios con los costos que imponen sobre la intermediación financiera.

---

<sup>19</sup> La principal característica distorsiva de este impuesto se observa en la asignación ineficiente de recursos resultante del hecho del efecto cascada que tienen este tipo de tributos dado que se cobra sobre una serie de transacciones intermedias.

### Cuadro 3: Indicadores de Recaudos Fiscales (% del PIB)

(valores promedio anual: 2000-2003)

	Recaudo Tributario Total	Recaudo Impuesto a la Renta	Recaudo Impuesto a las Ventas y al IVA	Recaudo Otros Impuestos
Alto Ingreso OECD	21.25	10.71	5.71	4.83
Argentina	9.46	2.24	3.17	4.05
Brasil/1	11.65	4.49	4.40	2.75
Colombia	12.52	5.33	2.07	5.11
Peru	12.40	3.49	4.63	4.27
Venezuela	11.89	3.97	6.41	1.51
Promedio Países Am. Lat.	11.58	3.91	4.14	3.54

Nota: /1 Promedio 1997-1998. Fuente: FMI.

56. Una tercera explicación de la preferencia revelada por los países de América Latina por los impuestos a los débitos bancarios se relaciona con las dificultades inherentes a la medición del impacto de estos sobre el bienestar. Las mediciones realizadas de los costos de bienestar de estos tributos<sup>20</sup> se basan en estimaciones del impacto de las pérdidas sociales asociadas con la reducción de la intermediación financiera con respecto a su nivel antes del impuesto. Este enfoque es acertado cuando hay certeza de que el nivel de profundidad financiera anterior a la implementación del tributo es un nivel de estado estacionario. En países emergentes, donde la intermediación financiera crece con el nivel de desarrollo económico y financiero, el nivel de intermediación anterior a la adopción del impuesto, es probablemente un punto en una senda dinámica de convergencia hacia el equilibrio de largo plazo, y no un equilibrio de largo plazo como tal. De esta manera, estas estimaciones pueden subestimar el impacto del impuesto.

57. Reconociendo la gran diversidad de aplicaciones de impuestos a la intermediación financiera, en esta sección discutimos algunas experiencias internacionales sobre el uso de estos impuestos en búsqueda de algunas lecciones aplicables a su manejo en Colombia. Dividimos el estudio de los impuestos a las transacciones financieras en dos: los impuestos que gravan ciertos productos financieros y aquellos que gravan los débitos bancarios. Aquí nos concentramos en los impuestos que gravan los débitos bancarios. Una descripción más detallada de los impuestos que gravan exclusivamente a algunos productos financieros se encuentra en la Apéndice 2. La relación entre los dos impuestos está analizada en detalle en la Apéndice 3.

### **Los impuestos a los débitos bancarios**

58. **Durante los últimos 20 años los impuestos a los débitos bancarios (IDB) han sido adoptados en varios países de América Latina, entre ellos Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela (ver cuadro 4).** Una característica común al diseño de estos impuestos, es el objetivo de incrementar el recaudo fiscal en momentos de presión fiscal. En Argentina, Colombia y Perú, el impuesto se instauró en medio de

<sup>20</sup> Ver Kirilenko y Summers (2003), y Suescún (2004)

episodios de crisis con el fin de recaudar fondos para contribuir a solventarlas. En Brasil el objetivo era financiar una serie de gastos extraordinarios.

59. Más allá de América Latina, en otras regiones del mundo también se ha experimentado con este tipo de tributos. Australia es un ejemplo de ello. Al igual que en América Latina, en Australia también hubo un importante motivo fiscal detrás de la implementación del tributo, en la medida en que había presión para recaudar fondos para cubrir obligaciones fiscales regionales.

60. En cualquiera de los casos el ingrediente fundamental en la decisión de adoptar este tipo de gravamen frente a otros tipos de impuestos era su simplicidad administrativa. En la mayoría de los casos los efectos distorsivos estaban identificados, sin embargo primó el argumento de la simplicidad del recaudo. Con el tiempo se han destapado diferencias importantes en la estabilidad de los recaudos y la aceptación pública del tributo.

**Cuadro 4: Impuesto a las Transacciones Financieras - Países de América Latina (Tasa Impositiva en puntos porcentuales al cierre del año)**

	1989	1990	1991	1992	1994	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Argentina	0.7	0.3	1.05	1.2	-	-	-	-	-	1.2	1.2	1.2	1.2	1
Brasil	-	-	-	-	0.25	0.2	0.2	0.38	0.3	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
Colombia	-	-	-	-	-	-	-	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Ecuador	-	-	-	-	-	-	-	2	1.6	-	-	-	-	-
Perú	-	1.42	0.81	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Venezuela	-	-	-	-	0.75	-	-	0.5	0.5	-	0.85	-	-	-

Nota: El impuesto tanto a créditos como débitos en cuentas bancarias aplica a partir de 1999 en Ecuador y en Argentina desde 2001. Créditos parciales hacia los impuestos al Ingreso y al IVA en Argentina desde 1989 y en Ecuador desde 2000. En Brasil, CPMF se extiende inclusive a las transacciones de títulos valor.

Fuente: Autoridades Nacionales y FMI WP/01/67

61. Como se muestra en el cuadro 5, en Australia los activos, préstamos y depósitos de los bancos representan una fracción del PIB cercana a tres veces lo que representan en los países de América Latina que adoptaron el IDB. Precisamente, tal diferencia proporciona un elemento muy relevante para el análisis del impacto de este tipo de gravámenes en países con diferentes niveles de desarrollo económico.

**Cuadro 5: Indicadores de profundización del mercado financiero (% del PIB)**

	Activos bancarios	Crédito bancario al sector privado	Capitalización del mercado accionario	Valor total transado en el mercado accionario	Capitalización del mercado de bonos privados	Capitalización del mercado de bonos públicos
Australia	78.37%	74.06%	72.60%	39.45%	20.12%	24.83%
Otros Países de Ingresos Altos - OCDE	94.19%	80.17%	-	-	35.05%	42.51%
Argentina	27.42%	18.03%	28.44%	4.03%	3.90%	8.42%
Brasil	37.36%	25.80%	24.97%	12.94%	9.93%	30.15%
Colombia	20.50%	16.83%	14.01%	1.07%	0.48%	10.70%
Ecuador	28.24%	26.44%	7.45%	0.63%	-	-
Peru	19.39%	16.62%	17.25%	3.71%	2.49%	1.63%
Venezuela	13.83%	11.06%	10.18%	2.30%	-	-
Promedio América Latina (Países Seleccionados)	24.46%	19.13%	17.05%	4.11%	4.20%	12.73%

Fuente: Base de Datos Estructura Financiera, Banco Mundial.

62. En esta sección describimos y analizamos más en detalle las experiencias de Australia, Argentina y Brasil con los IDB a fin de buscar opciones para un manejo más eficiente del GMF en Colombia.

### ***El Caso de Australia***

63. Dos impuestos a los débitos bancarios existieron en los estados Australianos durante más de 20 años hasta su cancelación en el año 2005. El primero era un impuesto a las cuentas que tuvieran acceso a chequeras que se conocía con el peculiar acrónimo de BAD (Bank Account Debits) Tax. El segundo conocido como el FID (Financial Institutions Duty) era un impuesto a todos los depósitos en instituciones financieras. En 1997 ambos impuestos se unieron en uno solo bajo una única tarifa de 0.1%, con un límite de Aus\$2,000 por cada débito. Los impuestos se crearon en 1980 en un período de baja movilidad internacional de capitales y eran administrados por gobiernos estatales que tenían restricciones constitucionales para acceder a otras fuentes de ingresos fiscales<sup>21</sup>.

64. La abolición de este tributo fue parte de una reforma tributaria sustancial que introdujo un impuesto general a las ventas (un impuesto al valor agregado) en el año 2000. Antes de esta reforma los gobiernos estatales habían utilizado una serie de impuestos *ad hoc* a diferentes tipos de servicios para subsanar sus necesidades fiscales. Estos gravámenes incluían además del impuesto a las transacciones financieras, impuestos de timbre a las transacciones de títulos valores, hipotecas, cheques, y al leasing, al igual que impuestos a la propiedad. La condición para que los estados pudieran acceder a los recursos del impuesto al valor agregado era que tenían que prescindir de los otros tributos a más tardar en Julio del año 2005.

65. El impuesto había ganado gran animadversión entre la comunidad financiera que lo veía como un gran obstáculo para alcanzar las mejoras de eficiencia y la expansión necesaria para adquirir el estatus de centro financiero internacional. La percepción de que el impuesto se trasladaba a los clientes bancarios, con el sistema bancario actuando como una agencia recolectora de impuestos, redujo el grado de aceptación pública del tributo, y contribuyó a generar el consenso y apoyo político necesario para repeler el impuesto en el año 2000.

66. Un factor decisivo en la eliminación del impuesto fue el fuerte respaldo de la evidencia sobre el impacto del tributo en el incremento de las operaciones financieras *off-shore*. Se estima que cerca de dos tercios de las compañías que realizaban transacciones superiores a Aus\$750 millones, recurrían a cuentas *off-shore* para el manejo de sus pagos y el manejo de su efectivo. Esto redujo no solamente la base tributaria del impuesto, sino también la eficiencia operacional del sistema financiero doméstico a través de varios canales: i) se limitaba la posibilidad de que los intermediarios locales ofrecieran productos competitivos para el manejo del efectivo del sector corporativo (por ejemplo ofreciendo una compensación automática entre balances positivos y negativos entre diferentes cuentas del mismo cliente), ii) se limitaba también la posibilidad de otorgar servicios de custodia de valores y fideicomisos, y iii) se afectaba el uso de transferencias electrónicas en las que no

---

<sup>21</sup> Una descripción del caso australiano se encuentra en Summers y Kirilenko (2003).

se pudieran agrupar varias transacciones de débito en una sola para aprovechar el límite tributario impuesto a una sola transacción.

67. Con el fin de aliviar estas distorsiones a la intermediación financiera y su posible impacto sobre el funcionamiento del resto de la economía, la eliminación del impuesto fue aprobada en el año 2000 y completada en Julio del año 2005.

### ***El Caso de Argentina***

68. El impuesto a los débitos bancarios, conocido en Argentina como el impuesto al cheque, fue implementado por primera vez en Octubre de 1983. Inicialmente se cobró una tarifa de 0.1%, la cual fue renovándose constantemente y aumentándose de manera progresiva hasta alcanzar 0.7% en Diciembre de 1992. Durante este período fueron aprobadas tarifas menores para transacciones con entidades financieras supervisadas no bancarias y se excluía del tributo las transacciones interbancarias.

69. Una característica particular del tributo en la Argentina, era la posibilidad de deducir el pago del IDB de otros impuestos tales como el impuesto de renta o el IVA. Durante esta primera fase de implementación del tributo, se permitía que el 70% de los pagos de IDB se acreditaran al pago de los otros impuestos.

70. El impuesto fue abolido en el año 1992. Posteriormente, y bajo la presión de la crisis económica de comienzos del siglo XXI, el impuesto a los débitos bancarios fue reintroducido en Marzo del 2001 en el marco de la ley de competitividad. Inicialmente se estableció una tarifa de 0.25% para débitos y créditos efectuados a través de cheques, la cual fue rápidamente incrementada a 0.6% y la base del gravamen se amplió a todas las transacciones de cualquier tipo de cuenta y a todos los movimientos de fondos, con el fin de incrementar el recaudo tributario<sup>22</sup>. La tarifa de 0.6% en la práctica implica una tarifa efectiva de 1.2% sobre cualquier transacción entre cuentas bancarias dado que se cobra tanto sobre el débito como sobre el crédito. En Mayo del 2004, la tarifa efectiva se redujo moderadamente al permitir que el 34% del impuesto pagado sobre las operaciones de crédito (más no de débito) se deduzca del impuesto a las Ganancias, a la Ganancia Mínima Presunta y/o a la Contribución Especial sobre el Capital de las Cooperativas (la deducción de IVA no fue permitida esta vez). La reducción de 34% de la tarifa de 0.6%, llevo a que la tarifa efectiva se redujera significativamente<sup>23</sup>.

---

<sup>22</sup> En cuanto a las operaciones que no necesitan bancarizarse, la reforma realizada a mediados del 2001, establece que todas las operaciones mayores a \$1000 deben realizarse dentro del sistema bancario (a diferencia de la primera legislación donde se había establecido un techo de \$10000).

<sup>23</sup> Para tal efecto se toma como pago a cuenta el 34% del impuesto originado en las sumas acreditadas en cuentas de entidades financieras gravadas con la tasa general del 0.6% (es decir, el monto final a computar como pago a cuenta será de 0.204 puntos del impuesto al cheque). Para el caso de las transacciones alcanzadas por la tasa general del 1.2% (i.e. movimientos o entrega de fondos propios o de terceros) la proporción a utilizar es del 17% del impuesto al cheque. Dado que el pago a cuenta es equivalente a un anticipo del gravamen y esto puede generar excedente cuando el pago de los anticipos y retenciones de los impuestos a las ganancias supera el monto de determinación final de la declaración jurada, la legislación establece que el remanente no podrá utilizarse en compensación de otros gravámenes del contribuyente ni podrá ser reintegrado o transferido a favor de terceros; por tanto deberá ser trasladado hasta su agotamiento a otros períodos fiscales para los tributos que son tomados a cuenta.

71. En Argentina, la base tributaria casi se ha triplicado entre el año 2001 cuando se adoptó el impuesto y el 2005. Este resultado se debe al comportamiento del PIB nominal y de los depósitos bancarios que se ha observado después de alcanzar niveles anormalmente bajos durante el pico de la crisis. De hecho, como se observa en el cuadro 6 (columna e) el recaudo del impuesto como porcentaje del PIB ha crecido muy moderadamente, al igual que la productividad del impuesto (columna h). Esto sugiere, que a diferencia de otros países, el arbitraje fiscal ha sido menor.

**Cuadro 6: Impuesto al Débito Bancario en Argentina**

Año	Recaudo Impuesto al Cheque en Millones de Pesos* (a)	Recaudo Tributario Total en Millones de Pesos (b)	% del Recaudo Tributario Total (c=a/b)	PIB Millones de Pesos** (d)	Recaudo Impuesto al Cheque en % del PIB (e=a/d)	Alicuota (f)	Base Imponible Millones de Pesos (g=a/f)	Productividad = Base Imponible/PIB (h=g/d=e/f)
2001	3,911	45,403	8.61%	268,697	1.46%	0.012	325,889	1.21
2002	4,857	50,475	9.62%	312,580	1.55%	0.012	404,750	1.29
2003	5,900	72,244	8.17%	375,909	1.57%	0.012	491,667	1.31
2004	7,681	98,285	7.82%	447,643	1.72%	0.012	640,083	1.43
2005	9,434	119,252	7.91%	534,171	1.77%	0.01	943,400	1.77

\* El dato del 2001 anualiza el recaudo del período Abril-Diciembre. \*\* No hay datos oficiales para el 4to trimestre 2005. Estimaciones hechas en base al EMAE (Estimador Mensual de Actividad Económica). Fuente: Ministerio de Economía.

72. En cualquier caso la ausencia de arbitraje fiscal no es un argumento decisivo en favor del impuesto, toda vez que el nivel de productividad del impuesto en sí mismo es notoriamente bajo (1.77 en el año 2005) en comparación a otros países como Brasil y Colombia (ver cuadros 1 y 7). El alto nivel de integración financiera internacional que Argentina había alcanzado y en particular la notoria dependencia de residentes Argentinos de cuentas *off-shore* tanto en Uruguay como en otros países, sugiere que una parte importante de entidades comerciales e individuos ya comisionaba el manejo de sus portafolios de inversión y de su efectivo a las entidades *off-shore*. En otras palabras, la sorprendente resistencia del impuesto al cheque que durante los últimos 5 años ha representado cerca del 8.5% del recaudo tributario (cuadro 6 columna c), no refleja en realidad la eficiencia del tributo sino por el contrario refleja una gran ineficiencia del sistema tributario que restringe al máximo el papel del sistema financiero doméstico hasta limitarlo a un sistema administrador de pagos.

### **El Caso de Brasil**

73. En el Brasil, un impuesto a los débitos bancarios con una tarifa de 0.25% fue adoptado a mediados de 1993 y eliminado a finales de 1994. El impuesto se conocía como el IPMF (Imposto Provisorio sobre Movimentacao Financiera). El impuesto fue reintroducido a principios de 1997 con el nombre de CPMF (Contribucao Provisoria sobre Movimentacao Financiera). El CPMF se ha renovado con aumentos progresivos de la tarifa, partiendo de una tarifa de 0.20% hasta alcanzar 0.38%. En Octubre del 2004 se introdujo un cambio regulatorio importante que afectó la base del impuesto. En dicho momento se dio la introducción de las cuentas corrientes de inversión (Contas Correntes de Investimento,

CCI), que describimos en mayor detalle más adelante, y que fueron previstas para eximir del CPMF las transacciones relacionadas con la reasignación de recursos de inversión<sup>24</sup>.

74. A diferencia del caso Argentino, el impuesto se impone solamente a débitos y por lo tanto la imposición fiscal efectiva de una transacción es igual a la tarifa misma del tributo, es decir 0.38%. El valor de transacciones sujetas al impuesto se ha mantenido por el orden del 4% del PIB, un valor aproximadamente dos veces más alto que en Argentina y Colombia, respectivamente (cuadro 7).

75. El hecho de que el valor de las transacciones sujetas al impuesto sea más alto y estable se puede explicar por varios factores concomitantes, que incluyen: i) la más baja dependencia de las firmas e individuos brasileños de los intermediarios financieros *off-shore*; ii) una mayor confianza en el sistema financiero doméstico que se ha fortalecido después de los períodos de hiperinflación; y iii) la percepción de que el impuesto tiene un impacto pequeño sobre el costo del crédito asociada con los muy elevados márgenes de intermediación del sistema financiero del Brasil.

**Cuadro 7: Impuesto al Débito Bancario en Brasil**

Año	Recaudo Tributario			Recaudo CPMF como % del PIB	Alicuota** (f)	Base Imponible		Productividad = Imponible/PIB (h=g/d=e/f)
	Recaudo CPMF en Millones de Reales (a)	Total en Millones de Reales* (b)	% del Recaudo Tributario Total (c=a/b)			Millones de Reales (d)	Millones de Reales (g=a/f)	
1994	3,686	46,289	8.0%	349,205	1.1%	0.25%	1,474,296	4.2
1995	147	83,859	-	646,192	-	-	-	-
1996	-	95,099	-	778,887	-	-	-	-
1997	6,908	112,674	6.1%	870,743	0.8%	0.20%	3,454,000	4.0
1998	8,113	133,147	6.1%	914,188	0.9%	0.20%	4,056,500	4.4
1999	7,948	151,514	5.2%	960,858	0.8%	0.37%	2,174,117	2.3
2000*	14,545	176,815	8.2%	1,101,255	1.3%	0.34%	4,268,378	3.9
2001	17,197	196,759	8.7%	1,198,736	1.4%	0.36%	4,727,266	3.9
2002	20,369	243,008	8.4%	1,346,027	1.5%	0.38%	5,360,263	4.0
2003	23,046	273,363	8.4%	1,556,182	1.5%	0.38%	6,064,737	3.9
2004	26,432	322,557	8.2%	1,767,911	1.5%	0.38%	6,955,789	3.9

Fuente: Banco Central do Brasil.

\* Recaudo Total Impuestos (b) Corresponde a las series n. 7639: "Receitas tributárias - Regime de competência - Total" publicado por Banco Central de Brasil. \*\* Tasa del Impuesto al Débito Bancario (f) es un promedio ponderado de las tasas tributarias mensuales en vigencia durante cada año, donde las ponderaciones están dadas por la proporción del recaudo total generado durante cada mes.

76. El impacto del CPMF en Brasil ha sido ampliamente estudiado. Diversos estudios empíricos coinciden en señalar que los impactos distorsivos del tributo no son despreciables. Allain (2005) estima que el CPMF explica más de 1 punto porcentual del nivel de la tasa SELIC. Además, el impuesto ha tenido un efecto negativo perceptible en la profundidad financiera y en la liquidez (Albuquerque, 2001). La productividad del

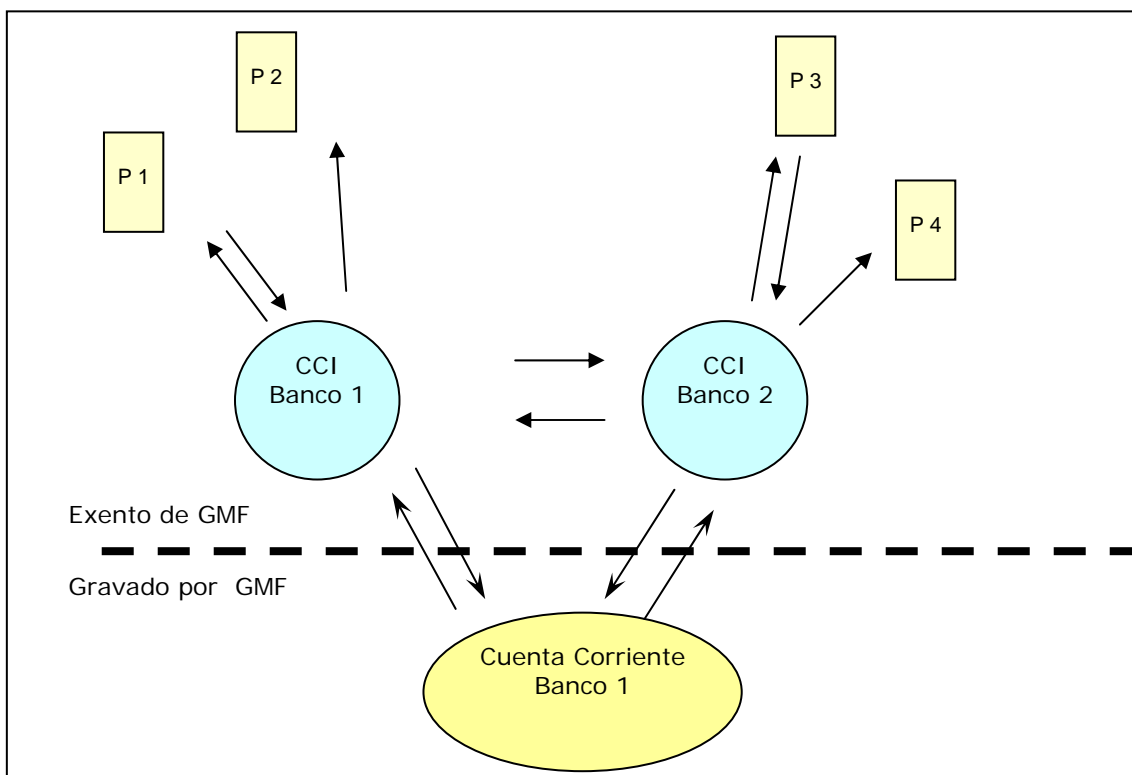
<sup>24</sup> Albuquerque (2001) y Allain (2004) describen la evolución de la regulación y el impacto del CPMF en Brasil.

impuesto también parece ser altamente sensible a la tarifa y las pérdidas brutas de bienestar son altas en comparación al recaudo tributario.

77. A partir de estos diagnósticos, el gobierno de Brasil diseñó un mecanismo destinado a aminorar el impacto distorsivo del CPMF. El mecanismo conocido como el de las “cuentas corrientes de inversión” (CCI) comenzó a implementarse a partir de Octubre del 2004<sup>25</sup>. Las CCI buscan minimizar las distorsiones que genera el CPMF sobre la asignación de los portafolios de inversión y sobre los costos de captación de la economía. El mecanismo de las CCI limita el número de veces que se cobra el GMF sobre las operaciones de portafolio. Con este mecanismo se busca gravar la entrada de nuevos recursos al portafolio de inversión de los intermediarios financieros pero se evita gravar operaciones que afecten la reasignación del portafolio. De este modo, si una persona natural o una empresa, decide destinar nuevos recursos a una inversión, la entrada de estos recursos hace efectivo el GMF pero luego los movimientos de redistribución del portafolio se pueden realizar libremente sin pagar el impuesto.

78. El diagrama 1 explica el funcionamiento de las CCI. Las operaciones financieras se dividen en dos. La línea quebrada separa las operaciones comerciales y de nuevos recursos afectadas por el CPMF (debajo de la línea) de aquellas transacciones de reasignación de portafolio que se encuentran exentas de este impuesto (arriba de la línea).

**Diagrama 1: El esquema de las CCI en Brasil**



<sup>25</sup> Por lo pronto solo se ha aplicado al flujo de nuevas inversiones, sin embargo a partir de Octubre del 2006 se implementará también sobre el stock.

79. Para efectos de entender el funcionamiento del mecanismo se parte del supuesto de que un inversionista tiene una cuenta corriente convencional de donde extrae recursos para asignar a un portafolio de inversión. Suponemos que hay dos bancos que administran portafolios (Banco 1 y Banco 2), y cada uno de ellos tiene acceso a diversos portafolios con diferente composición de activos (P1, P2, P3 y P4).

80. Para tener acceso a cualquier portafolio de inversión, el inversionista debe trasladar sus recursos desde su cuenta corriente a un CCI de su titularidad mediante una operación de traspaso que está sujeta al cobro del CPMF. De aquí en adelante, cualquier operación de reasignación de portafolios esta exenta del pago del impuesto, inclusive los movimientos entre las CCI del inversionista en distintos bancos.

81. El siguiente ejemplo ilustrado en la diagrama anterior describe el mecanismo de reasignaciones de portafolio que se encuentran exentas de pago del CPMF: supongamos que el inversionista decide invertir en los portafolios P1 y P2 ambos ofrecidos y manejados por el Banco 1 y luego decide recomponer su portafolio y mantener el P2 pero vender el P1. Con esta venta, la persona decide invertir en el P3 que administra el Banco 2 para lo cual transfiere los fondos entre las CCI de ambos bancos. Todas estas transacciones bajo el sistema de las CCI están exentas del gravamen. De esta manera el CPMF no distorsiona la asignación eficiente de recursos de inversión. De hecho el impuesto a las transacciones bancarias con la exención de los CCI es asimilable a un impuesto a las ventas (Ver Apéndice 3).

82. Supongamos de nuevo que el inversionista decide vender P3 e invertir en P4. Una vez más, esta transacción estaría exenta del GMF. Para finalizar, cuando el inversionista decide retornar sus recursos de la CCI a la cuenta corriente, este procedimiento también está exento del pago del CPMF siempre y cuando la cuenta corriente sea del mismo titular.

83. La gran ventaja del mecanismo de las CCI es que optimiza la asignación del portafolio porque elimina el costo de transacción adicional que impone el GMF. De esta manera se evita una utilización subóptima de recursos con menor retorno ante cambios en la percepción de riesgo o en las expectativas de retorno de los activos que motiven una reasignación de los portafolios de inversión.

84. La implementación de este sistema en Brasil aún es muy reciente, y por ello evaluar su impacto aún es prematuro<sup>26</sup>. Sin embargo se espera que este sistema incremente la eficiencia del sistema financiero y fomente la competencia pues los inversionistas tendrán más facilidad al escoger la institución financiera que mayor beneficio les otorgue sin tener presente las distorsiones causadas por el CPMF.

85. Es importante notar que la implementación de esta propuesta no necesariamente tiene un impacto sobre el recaudo fiscal, toda vez que, a raíz del costo que ha impuesto el GMF sobre el manejo de portafolios de inversión, buena parte de ese negocio ya no estaba llevándose a cabo en los bancos y por ende no había sobre qué cobrar el impuesto.

---

<sup>26</sup> Por lo pronto solo se ha aplicado al flujo de nuevas inversiones, sin embargo a partir de Octubre del 2006 se aplicará también al stock.

86. En Brasil, al igual que en Colombia según documentan Hernández y Zea (2006), el manejo de la liquidez financiera de la economía había migrado a otras instituciones o al exterior. En ese sentido, eliminar el cobro del gravamen sobre estas operaciones no tiene un gran impacto tributario, dado que por causas endógenas, la base tributaria ya se encontraba notoriamente replegada.

## V. Lecciones de la experiencia internacional

87. La lección general derivada de la evidencia internacional es que rara vez se observa un sistema financiero de buen comportamiento cuando se implementan impuestos a los débitos bancarios. Si la poca profundidad financiera es la causa del impuesto a los débitos bancarios o viceversa, es una pregunta abierta. Sin embargo, lo que no admite duda es que la una refuerza a la otra en un círculo vicioso que tiene efectos nocivos en el desarrollo económico, y que por ende debe ser interrumpido.

88. La evidencia internacional sugiere que los países con un volumen más grande de intermediación financiera son los que más tienen que perder con este tipo de tributos, y por lo tanto o los evitan, o tratan de reemplazarlos con otras formas de estructura impositiva. Alternativamente, aquellos países que se han caracterizado por mantener una porción importante de su actividad financiera en centros *off shore*, enfrentan el dilema de escoger entre fomentar la reintermediación o mantener un recaudo tributario estable, y usualmente tienden a preferir lo segundo y suelen ser más reacios a eliminar este tipo de gravámenes.

89. En cualquier caso, la experiencia internacional sugiere distintas estrategias para ir reduciendo de manera gradual la tributación. En Australia la estrategia de salida se definió de acuerdo a un cronograma temporal, en Argentina la tributación se ha ido reduciendo mediante disminuciones en la tarifa efectiva, y en Brasil se ha tratado de reducir la base gravable.

90. Australia ha optado por un plan multianual para ir eliminando de manera gradual el impuesto a los débitos bancarios, a la vez que se ha ido fortaleciendo el resto de la estructura tributaria en particular con la introducción de un impuesto al valor agregado. La reforma tributaria incluye fechas límites para la sustitución del impuesto a los débitos bancarios con el IVA. El paquete completo de modernización fiscal posiblemente ha contribuido a generar mayor consenso del que hubiese sido posible generar bajo una propuesta específica de eliminar el impuesto a los débitos bancarios por sí solo.

91. En Argentina se ha reducido la tarifa efectiva del tributo al permitir que los pagos del impuesto sean deducibles de otros impuestos considerados menos distorsivos, como el impuesto al ingreso<sup>27</sup>. La ventaja de esta opción, en lugar de reducir la tarifa, es que permite aprovechar la red de recolección tributaria que ofrece el sistema financiero mediante el cobro del impuesto a los débitos bancarios.

92. En Brasil se adoptó una transformación alternativa del impuesto, revisando la cobertura del tributo y restringiendo la base gravable. Si bien esto posiblemente no tenga un impacto mayor sobre los recaudos, dado que muchos mercados se encontraban inoperantes gracias a la implementación misma del tributo, sí puede tener un impacto importante sobre la reducción de las distorsiones inducidas por el impuesto a los débitos bancarios. La estrategia Brasileña se basa en la introducción de las CCI y tiene como objetivo último

---

<sup>27</sup> En la actualidad solo se puede deducir el 17% del IDB del impuesto al ingreso. Anteriormente se podía deducir hasta el 70%.

estimular la eficiencia en la asignación de los portafolios de inversión y en el manejo del efectivo.

93. Los tres enfoques tienen sus propios méritos. Sin embargo la opción Brasileña es particularmente interesante, dado que elimina el cobro del impuesto en el tramo financiero, más intensivo en transacciones, donde los efectos cascada del mismo son más nocivos. De esta manera el impuesto se transforma de un impuesto a los débitos bancarios en un impuesto a las ventas sujeto a las consideraciones generales de este tipo de impuesto. Las deducciones del impuesto a los débitos bancarios de otros tipos de impuestos no ofrecen esta ventaja, sin embargo pueden ser dignas de consideración en la medida en que pueden contribuir a estimular la formalización. Un agente que no tenga que pagar impuestos al ingreso o la renta, podría formalizarse y bancarizarse con el fin de acceder a un retorno tributario.

94. La adopción de los impuestos a las transacciones financieras por períodos de tiempo prolongados requiere de precaución. El aumento de la integración financiera y de la profundización, que se ha observado desde la introducción de los impuestos a las transacciones financieras a principios de los años 80, ha magnificado el impacto adverso del impuesto en la producción de servicios financieros domésticos. En un ambiente financiero abierto, cada vez es más importante que las desventajas para el desarrollo de servicios financieros sean eliminadas. El movimiento hacia la nivelación del terreno de juego entre agentes extranjeros y domésticos es un elemento cada vez más importante en la inclusión de servicios financieros en la negociación de acuerdos comerciales bilaterales (TLC en el hemisferio occidental) y multilaterales (los directivas europeas y el OMC - la ronda de Doha).

95. De manera más general, abrir los mercados domésticos sin eliminar previamente importantes barreras regulatorias y fiscales que ponen a la intermediación financiera doméstica en una desventaja competitiva, puede tener impactos negativos sobre la eficiencia y la profundización financiera. Los intermediarios financieros pueden verse obligados a restringir la oferta doméstica de servicios financieros, limitándose a la oferta de servicios de pagos, por ser este el producto financiero más básico e inelástico al precio. El resto de servicios financieros podrían ser contratados en el exterior a un menor costo, llevando a la consolidación de un sistema financiero doméstico poco profundo, donde la estabilidad del recaudo de los impuestos a las transacciones financieras que se observaría, se podría malinterpretar como una señal de un impuesto eficiente, cuando en realidad no sería más que la consecuencia de un sistema financiero ineficiente, posiblemente combinado con un sistema fiscal ineficaz.

## **VI. Conclusiones y recomendaciones de política**

96. Las formas de represión financiera más relevantes que enfrenta la economía de Colombia en el momento actual se materializan en las inversiones forzosas y el gravamen a las transacciones financieras. Ambas formas de represión han tenido impactos importantes sobre el funcionamiento de los mercados crediticios en Colombia. En estudios pasados se ha presentado evidencia sobre el impacto de las inversiones forzosas y el gravamen a los movimientos financieros sobre la desintermediación financiera y en este se presenta evidencia adicional sobre el impacto de estos sobre el costo del crédito. Nuestros resultados sugieren que en Colombia tanto el impuesto a las transacciones financieras como las inversiones forzosas llevan a incrementos importantes en el margen de intermediación. Ambas medidas explican conjuntamente 3.5 puntos del margen, indicando que este tipo de intervenciones fiscales ha sido altamente perjudicial para la economía.

97. Las recomendaciones de política que se derivan de este estudio son directas. Desde un punto de vista de eficiencia de la intermediación financiera, la recomendación inmediata es diseñar estrategias de eliminación de ambos tipos de distorsiones de manera inmediata. Sin embargo en la práctica es claro que la eliminación de estas políticas enfrenta un proceso político en el cual confluyen argumentos económicos con los intereses de varios grupos de presión. Por tal motivo nuestras recomendaciones se centran en un “segundo” mejor, y proponen mecanismos para aliviar el impacto de las distorsiones sin tener que eliminarlas por completo al menos de manera inmediata.

98. Con respecto a las inversiones forzosas, tanto la experiencia internacional como nuestro estudio, sugieren que es necesario generar mecanismos que eviten que diferentes iniciativas políticas repliquen la estructura actual. Si bien la economía política de esta decisión sea compleja y evita que se rompa la persistencia histórica de algunas formas de inversiones forzosas, es necesario evitar que el mecanismo se propague hacia otras iniciativas. Más aún, si algo, es vital considerar la flexibilización del régimen si se quiere aumentar la profundidad bancaria a un costo bajo. Este documento en ese sentido respalda las propuestas recientes de Marulanda (2006) en el marco de la Banca de las Oportunidades, de permitir que cierto tipo de cuentas sean exentas de este tipo de inversiones con el fin de promover el acceso de algunos sectores de la población a servicios financieros de bajo costo administrativo.

99. Con respecto al gravamen a las transacciones financieras es de amplio conocimiento que el recaudo tributario que genera es importante y por lo tanto su remoción puede tener impedimentos fiscales. Sin embargo el gobierno en múltiples ocasiones ha resaltado la importancia de disminuir o eliminar esta forma distorsiva de tributación. La evidencia internacional ofrece evidencia clara y contundente del importante costo que el impuesto representa para el desarrollo financiero tanto de los países desarrollados como de los emergentes.

100. Una manera de ir reduciendo gradualmente el impacto del gravamen es mediante la adopción de la estructura de las cuentas de inversión al estilo de Brasil y mediante la posibilidad de hacer el impuesto deducible de otras formas de tributación como sucede en

Argentina. Una combinación de las dos estrategias puede ofrecer una opción de salida gradual del impuesto. En Colombia la estrategia del Brasil ha sido *de facto* implementada por los comisionistas de bolsa. Sin embargo la práctica no es enteramente transparente y persisten dudas en ciertos sectores sobre su legalidad. Más aún al interior del sistema financiero, se percibe que el marco regulatorio es discriminatorio y afecta la competencia en el manejo de las inversiones líquidas sobre todo del efectivo. Hacer este marco más transparente y abierto puede ser un paso importante para garantizar condiciones homogéneas para todos los participantes del mercado, y para a su vez reducir algunas consecuencias distorsivas relevantes del gravamen a los movimientos financieros.

101. La primera estrategia no necesariamente tendría un impacto fiscal profundo, toda vez que el sistema de cuentas de inversión lo que buscaría es revivir un mercado que a partir de la adopción del tributo, no ha estado funcionando de manera activa. El objetivo de la adopción completa, abierta y transparente del sistema es justamente neutralizar el impacto adverso del tributo sobre las operaciones financieras altamente intensivas en transacciones (por ejemplo manejo de portafolios y de efectivo) y fomentar la competencia entre intermediarios en esta actividad. Mediante este sistema es posible recuperar una actividad económica que se ha visto estancada y concentrada en los últimos tiempos. En consideración al bajo nivel y a la caída de las transacciones bancarias con relación al PIB y a los depósitos bancarios parece razonable esperar efectos positivos significativos sobre la actividad financiera.

102. La segunda estrategia, similar a la utilizada en Argentina, permite reducir de manera efectiva la tasa de tributación. Al hacer el impuesto a las transacciones financieras deducible del impuesto a la renta, por ejemplo, se reduce efectivamente la tasa efectiva del gravamen. Esta estrategia puede complementar la primera proporcionando la reducción de la tasa efectiva aplicada a las transacciones no incluidas en las cuentas de inversión, al crecimiento del recaudo que esta siendo realizado por efecto de una mas eficiente administración tributaria y del ciclo económico favorable.

103. A su vez, esta es una manera de aprovechar la salida del sistema para generar incentivos para la formalización de ciertos agentes económicos que, una vez implementada la exención tributaria puedan percibir una ganancia por comenzar a declarar el impuesto a la renta. Esta estrategia puede tener un costo fiscal en la medida en que se reduce el recaudo efectivo, y por tanto su consideración depende fundamentalmente del espacio fiscal del gobierno. Igualmente puede enfrentar resistencia política, en la medida en que el beneficio tributario no sería recibido por la población general, sino exclusivamente por los usuarios del sistema financiero. La situación, sin embargo, no sería radicalmente diferente a la presentada con la devolución de dos puntos de IVA a las compras con tarjeta de crédito. Igualmente es una devolución exclusiva para los usuarios del sistema, sin embargo al estimular la formalización también aumenta el porcentaje poblacional que se beneficiaría con la medida.

104. Es importante anotar, que desde nuestro análisis no es posible identificar los beneficios de mantener el gravamen a las transacciones financieras. Sin embargo entendemos las restricciones que puede enfrentar intentar eliminarlo, y por ende sugerimos

una estrategia gradual de salida, a medida que se vaya consolidando aún más el entorno fiscal.

## Apéndice 1: GMF, Inversiones Forzosas y el Margen de Intermediación

En el texto se considera un marco analítico en el cual el impacto de las intervenciones se refleja exclusivamente en las tasas activas del sistema, aunque se permite que las variables independientes afecten también las tasas pasivas y por ende el margen. En este apéndice se presentan estimaciones que se ciñen de manera más cercana a las implicaciones del modelo. Los resultados se reportan en el cuadro A1 y van en la misma dirección del cuadro 2 en el texto principal. Tanto las inversiones forzosas como el GMF tienen un impacto significativo sobre la tasa de interés activa. Los resultados tienen los signos esperados. Tomando datos para Noviembre de 2005, la estimación de la columna 3 sugiere que para el banco promedio el GMF explica como mínimo alrededor de 1 punto de la tasa activa. Entre ambas intervenciones se explica cerca de 3.5 puntos de dicha tasa.

**Cuadro A1: Resultados de Regresión<sup>28</sup>**

<b>Variable dependiente: Tasa de Interés Activa</b>			
	(1)	(2)	(3)
Tasa de Interés Pasiva (t-1)	0.778 [0.091]***	0.454 [0.065]***	0.487 [0.071]***
Cartera vencida / cartera total (t-1)	0.094 [0.035]***	0.12 [0.039]***	0.114 [0.039]***
Gastos administrativos / activos (t-1)	1.147 [0.361]***	1.043 [0.357]***	1.058 [0.354]***
Reservas / depósitos (t-1)	0.259 [0.043]***	0.122 [0.042]***	0.116 [0.043]***
Capital / activos (t-1)	-0.014 [0.029]	-0.036 [0.026]	-0.04 [0.027]
CDTs/depositos totales (t-1)	0.002 [0.021]	0.026 [0.016]	0.016 [0.018]
CDTs/depositos totales (t-1) * GMF	0.007 [0.004]*		0.006 [0.004]
Inversiones Forzosas / Depósitos (t-1)		0.986 [0.130]***	0.974 [0.131]***
Observaciones	3318	3315	3315
Numero de entidades	40	40	40
Efecto fijo de Banco	Si	Si	Si
Efecto fijo temporal	Si	Si	Si
R2 Within	0.88	0.89	0.89
R2 Between	0.58	0.65	0.65
R2 Overall	0.73	0.75	0.75

Errores Estándar tipo Newey y West en Paréntesis

\* significativo al 10%; \*\* significativo al 5%; \*\*\* significativo al 1%

<sup>28</sup> Con el fin de estimar adecuadamente los errores estándar en presencia de posibles problemas de autocorrelación y heteroscedasticidad, se estiman matrices de varianzas y covarianzas tipo Newey y West que permiten hasta 6 meses de rezagos.

## Apéndice 2: Los impuestos a las transacciones financieras en la OCDE

Los impuestos a las transacciones financieras fueron muy comunes en países de la OCDE, sin embargo su importancia ha ido decayendo en los últimos años a raíz de las crecientes posibilidades de realizar arbitraje regulatorio y fiscal que ha surgido con la reducción de los costos de transacción y la segmentación de los mercados financieros. El cuadro 4 muestra una extensa lista de impuestos a las transacciones financieras utilizados por países de la OCDE durante los últimos 20 años.

**Cuadro A2: Impuestos a las transacciones financieras – Países de la OCDE**

País	Año	Tasa (%)	Comentarios
Austria	1993	0.15	Impuesto a las Transferencias
	1993	0.06	Comisión por arreglo de contratos
	1993	0.04-0.09	Honorario comisionista oficial
	2001	1	Impuesto de timbre a la emisión de acciones
Australia	1993	0.3	Impuesto al Débito Bancario
Bélgica	1993	0.03	Comisión del mercado bursátil
	1993	0.17	Impuesto de timbre a la transferencia de títulos valor
	2001	0.5	Impuesto de timbre a la emisión de títulos valor
	2001	0.2	Impuesto de timbre a la transferencia de títulos valor
Canadá	1993	Elimina el Tributo	
Dinamarca	2001	0.5	Impuesto de timbre a la transferencia de acciones
Francia	2001	0.3	Impuesto de timbre a la transferencia de acciones hasta 153,000 euros
	2001	0.15	Impuesto de timbre a la transferencia de acciones superior a 153,000 euros
Alemania	1990	0.185	Impuesto de timbre a la transferencia de acciones
	1993	0.06	Honorario comisionista oficial
	2001	Elimina el Tributo	
Grecia	2001	1	Impuesto de timbre a la emisión de títulos valor
	2001	0.5	Impuesto de timbre a la transferencia de bonos
	2001	0.3	Impuesto de timbre a la transferencia de acciones
Irlanda	2001	1	Impuesto de timbre a la emisión y transferencia de títulos valor
Italia	2001	1	Impuesto de timbre a la emisión de acciones
	2001	0.14	Impuesto de timbre a las acciones transadas por fuera de la bolsa de valores establecida
Japón	1989	0.55	Honorarios de la bolsa de valores por las ventas de títulos valor
	1993	0.3	Impuesto de timbre a la venta de acciones
	1993	0.03	Impuesto de timbre a la venta de bonos del gobierno
Luxemburgo	2001	1	Impuesto de timbre a la emisión de títulos valor. 0.5% para compañías familiares
Holanda	2001	0.55	Impuesto de timbre a la emisión de títulos valor
Portugal	1993	0.04	Comisión del mercado bursátil
	1993	0.05	Honorario OTC
	2001	0.002-0.015	Impuesto de timbre a la transferencia de títulos valor
España	2001	1	Impuesto de timbre a las emisiones de títulos valor
Suecia	1984	0.5	Impuesto de timbre a la transferencia de acciones
	1986	1	Impuesto de timbre a la transferencia de acciones
	1989	0.002-0.03	Impuesto de timbre a la transferencia de bonos
	1990		Eliminación del impuesto de timbre a la transferencia de bonos
	1991		Eliminación del impuesto de timbre a la transferencia de acciones
Suiza	2001	1	Impuesto de timbre a la emisión de acciones
	2001	0.06-0.12	Impuesto de timbre a la emisión de bonos
	2001	0.15	Impuesto de timbre a la transferencia de títulos valor domésticos
	2001	0.3	Impuesto de timbre a la transferencia de títulos valores extranjeros
Reino Unido	1974	2	Impuesto de timbre al registro/transferencia de títulos valor
	1984	1	Impuesto de timbre al registro/transferencia de títulos valor
	1986	0.5	Impuesto de timbre al registro/transferencia de títulos valor
	1993	£2	Impuesto PTM a los intercambios superiores a £ 10,000
	2001	0.5	Impuesto de timbre al registro/transferencia de títulos valor
Estados Unidos	1993	\$0.01	Comisión SEC sobre las ventas por \$300 del valor

Nota: (1) Año de introducción si no hay calificaciones adicionales. Fuente: Administración Federal Suiza de Impuestos y USB Global Research, "Guide to Global Equity Markets"

Los impuestos a las transacciones financieras tienen la forma de impuestos de timbre y de tarifas sobre transacciones financieras específicas. El impuesto se ha utilizado para gravar la emisión de valores y su transferencia; así mismo se han gravado diferentes tipos de valores (bonos, acciones), diferentes mercados (oficiales, OTC), y se han empleado diversas tasas. Dentro de esta gran heterogeneidad se pueden resaltar algunos patrones. El primero de ellos es que las acciones usualmente se gravan más que los bonos. El segundo patrón es que ha habido una reducción gradual en la incidencia y alcance de este tipo de impuestos. Las tarifas se han reducido durante la última década en la mayoría de centros financieros (Inglaterra y Japón) y los impuestos de este tipo han sido eliminados por completo en Canadá, Alemania, Suecia, e Italia. En donde prevalecen, el impuesto se ha restringido a un limitado grupo de activos (acciones en Dinamarca y Francia, emisiones de acciones en Luxemburgo, Holanda y España), o se han mantenido a tasas muy moderadas (EEUU).

A pesar de su amplia aplicación, la literatura se ha enfocado en el análisis de solo dos de los casos: Suecia y el Reino Unido. En 1984 en Suecia se impuso un impuesto de 0.5% a transacciones de acciones. Después de aumentar la tarifa a 1% en 1986 y extender su cobertura a intermediarios financieros (en 1987) y a bonos (con una tarifa de 0.2% en 1989), el impuesto fue abolido. En 1990 se eliminó el cobro sobre bonos y en 1991 se eliminó el cobro sobre acciones. Las razones para eliminar el impuesto se sustentaron en la necesidad de revertir una cuantiosa caída en el volumen de valores transados y en sus precios.

Varias lecciones se aprenden de la experiencia de Suecia<sup>29</sup>:

- Los impuestos a las transacciones financieras *tienen un impacto notable sobre la base gravable*. Se estima que en 1990 cerca de la mitad de las transacciones de valores se había movido a centros *off shore* (la bolsa de valores de Londres en particular)<sup>30</sup>. Las transacciones de bonos cayeron en cerca de 85% durante la primera semana después de la aplicación del impuesto y durante el primer año el impuesto solo generó un recaudo equivalente a 5% del inicialmente calculado. Al mismo tiempo las transacciones de futuros y opciones se detuvieron por completo y las transacciones de valores en el mercado monetario cayeron en 20%.
- Hubo una *caída del recaudo de otros impuestos*. La caída en volúmenes transados de valores redujo el recaudo de impuestos a las ganancias de capital. Se estima que la caída en este recaudo fue cercana a los recaudos del impuesto a las transacciones financieras.
- Se observó un *incremento en el costo del capital*. La caída en el precio de las acciones que acompañó la implementación del impuesto a las transacciones de acciones alcanzó 8.5%, lo cual muestra el importante impacto de los impuestos en la tasa utilizada para calcular el valor presente de las ganancias futuras.

---

<sup>29</sup> Amplias discusiones de la experiencia Sueca se encuentran en Umlauf (1993), Froot y Campbell (1993) y Habermayer y Kirilenko (2003).

<sup>30</sup> Entre los valores que migraron se destacan las once acciones más liquidas del mercado.

La experiencia del Reino Unido es similar<sup>31</sup>. El impuesto, que estuvo vigente por varias décadas, se ha ido reduciendo de manera progresiva hasta alcanzar un nivel del 0.5% (ver cuadro A2). Al igual que la experiencia de Suecia, en el Reino Unido se observa lo siguiente:

- Hubo una importante *migración hacia transacciones libres del gravamen*. En el Reino Unido, la reducción en la base tributaria se tradujo en una caída en la tenencia de acciones registradas, un traslado de transacciones de acciones a derivados<sup>32</sup>, y una migración de acciones hacia ADRs en la bolsa de valores de Nueva York.
- Se observó un *impacto diferenciado en los costos de transacción de acciones con diferente liquidez*. La magnitud del impuesto de timbre era igual a 70, 40 y 20% de los costos de transacción, medidos por el bid-ask spread, para acciones con alta, media y baja capitalización, respectivamente<sup>33</sup>.
- Se registró una *contracción relevante de la base del impuesto*. Un estimativo conservador<sup>34</sup> de la elasticidad del valor transado a los costos de transacción de -1, indica que el impuesto pudo haber reducido las transacciones en más de 50% para acciones de alta y mediana capitalización. Esta figura es consistente con la observación de que las tasas de turnover (transacciones en acciones domésticas sobre capitalización) en el NASDAQ son el doble de grandes que las mismas en la Bolsa de Valores de Londres<sup>35</sup>.

En términos generales la implementación de impuestos a las transacciones financieras ha tenido impactos sobre la migración de transacciones a mercados extranjeros como resultado del arbitraje fiscal. Adicionalmente ha tenido impactos sobre: i) la *eficiencia económica* mediante alzas en las tasas de interés de corto plazo, y la caída en los precios de los valores que indican un alza del costo del capital; ii) la *eficiencia fiscal* como consecuencia de que el recaudo neto del gravamen es incierto dado su impacto sobre las tasas de interés y el incremento de la carga financiera de la deuda pública, la caída en el recaudo de los impuestos a las ganancias de capital (a raíz de la caída en el volumen de las transacciones financieras), y la alta elasticidad de las transacciones de bolsa a los costos de transacción; y iii) la *liquidez de los mercados de valores*, en la medida en que los impuestos han afectado más los valores más líquidos de las firmas más grandes que los menos transados de firmas de menor tamaño, y de igual manera han afectado más los valores de menor madurez que los de mayor madurez.

---

<sup>31</sup> Wrobel (1996) y Habermeyer y Kirilenko (2003) describen en detalle la experiencia del Reino Unido.

<sup>32</sup> El valor notional de una opción es un múltiplo de su valor contractual (premio) que aumenta la conveniencia de utilizar derivados en lugar de realizar transacciones en efectivo.

<sup>33</sup> Ver Reiss y Werner (1996).

<sup>34</sup> De acuerdo a Wrobel (1996), el estimativo de la elasticidad de las transacciones al costo en la Bolsa de Londres está en el rango entre -1.7 y -1.

<sup>35</sup> Los datos provienen de la Federación Mundial de Bolsas de Valores.

### Apéndice 3: Impuestos al Debito Bancario vs Impuestos a las Transacciones Financieras

Los impuestos a los debitos bancarios (IDB) afectan solamente parte de los pagos hechos por los individuos y las firmas. Los pagos totales (TP) sin embargo se pueden llevar a cabo en moneda doméstica (C) o con depósitos *off shore* (Deb<sub>f</sub>). Además, no todos los pagos realizados a través del sistema financiero doméstico (Deb<sub>d</sub>) están sujetos al impuesto. Por ejemplo, los depósitos interbancarios (Deb<sub>i,d</sub>) están generalmente exentos, y los debitos de los clientes no-bancarios son usualmente la base del IDB (Deb<sub>n,d</sub>). La relación entre los pagos totales y los débitos de los clientes no bancarios está dada por la expresión siguiente:

$$TP \equiv V_C * C + Deb_d + Deb_f \equiv V_C * C + (Deb_{i,d} + Deb_{n,d}) + Dep_f \quad (A1)$$

Donde  $V_c$  representa la velocidad de circulación del efectivo, y la relación entre los débitos bancarios (Deb<sub>d</sub>) y los depósitos (Dep<sub>d</sub>) esta dada por  $Deb_d = V_D * Dep_d$ , donde  $V_D$  representa la velocidad de circulación de los depósitos bancarios. Tanto el efectivo como los depósitos *off-shore* se ofrecen como alternativas a los débitos bancarios.

La relación entre el IDB y un impuesto a las transacciones financieras (ITF) se muestra en la ecuación (A2), al descomponer los débitos de los clientes no bancarios en transacciones reales (Deb<sub>RT</sub> – compras de bienes y servicios no financieros) y transacciones financieras (Deb<sub>FT</sub> – compra de activos y servicios financieros).

$$Deb_{n,d} \equiv Deb_{RT} + Deb_{FT} \approx \text{Base del ITF} + \text{Base del Impuesto a las Ventas} \quad (A2)$$

Deb<sub>FT</sub> representa la base común de ambos impuestos: el IDB y el ITF. La diferencia entre los dos impuestos en relación a las transacciones financieras es puramente formal. De hecho, el IDB se cobra sobre los pagos, mientras que el ITF se cobra sobre la transferencia de activos financieros implícita en la misma transacción. En cambio, Deb<sub>RT</sub> representa la base común del IDB y de otro impuesto comúnmente utilizado: el impuesto a las ventas. Al igual que en el caso anterior, la diferencia en ambos impuestos, en relación a las transacciones reales, depende del lado de la transacción sobre la que recae el tributo. El IDB recae sobre el pago y el impuesto a las ventas recae sobre la transferencia de los bienes adquiridos<sup>36</sup>.

La expresión (A2) permite caracterizar el IDB como una mezcla de dos tributos: el ITF y el impuesto a las ventas. Esta distinción permite entender porque los análisis que se enfoquen en uno o en el otro aspecto solamente ofrezcan una evaluación incompleta de su impacto sobre el bienestar<sup>37</sup>.

---

<sup>36</sup> La base del impuesto a las ventas se diferencia de Deb<sub>RT</sub> solamente por la inclusión de transacciones pagadas en efectivo. Los impuestos a las ventas que se apliquen únicamente a las ventas finales afectan en cambio solamente la parte de Deb<sub>RT</sub> relacionada a adquisiciones de bienes finales y no intermedios.

<sup>37</sup> En buena medida, estos estudios suelen modelar el ITF como un impuesto a las ventas. Por ejemplo en Suescún (2005) los intermediarios financieros juegan un papel de facilitadores de pagos en un contexto de

Las expresiones (A1) y (A2) ofrecen también un esquema para la medición del impacto sobre el recaudo del BID de la exención de las transacciones financieras relacionada, por ejemplo, a la introducción de herramientas similares a los CCI de Brasil. De hecho la siguiente expresión que relaciona el valor de las ventas según la contabilidad nacional a los medios de pagos permite definir el valor de  $Deb_{RT}$  una vez conocida la velocidad de circulación del efectivo:

$$\text{Ventas totales} = Deb_{RT} + V_C * C \quad (A3)$$

Un estimativo del valor de  $V_C$  (velocidad de circulación del efectivo) y de la razón (Ventas/PIB) permite medir el valor de  $Deb_{RT}$  y por diferencia de la base imponible (ver cuadros 1, 6, y 7 columna g) el valor de  $Deb_{FT}$ . Es interesante observar que Feige (2000) estima que las ventas (de bienes intermedios y finales) del sector real son iguales a 11 veces el PIB de los Estados Unidos y los pagos sujetos al GMF (inclusivos de las transacciones financieras) son solamente el 2.8 del PIB en Colombia. Esto sugiere que la reducción del recaudo debido a la exclusión del impuesto de las transacciones de la cuentas de inversión según el modelo brasileño, puede ser modesta.

---

información asimétrica. En este mundo, donde las transacciones se limitan a la compra de bienes (intermedios y finales),  $Deb_{FT}=0$  y el IDB es básicamente equivalente a un impuesto a las ventas.

## **Apéndice 4: ¿por qué los países latinoamericanos prefieren los impuestos al débito (IDBs)?**

Una primera explicación de la preferencia de los países de América Latina por los IDBs y de los países de Alto Ingreso OCDE por los impuestos a transacciones financieras específicas es provista por la diferente base a la cual los impuestos son aplicados. El Libro Rojo de BIS<sup>38</sup> establece que los pagos bancarios, netos de transacciones interbancarias, (i.e. la base de los IDB o Debn,d) eran 55.7 veces el valor del PIB en el 2003. Feige (2000), por su parte, estima que las transacciones del sector real (la base del Impuesto a las Ventas) contabilizan solo el 11 por ciento del total de las transacciones bancarias en la economía de los Estados Unidos.

Con base en las dos fuentes de información anteriores, estimamos que el valor bruto de las transacciones financieras es, en promedio, 50 veces más alto que el PIB y 10 veces más grande que el valor bruto de las transacciones del sector real (compras de bienes y servicios intermedios y finales). Este orden de magnitudes puede explicar por qué los países OCDE no tienen un incentivo relevante para extender la aplicación del pago de impuestos más allá de las transacciones financieras. Además, una extensión del impuesto a las compras de bienes y servicios habría estado superpuesta al existente Impuesto a las Ventas (Estados Unidos) o al IVA (Europa) conllevando a una doble tributación.

En América Latina, por el contrario, las transacciones financieras gravadas tienden a ser más pequeñas y aún más pequeñas en valor absoluto que las compras de bienes y servicios. En Argentina, por ejemplo, bajo el muy conservador supuesto que los pagos del sector real son iguales al PIB nominal (i.e. compras de bienes intermedios son pequeñas y perfectamente compensadas con las compras no gravadas), las transacciones financieras no habrían excedido 77 por ciento de las transacciones del sector real durante el período 2001-2005. También en Brasil, donde la situación no es tan extrema como en Argentina, las compras de los activos financieros han excedidos a las de bienes y servicios solo tres veces, contrario a las 10 veces de los países de ingresos altos de la OCDE.

No tenemos estadísticas comparables para los países emergentes pero la más baja liquidez (valor transado o mercado facturado) de los mercados de capital menos desarrollados sugiere que un impuesto limitado a transacciones financieras específicas no podría tener garantizado (para tasas tributarias lo suficientemente bajas) el nivel deseado de recaudo, justificando la preferencia entre los países emergentes por un impuesto más amplio, tal como el IDB, cobrado también sobre los pagos relativamente inelásticos por bienes y servicios.

Una segunda explicación de la preferencia de los diferentes grupos de países por el IDB frente a otros impuestos financieros está relacionada con la naturaleza del sistema tributario y con los ingresos que se recaudan a través de otros impuestos. Por ejemplo, aquellos países de América Latina que actualmente tienen IDB (Argentina, Brasil y Colombia) tienen un recaudo promedio de los impuestos al Ingreso, Ventas y Valor Agregado igual a 6.4 por ciento del PIB (los países de ingresos altos tienen un recaudo de

---

<sup>38</sup> Banco de Pagos Internacionales (en inglés: Bank for International Settlements) CPSS. Libro Rojo de Estadística Actualizado, Tabla 8.

cerca de 16.1). En particular, el impuesto al Ingreso representa el 3.4 por ciento del PIB (con un mínimo de 1.5 para Argentina) es decir cerca de una tercera parte del recaudo de los países de ingresos altos de la OCDE que alcanza el 10.5. El bajo recaudo de los impuestos al Ingreso, Ventas y Valor Agregado en los países de América Latina, aumenta claramente la relevancia de los IDBs y hace su sustitución con impuestos al ingreso o a las ventas, más difícil.

Probablemente un cambio de un IDB a un impuesto al Ingreso o al IVA en un país Latino Americano generaría mucha resistencia, toda vez que se requerirían incrementos elevados en las tarifas de los impuestos al Ingreso y al IVA, para compensar la pérdida de recaudo. Por el contrario, el tamaño de los impuestos al ingreso y al valor agregado en los países OCDE hace que la relevancia de los impuestos a las transacciones financieras sea pequeña<sup>39</sup>, haciendo su reemplazo más fácil frente a los costos crecientes de desintermediación financiera.

Un tercer factor explicativo de la preferencia mostrada por varios países Latinoamericanos por el IDB, está relacionado con la dificultad de medir adecuadamente los costos implícitos de los IDBs sobre el bienestar. En efecto, las medidas empíricas tradicionales de pérdidas de bienestar (Kirilenko y Summers, 2003) basadas en los triángulos de Harberger son análisis explícitos de equilibrio parcial basados sobre la medida de la pérdida irre recuperable que está solo relacionada con la reducción de la intermediación financiera con respecto a un nivel dado antes de la adopción del impuesto. Esta aproximación es conceptualmente apropiada cuando el nivel de desarrollo financiero pre-impuesto puede ser pensado como un estado estacionario. Para países emergentes, donde la intermediación financiera crece con el nivel del desarrollo económico y financiero, el nivel de intermediación pre-impuesto, probablemente representa un punto de una senda dinámica hacia algún equilibrio estacionario de largo plazo no alcanzado aún. De manera acorde, al costo de oportunidad de un IDB, en términos de desarrollo financiero sacrificado, debería ser más alto para las economías emergentes que para las desarrolladas. Su omisión del análisis costo-beneficio podría por tanto inducir a las economías emergentes a tomar una excesiva aproximación benevolente hacia los IDBs.

La disposición benevolente hacia los IDBs está también soportada por los análisis basados en los modelos de equilibrio general con perfecta previsión. Estos modelos que dejan por fuera cualquier imperfección en la información no prevén un rol específico para los intermediarios financieros, aparte del de administradores del sistema de pagos. En un mundo donde la asignación del ahorro es hecho por los mismo ahorradores en un juego no repetido, las transacciones financieras podrían no desaparecer completamente (las decisiones intertemporales aún se llevarían a cabo) pero estarían reducidas a un mínimo. De alguna manera la perfecta certidumbre sería ampliamente coincidente con la perfecta desintermediación financiera. Por tanto la pregunta que surge es si las consideraciones de bienestar basadas sobre los modelos que reducen ampliamente el IDB a un Impuesto a las Ventas podrían estar pasando por alto el significativo costo de bienestar asociado con la desintermediación financiera misma.

---

<sup>39</sup> A pesar de la existencia del propósito para la introducción de impuestos de pago universal en las economías desarrolladas (Feige, 2000) ningún país ha considerado seriamente la dependencia de los impuestos a las transacciones como una alternativa a la tributación del ingreso y del IVA.

## Bibliografía

- Albuquerque P., 2001, “How Bad is BAD Taxation? Disintermediation and Illiquidity in a Bank Account Debits Model”, Banco Central do Brazil W.P., n. ...
- Allain M., 2004, “Contas Correntes de Investimento”, manuscript
- Barajas, A. Steiner, R. and Salazar, N. 1999. “Interest Spreads in Banking in Colombia: 1974-1996”, IMF Staff Papers, 40(2): 196-224.
- Beck, Thorsten, Ross Levine, and Norman Loayza. 2000. Finance and the Sources of Growth. *Journal of Financial Economics* 58(1-2):261-300
- Carrasquilla A. and Zarate J. 2002. “Regulación Bancaria y tensión Financiera: 1998-2001” in ANIF ed. *El Sector Financiero de Cara al Siglo XXI*. Bogotá
- Coelho I, L. Ebrill, and V. Summers, 2001, “Bank Debit Taxes in Latin America: An Analysis of Recent Trends”, IMF Working Papers, n. 01/67.
- CPSS, 2005, “*Red Book*”, Basel.
- Feige E., 2000, “The Automated Payment Transaction Tax”, *Economic Policy*, October, pp. 475-511
- Froot K., and J. Campbell, (1993) “*Securities Transaction Taxes: What About International Experiences and Migrating Markets?*”, ...
- Fry, M. 195. *Money, Interest and Banking in Economic Development*. 2<sup>nd</sup> Edition. Johns Hopkins University Press.
- Galindo, A., A. Micco, and G. Ordóñez. (2002). “Financial Liberalization: Does It Pay to Join the Party?”. *Economía* 3(1) Fall.
- Galindo, A., Schiantarelli, F. and A. Weiss (2006) “Does Financial Liberalization Improve the Allocation of Investment?: Micro Evidence from Developing Countries”. *Journal of Development Economics*. Forthcoming.
- Goldsmith, R. 1969, “Financial Structure and Development” Yale University Press
- Habermeier K., and A. Kirilenko, 2003, “Securities Transaction Taxes and Financial Markets”, in Honohan P. (ed.) “*Taxation of Financial Intermediation: Theory and Practice fro Emerging Economies*”, Oxford University Press, NY.
- Hernandez, C. and Zea. C. 2006. “El Impuesto a las Transacciones Financieras en Colombia: Incidencia y Alternativas” Banco de la República. Manuscript
- Hines, J., 1999, “Three Sides of Harberger Triangles”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, N. 2, pp. 167-188
- Honohan P. (ed.), 2003, “*Taxation of Financial Intermediation: Theory and Practice fro Emerging Economies*”, Oxford University Press, NY.
- Honohan P., 2003, “*Alternative Approaches to Taxing the Financial Sector: Which is Best and Where Does Chile Stand?*”, Central Bank of Chile W.P., n. 225.

- Inter-American Development Bank 2001. *Competitiveness: The Business of Growth*. In *Economic and Social Progress in Latin America*. Washington, D.C.: IDB.
- Kaminsky, Graciela and Sergio Schmukler. 2003. *Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization*. NBER Working Papers 9787, National Bureau of Economic Research, Inc.
- King, R., and R. Levine. 1993. *Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*. *Quarterly Journal of Economics* 108(3):717–37.
- Kirilenko A., and V. Summers, 2003, “Bank Debit Taxes: Yield versus Disintermediation”, in Honohan P. (ed.) *Taxation of Financial Intermediation: Theory and Practice for Emerging Economies*, Oxford University Press, NY.
- Matthews, K. and J. Thompson. 2005. *The Economics of Banking*. John Wiley and Sons.
- McKinnon, R. 1973. *Money and Capital in Economic Development*. Washington: Brookings Institution
- Pollin R., D. Baker, and M. Schaberg, (2002), “*Securities Transaction Taxes for US Financial Markets*”, U. of Massachusetts Amherst, W.P., n. 20
- Salazar, N. 2005 “Represión Financiera y Margenes de Intermediación”. *Carta Financiera*.
- Shaffer, Sherrill, 1993, “A Test of Competition in Canadian Banking,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 25 (February), pp. 49–61.
- Shaw, E. 1973. *Financial Deepening in Economic Development* Oxford University Press.
- Stiglitz, Joseph E. 2000. “Capital Markets Liberalization, Economic Growth and Stability” *World Development* 28(6):1075-86
- Stiglitz, Joseph E. 1994. *The Role of the State in Financial Markets*. In Michael Bruno and Boris Pleskovic, eds., *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics, 1993*. Washington, D.C.: World Bank.
- Suescun Rodrigo, 2004, *Raising Revenue with Transaction Taxes in Latin America: or is it Better to Tax with the Devil You Know?*, World Bank Policy Research Working Paper, n. 3279.
- Umlauf S., (1993), “Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market”, *Journal of Financial Economics*, 33, p. 227-240.
- Villar, L., Salamanca, D. and Murcia A. 2005. “Crédito, Represión Financiera y Flujos de Capitales en Colombia: 1974-2003”. *Desarrollo y Sociedad*. 55:167-210
- World Federation of Exchanges, (2005), *Annual Report*
- Wrobel, M., (1996), “*Financial Transaction Taxes: The International Experience and the Lessons for Canada*”, Library of Parliament, Background Paper n. 419E.
- Zee H., 2004, “*Taxing the Financial Sector: Concept, Issues, and Practices*”, IMF, Washington.