FUT:

el dilema en el financiamiento de la inversión y sus efectos en el crecimiento

Por Consuelo Silva B. y Pablo Gonzalez M.***

**Ph.D. en Economía, Tilburg University*
Profesora de la Facultad de Economía y
Negocios Universidad Alberto Hurtado
***PhD en Economía, Texas A&M University*
Profesor de la Facultad de Economía y
*Negocios Universidad Alberto Hurtado***

La necesidad de una reforma tributaria en Chile ya no parece estar cuestionada. A pesar de los buenos indicadores respecto al crecimiento del PIB, la desigualdad en nuestro país sigue en niveles elevados, por lo que, desde el punto de vista de la sociedad, resultan imprescindibles cambios de políticas que ayuden a corregir este problema. Según datos de la OECD al 2011, el coeficiente Gini , se ubica a Chile, en torno a 0,50, nivel bastante más elevado que la mayoría de los países miembros.

Dentro de las políticas que se deben reformular, aparecen como prioritarias políticas públicas tendientes a fomentar el acceso para todos a una educación de calidad, la generación de mejores oportunidades laborales, y el aseguramiento de mercados más competitivos. En ese marco, dicha reforma es fundamental para crear una fuente de fondos permanentes.

¿En qué consiste el corazón de la reforma tributaria? Sus objetivos están centrados en el financiamiento de mayores gastos permanentes, el logro de mayor equidad tributaria, la corrección de externalidades, la instauración de incentivos al ahorro y la inversión, la recuperación del balance fiscal estructural y la reducción de la evasión y elusión impositiva.

En lo referido a la equidad tributaria, evasión y elusión de impuestos, el proyecto busca una importante imposición a los contribuyentes con mayores ingresos. Una de las grandes fuentes de elusión de impuestos surge de la omisión del pago del impuesto a la renta personal. En el sistema actual, los propietarios del capital deben pagar un 20% por las utilidades de su empresa (impuesto de primera categoría) y, como máximo, un 40% de impuesto a la renta personal si es que las utilidades son retiradas de la firma (impuesto global complementario). Si no lo son y en cambio, se mantienen dentro de la empresa para ser reinvertidas o como ahorro (FUT), estos retornos no pagarán el impuesto global complementario, sino sólo el impuesto de primera categoría.

La retención de utilidades sin pago de impuestos brinda a las empresas recursos internos para futuras inversiones. Sin embargo, el sistema actual permite que muchas sociedades que utilizan el FUT, en lugar de ahorrar o reinvertir estos recursos, destinen dichos fondos para gastos personales de los socios, los que al no retirar formalmente este dinero de la empresa, eluden el pago del impuesto a la renta per-

sonal. Para eliminar este vicio del sistema, la nueva reforma elimina el FUT introduciendo el pago de impuestos personales en base a las utilidades devengadas y no en base a las utilidades retiradas (adicionalmente, la reforma aumenta el impuesto de primera categoría de 20% a 25% y disminuye el límite superior del impuesto a las rentas personales desde 40% a 35%). De esta forma, el pago del impuesto a las personas deberá cancelarse inmediatamente y no ser postergado indefinidamente, como ha sido hasta ahora. Es importante tener en cuenta que dicho pago de impuestos personales en base a utilidades devengadas modificará los incentivos a eludir. En particular, acrecentará los incentivos a imputar como gastos de la empresa, gastos personales de los socios y con el fin de rebajar el pago del mayor impuesto. Por esta razón, la fiscalización del Servicio de Impuestos Internos jugará un rol importante.

Se ha argumentado que el pago de impuestos en base a utilidades devengadas limitará la capacidad de inversión de las empresas. Esto surge a raíz de equiparar la carga tributaria entre utilidades retenidas y distribuidas a los socios, incentivando estas últimas y reduciendo la disponibilidad de fondos internos para invertir.

En el mundo de Modigliani y Miller *(The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment)* el financiamiento externo e interno son sustitutos perfectos. Por lo tanto, ante una situación de menores fondos internos disponibles, las empresas podrían sustituir financiamiento con capital por financiamiento con deuda. Esto no afectaría las decisiones de inversión. Entonces la afirmación sobre la menor inversión a raíz de la reforma estaría errada. Sin embargo, en nuestra economía existen impuestos y asimetrías de información, por lo que el Teorema de Modigliani y Miller no se cumple.

Los gastos financieros de la deuda reducen la base imponible de las empresas, lo que se traduce en un beneficio tributario para la firma. Este beneficio reduce el costo neto de la deuda, favoreciendo el financiamiento externo con deuda.

También, existen asimetrías de información que influencian negativamente la decisión de las firmas de financiarse con fuentes externas para costear sus proyectos. Según la teoría de "pecking order" (Myers y Majluf)[1] las firmas pueden abstenerse de financiarse externamente si la asimetría de información es muy significativa, afectando negativamente el costo de financiamiento externo. En este caso, las empresas verían restringidas sus posibilidades de financiamiento externo, lo que limitaría su capacidad para llevar adelante, incluso proyectos que tengan valor presente neto positivo.

Por tanto, el efecto de la reforma sobre la inversión a nivel de empresa no es claro. Los datos pueden dar alguna luz al respecto. ¿Cuáles han sido las empresas que, hasta ahora, han usado el FUT? Según datos proporcionados por el Servicio de Impuestos Internos, el uso del FUT está concentrado en un 50% en grandes empresas, casi un 40% en sociedades de inversión, 5% en medianas empresas y un 5% de micro y pequeñas empresas. Es decir, el FUT ha sido utilizado principalmente por empresas grandes.

Para estas empresas, las asimetrías de información son menores lo que les permite sustituir financiamiento interno por financiamiento externo con mayor facilidad, asegurando que los proyectos rentables sean aún llevados a cabo. Adicionalmente, el financiamiento con deuda permitirá a las empresas deducir de sus utilidades el pago de intereses, con el consiguiente beneficio tributario que esto genera. En este sentido, el efecto en la inversión para empresas grandes que usan el FUT no es necesariamente negativo.

¿Qué pasará con el 5% de empresas más pequeñas que usaban el FUT? Estas son las que enfrentan mayor dificultad para financiarse externamente debido a la mayor asimetría de información que ellas asumen. Para compensar esta desventaja, el proyecto de reforma tributaria establece que tendrán la posibilidad de realizar depreciación instantánea, reduciendo los primeros años del proyecto, la base imponible lo que podría compensar el mayor costo de financiamiento.

Existen estudios empíricos que en esta materia muestran resultados mixtos con respecto a los efectos de alzas de impuestos en la inversión de las empresas en nuestro país. Esto debido a las distintas muestras de firmas incluidas y las metodologías utilizadas. Sin embargo, el estudio realizado por Cerda y Larraín (2005)[2], muestra evidencia en sintonía con el argumento expuesto en el párrafo anterior. Los autores no encuentran efectos negativos significativos en la inversión para empresas grandes por el alza de impuestos, pero, sí un efecto negativo en la inversión para las empresas pequeñas que dependen del nivel de desarrollo del sistema financiero. En particular, un mayor desarrollo financiero disminuye el efecto negativo sobre la inversión. Los autores demuestran que un aumento en impuestos de un 10% disminuye la inversión como stock del capital entre un 0.6% y 2.5%. El estudio se basa en datos obtenidos durante los años 1981 y 1996 y el sistema financiero ha experimentado un desarrollo importante en los últimos 15 años, por lo que se esperaría que el efecto negativo en la inversión en empresas pequeñas sea menor que el encontrado en este estudio. Adicionalmente, el efecto negativo se vería contrarrestado por las medidas de fomento a la inversión de estas empresas como la depreciación instantánea mencionada anteriormente. Es importante también considerar el efecto de las expectativas. En el corto plazo, la incertidumbre con respecto a los recursos futuros disponibles en las empresas puede llevar a una disminución de la inversión en el presente. Sin embargo, no se ha encontrado evidencia internacional significativa sobre este efecto. De todas formas, si este fuera el caso, el efecto negativo no permanecerá en el largo plazo.

ALZA DE IMPUESTOS Y CRECIMIENTO

Más allá del puzzle sobre los efectos del financiamiento de la inversión con la eliminación del FUT y el cambio de base devengada para el impuesto a la renta, debemos evaluar también las posibles consecuencias sobre el crecimiento de largo plazo de la economía, tema relevante para alcanzar un nivel de bienestar que nos asemeje a las economías más desarrolladas.

Hay que entender que el crecimiento requiere de mejoras tecnológicas, de gestión y de innovación. También de acumulación de recursos humanos, especialmente a través de incrementos sustantivos de capital humano, de recursos energéticos (como factor crítico que acompaña estos procesos de crecimiento) y de acumulación de capital físico, es decir, de inversión.

Al hablar de inversión, es relevante tener en cuenta que la evaluación de los proyectos implica el análisis de la rentabilidad neta de impuestos y de los riesgos asociados a la actividad en particular , además del ambiente económico, social, político que definen el desarrollo y estabilidad institucional. A este respecto, cabe destacar que un cambio en la estructura del sistema tributario no implica necesariamente incertidumbre, salvo que la discusión se mantenga en el tiempo en forma prolongada. Un cambio por única vez no es un riesgo.

Lamentablemente la literatura económica es muy limitada aún para evaluar los efectos de cambios impositivos que busca esta reforma y el crecimiento que se tendrá en el largo plazo (nivel del PIB en las próximas décadas).

En el ámbito interno, un trabajo publicado por Harald Beyer *(Sobre impuestos, desigualdad y reforma tributaria)* en abril recién pasado, da cuenta que "(la carga tributaria) a juzgar por la evidencia disponible, es más bien un asunto de preferencias y no necesariamente un requisito de desarrollo". Más allá de los cuestionamientos que pudiera hacerse sobre confundir simples correlaciones con causalidades, se presenta un gráfico (página 10 del estudio) que relaciona las variaciones en ingreso per cápita y de carga tributaria para países de la OECD entre el momento que tenían el ingreso actual de Chile y los años 2011-12 en el que se evidencia causalmente, que no pareciera existir una correlación fuerte. Pero, si uno compara el grupo de países que bajaron su carga tributaria, con respecto a aquellos que la incrementaron levemente (menos de 5% del PIB), este segundo grupo demuestra haber tenido un incremento significativamente mayor (casi del doble en promedio) del ingreso per cápita. Esto sin embargo, no es argumento para justificar la reforma, sino que es un llamado de atención a la necesidad de comprender mejor dichos fenómenos.

En ese sentido, los trabajos de Romer y Romer[3] y de Perotti presentan mejores fundamentos, pero no son los suficientemente claros. Los primeros reportan un efecto negativo de una mayor carga tributaria sobre el PIB, pero ellos mismos reconocen que los intervalos de confianza para sus estimaciones son sumamente amplios, cuestionando la capacidad predictiva de sus modelos. El trabajo de Perotti, siendo quizás, más preciso en algunos aspectos, considera que un incremento de los impuestos equivalente al 1% del PIB genera una caída del nivel del PIB del 1,3% en un plazo de 3 años. En el caso chileno, esto significaría que la reforma que pretende recaudar un 3% del PIB, haría caer el PIB en casi 4% de aquí al 2018. Pero lamentablemente Perotti no explica los efectos sobre la tasa de crecimiento de largo plazo.

Esto cobra aún más relevancia cuando consideramos que -si los recursos de la reforma tributaria serán utilizados para generar mayor equidad y movilidad social- van a favorecer el crecimiento genuino. Así lo afirman Berg y Ostry (2011), al señalar que, asegurar periodos de crecimiento más extensos es más importante que simplemente dejar que el crecimiento se dé por sí solo y que los países con mejores distribuciones del ingreso tienden a crecer por periodos más largos.

En definitiva, poco aporta la literatura respecto a las consecuencias de esta reforma. Poco es también, lo que ha hecho el gobierno, la oposición y los distintos actores políticos y sociales para contribuir seriamente al debate. Se debe informar con estudios y modelos con datos abiertos y ponerlos a disposición de la sociedad para que puedan cotejarlos. La reforma es una apuesta que debe ser pensada a fondo. Esto no invalida que el país pueda darse esta chance, aún sabiendo que los resultados serán inciertos. ■

1. Myers, Stewart C.; Majluf, Nicholas S. "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics* 13 (2): 187–221, 1984.
2. Cerda, R., Larraín, F. Inversion privada e impuestos coorporativos: Evidencia para Chile, Cuadernos de Economía, Vol. 42 (Noviembre), pp. 257-281, 2005.
3. Romer C. y D. Romer, "The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks", American Economic Review; Vol.100 (3), June 2010, pp. 763-801.
4. Roberto Perotti, "The Effects of Tax Shocks on Output: Not so Large, but Not Small Either", American Economic Journal, Economic Policy, Vol. 4, Issue 2, 2012; pp. 214–237.

Observatorio Económico ❯
Decano: Jorge Rodríguez Grossi
Fono Facultad: 2889 7366
e-mail: jrodrigu@uahurtado.cl
fen.uahurtado.cl
Producción OE: Escuela de Periodismo UAH