

La variable fiscal

Política fiscal aplicada a las finanzas

Texto del curso · Nivel maestría · Edición: julio de 2026

Prólogo · La pregunta del lunes

El lunes 22 de junio de 2026, a las nueve de la mañana, las mesas de dinero de Bogotá vivieron una paradoja. El país acababa de elegir al candidato que los mercados llevaban semanas comprando; el dólar abrió por debajo de los 3.400 pesos, un nivel que no se veía desde 2020. Y sin embargo la bolsa caía, y la acción más negociada del país, Ecopetrol, se desplomaba más de ocho por ciento. Un operador junior, recién llegado de su maestría, le preguntó a su jefe cómo era posible que la victoria del candidato "pro-mercado" hundiera el mercado. El jefe, sin levantar la vista de la pantalla, le respondió con otra pregunta: *¿qué compró el mercado en mayo, y qué es lo que todavía no ha comprado?*

Este libro existe para que usted pueda responder esa pregunta — y las cientos de preguntas de la misma familia que encontrará en su carrera. Todas tienen la misma anatomía: en algún despacho público alguien toma una decisión fiscal — un déficit, un arancel, una tarifa de renta, una estampilla municipal, una regla que se suspende — y en algún otro lugar un financiero debe decidir qué hacer con su portafolio, su estructura de capital, su planta o su precio de venta. Entre esos dos puntos hay un puente, y ese puente tiene exactamente cinco carriles: la política fiscal entra a las finanzas por **el costo del dinero**, por **los flujos de caja después de impuestos**, por **los precios relativos**, por **el riesgo tributario** y por **el comportamiento de las bases gravables**. No hay un sexto carril. Cuando usted termine este libro, cada anuncio fiscal que lea en la prensa le dirá solo, casi en voz alta, por cuál carril viene y qué jugada le corresponde.

El método es siempre el mismo, y le pedimos que lo note: cada capítulo comienza con una historia, porque los mercados no se mueven por ecuaciones sino por gente tomando decisiones bajo presión. De la historia sale una intuición; de la intuición, la teoría que la formaliza; de la teoría, la evidencia que la confirma o la matiza; y de la evidencia, la aplicación financiera y una decisión ejecutiva. La teoría nunca aparece primero. No porque sea menos importante — es lo más importante que hay en este libro — sino porque una teoría sin problema es un adorno, y usted no está aquí para coleccionar adornos.

Un aviso final. Este libro fue escrito en julio de 2026, un mes extraordinario para su tema: una Corte Suprema acababa de tumbar el régimen arancelario más agresivo en un siglo, Colombia acababa de elegir presidente por el margen más estrecho desde 1994 con su regla fiscal suspendida, y el impuesto mínimo global cumplía su primer semestre de operación plena. No pedimos disculpas por la coyuntura: la usamos. Pocas generaciones de estudiantes han tenido un laboratorio así en tiempo real.

Volveremos al operador junior y a su jefe en el capítulo final. Para entonces, usted ya sabrá la respuesta.

Capítulo 1 · El precio de la aritmética

Estabilidad fiscal y el costo del dinero

EL PROBLEMA

Comencemos con una pregunta incómoda: ¿por qué una empresa impecable de Medellín — buena caja, buen gobierno corporativo, veinte años de historia — paga más por su deuda que una empresa mediocre de Múnich? La respuesta corta es que ninguna empresa se financia, de manera sostenida y en su propia moneda, más barato que su gobierno. El costo de capital de todo un país tiene un piso, y ese piso lo pone la aritmética fiscal del soberano. Quien ignora esto valora empresas con tasas de descuento imaginarias; quien lo entiende sabe que el primer análisis de crédito de cualquier compañía colombiana empieza en el Ministerio de Hacienda.

LA HISTORIA

Londres, viernes 23 de septiembre de 2022. El nuevo ministro de Hacienda británico, Kwasi Kwarteng, presenta un "mini-presupuesto": recortes de impuestos por unas 45.000 millones de libras, sin financiación identificada, en la economía del Banco de Inglaterra, de la libra esterlina y de la deuda pública más antigua del mundo. No era un país emergente. No había guerra ni pandemia nueva. Era, en apariencia, un simple anuncio fiscal.

Lo que siguió no tuvo nada de simple. El rendimiento del bono británico a treinta años subió cerca de cien puntos básicos en cuestión de días — un movimiento que en ese mercado se mide normalmente en trimestres. La libra se hundió. Y entonces apareció el mecanismo que nadie tenía en sus modelos: los fondos de pensiones británicos, que usaban derivados sobre esos bonos para calzar sus pasivos (las famosas estrategias LDI), empezaron a recibir llamadas de margen; para pagarlas vendían los mismos bonos que caían, lo que los hacía caer más, lo que generaba más llamadas de margen. El 28 de septiembre el Banco de Inglaterra tuvo que intervenir de emergencia comprando deuda de su propio gobierno para frenar la espiral. Tres semanas después, la primera ministra Liz Truss renunció sin llegar a los cincuenta días en el cargo — un tabloide británico transmitió en vivo una lechuga para ver si duraba más que ella. Duró más la lechuga.

La lección no es una anécdota británica. Es la lección central de este capítulo: **el mercado de bonos es el comité fiscal más estricto que existe**, y sesiona todos los días.

LA INTUICIÓN

¿Por qué reaccionó así el mercado? Imagine la deuda pública como una persona corriendo sobre una caminadora. La velocidad de la banda es la tasa de interés real que paga la deuda, r : cada año, la deuda crece sola a esa velocidad. La velocidad del corredor es el crecimiento de la economía, g : cada año, el denominador — el PIB — se agranda y diluye la deuda. Y el

balance primario — lo que el gobierno recauda menos lo que gasta, antes de intereses — es el corredor dando pasos hacia adelante (superávit) o hacia atrás (déficit). Si la banda va más rápido que el corredor y encima el corredor camina hacia atrás, no hace falta un doctorado para saber cómo termina la escena. El mini-presupuesto británico le dijo al mercado tres cosas a la vez: pasos hacia atrás más grandes, sin plan para acelerar el paso, y con una banda — las tasas — que ya venía acelerándose. El precio del bono hizo el resto.

LA TEORÍA

La formalización de la caminadora es la **restricción presupuestaria intertemporal** del gobierno: el valor presente de los superávits primarios futuros debe cubrir la deuda de hoy. De ella se deriva la ecuación más importante del curso, la dinámica de la deuda como proporción del PIB:

$$\Delta d = ((r - g) / (1 + g)) \cdot d(-1) - sp$$

donde d es deuda sobre PIB, r la tasa real implícita, g el crecimiento real y sp el superávit primario. Olivier Blanchard, en su discurso presidencial ante la American Economic Association (2019), construyó sobre esta aritmética un argumento célebre: cuando r es menor que g — como ocurrió en buena parte del mundo desarrollado durante la década de 2010 — la deuda puede "rodar" sin costo fiscal aparente. El corolario, que muchos olvidaron leer, es que el argumento se invierte con la misma elegancia cuando r supera a g .

¿Y si los déficits no importaran? Robert Barro (1974) planteó la posibilidad más provocadora de la macroeconomía fiscal: la **equivalencia ricardiana**. Si los hogares son perfectamente racionales, entienden que el déficit de hoy es el impuesto de mañana, ahorran en consecuencia, y el financiamiento del gasto — impuestos o deuda — resulta irrelevante. Es un caso límite hermoso y la evidencia dice que solo se cumple parcialmente: en el mundo real los déficits sí presionan las tasas, sí desplazan inversión privada — el *crowding out* — y sí cobran prima de riesgo.

La pieza más inquietante del edificio la pusieron Thomas Sargent y Neil Wallace (1981) con su "desagradable aritmética monetarista": si la autoridad fiscal se niega a ajustar, tarde o temprano la autoridad monetaria termina financiando el déficit, y la inflación deja de ser un fenómeno monetario para volverse un fenómeno fiscal. Es la **dominancia fiscal**. La teoría fiscal del nivel de precios lleva la idea al extremo lógico: la deuda que no se paga con superávits se paga con inflación — se *licúa*.

Junte las piezas y obtiene el mapa completo de salidas de una deuda insostenible. Son exactamente cuatro puertas: **crecer** (la más deseada y la menos frecuente), **ajustar** (la más impopular, porque exige Congreso), **licuar** (inflación y represión financiera: obligar al ahorro doméstico a financiar barato al Estado) y **reestructurar** (la última, y todos saben lo que significa). Retenga esto, porque cada puerta tiene ganadores de activos distintos — y sobre esa diferencia se construyen portafolios.

LA EVIDENCIA

La historia internacional confirma el guion con una regularidad casi cruel. Grecia lo vivió por la puerta cuatro. El Reino Unido de 2022 mostró que ni los mercados desarrollados están exentos del juicio diario de los bonos. Japón, con deuda enorme pero r persistentemente por debajo de g y ahorro doméstico cautivo, muestra el otro extremo: la aritmética manda, no el número absoluto de deuda.

Aterrizemos en Colombia, donde la evidencia de 2026 parece diseñada para este capítulo. El país perdió el grado de inversión en 2021 (S&P en mayo, Fitch en julio). En junio de 2025, con el déficit de 2024 cerrado en 6,8% del PIB, el Gobierno activó la cláusula de escape de la regla fiscal para tres vigencias — 2025 a 2027 — y el Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) emitió concepto desfavorable con un argumento demoledor: la cláusula está prevista para choques externos extraordinarios, y aquí el choque extraordinario *era el propio desequilibrio fiscal*. Un año después, los números le dieron la razón al comité: la deuda neta del Gobierno Nacional Central se dirige a un 61% del PIB en 2026 — máximo histórico, muy por encima del ancla legal de 55% — y hoy un peso de cada tres que recauda la DIAN se destina al servicio de la deuda, cuando hace una década era uno de cada seis. El CARF estima que estabilizar la deuda exige un ajuste cercano a cinco puntos del PIB. Las calificadoras hicieron su parte con puntualidad de reloj: Moody's bajó a Baa3 en junio de 2025 — el último escalón del grado de inversión —, S&P bajó a BB y luego a BB- en abril de 2026, y Fitch bajó a BB en diciembre de 2025, citando explícitamente el hundimiento de la ley de financiamiento en el Congreso y la falta de un ancla fiscal creíble.

Dos detalles de esta evidencia merecen subrayarse porque son lecciones de oficio. El primero: el CARF documenta una **sobrestimación sistemática de los ingresos** en el presupuesto — 4,1% del PIB en 2024, 1,8% en 2025. El analista que toma el recaudo oficial al pie de la letra está construyendo su modelo sobre arena. El segundo, casi literario: el propio CARF advirtió que su presupuesto de 2026 no le alcanza para operar más allá de octubre. El vigilante de la regla se está quedando sin aceite para la lámpara — y la credibilidad institucional, como veremos, también cotiza.

LA APLICACIÓN FINANCIERA

¿Qué cambia todo esto en su trabajo? Prácticamente todo. En el **WACC**, la prima de riesgo soberana es el piso del costo de capital de cada empresa del país: cuando el CDS colombiano se mueve cincuenta puntos básicos, se movió el denominador de todas las valoraciones de su portafolio, aunque ninguna empresa haya cambiado. Y una regla de oficio: ajuste ese piso con el CDS o el EMBI, no con la letra de la calificación — el mercado va meses adelante de las agencias. La prueba está fresca: el diferencial de la deuda colombiana frente a pares BB se comprimió de cuarenta a diez puntos básicos *antes* de que ninguna calificadora dijera nada, simplemente porque el mercado recalculó probabilidades electorales.

En los **mercados de deuda**, las calificaciones importan por un mecanismo brutalmente mecánico: los mandatos. Gestoras como BlackRock administran billones bajo políticas de inversión que exigen grado de inversión de al menos dos calificadoras; cuando la segunda

agencia corta, la venta no es una opinión, es una obligación contractual. Colombia ya tiene dos calificadoras dos escalones por debajo del umbral: la decisión de Moody's — la última que sostiene el grado — es hoy el evento binario más importante del mercado local, porque de ella depende una ola de ventas forzadas o su ausencia.

En las **finanzas corporativas**, la aritmética fiscal define ventanas. Un CFO colombiano en julio de 2026 mira un peso fuerte, spreads comprimidos y apetito internacional por el país: la ventana de emisión está abierta *ahora*, antes de que la ejecución fiscal del nuevo gobierno se ponga a prueba. Emitir hoy es comprar certidumbre con descuento; esperar es apostar la tesorería a que el Congreso apruebe un ajuste histórico.

Y en la **gestión de portafolios**, las cuatro puertas se convierten en cartera. Si el ajuste llega, la parte larga de la curva de TES en tasa fija paga generosamente; si en cambio el país deriva hacia la licuación, la deuda indexada (UVR), los activos reales y el dólar protegen. El portafolio que sobrevive en todas las puertas y gana en la más probable tiene forma de barra de pesas — el *barbell fiscal* — y no es una corazonada: es la traducción directa de Sargent-Wallace a duración y moneda.

LA DECISIÓN

Imagínese presentando ante el comité de inversiones el 12 de julio de 2026. Su memo diría algo así: el giro político ya está en el precio — el spread contra pares BB no da más de sí por simpatía ideológica —, de modo que la única fuente de retorno adicional es la *ejecución*: un ajuste de cinco puntos del PIB que debe pasar por un Congreso fragmentado. La posición recomendada no es creer ni descreer a ciegas, sino estructurar la asimetría: barbell entre tasa fija larga y UVR/dólar, con el presupuesto de 2027 como primera señal dura y la decisión de Moody's como disparador de rebalanceo. **El error común** que este comité no cometerá: leer la calificación en lugar del CDS. **El mito** que no comprará: que una regla fiscal protege por sí sola — una regla suspendida se cotiza como lo que es, una intención.

Preguntas para discusión: (1) ¿Cuánto del rendimiento del TES a diez años es política fiscal y cuánto política monetaria, y cómo lo separaría empíricamente? (2) Si Moody's recorta a Ba1 en 2027, ¿qué venden los fondos con mandato y quién compra? (3) ¿Por qué el episodio británico de 2022 fue más violento que la pérdida del grado de inversión colombiana de 2021, si el Reino Unido es un país "más seguro"?

Hemos establecido cómo el déficit fija el precio del dinero. Pero el Estado tiene otro impuesto que no aparece en ninguna declaración de renta: llega en barco, viaja en contenedores y en 2026 protagonizó el mejor drama jurídico-financiero de la década. Es el tema del próximo capítulo.

Capítulo 2 · El impuesto que viaja en contenedores

Aranceles, incidencia y la incertidumbre como costo de capital

EL PROBLEMA

Un arancel es la forma más antigua de impuesto y la peor entendida por los financieros. Tres confusiones lo rodean: quién lo paga realmente (casi nunca quien uno cree), cuánto recauda de verdad (siempre menos de lo anunciado) y qué le hace a la inversión incluso cuando no se cobra (más daño del que muestra cualquier factura). En 2025 y 2026 el mundo corrió, a escala real, el experimento que resuelve las tres.

LA HISTORIA

Vernon Hills, Illinois. Learning Resources es una empresa familiar que lleva décadas fabricando juguetes educativos — ranas de conteo, microscopios de plástico para niños. En 2025, la ola arancelaria decretada desde la Casa Blanca multiplicó por decenas su factura de importación, y su presidente tomó una decisión insólita para una empresa de su tamaño: demandó al presidente de los Estados Unidos. Su argumento era de una sencillez desarmante: la ley invocada para los aranceles — la IEEPA, una ley de emergencias de 1977 — permite al presidente "regular" las importaciones, y regular no es gravar; gravar es potestad del Congreso, escrita en la primera página de la Constitución.

El 20 de febrero de 2026, la Corte Suprema le dio la razón por seis votos contra tres. El presidente del tribunal escribió que la ley no contiene una sola mención a aranceles y que ningún presidente en medio siglo la había leído así. En un solo fallo cayó el andamiaje jurídico de un régimen que había llevado el arancel efectivo promedio de Estados Unidos de 2,3% a cerca de 16% — el nivel más alto desde los años treinta — y quedaron en el limbo devoluciones por unos 200.000 millones de dólares ya recaudados. Una fábrica de juguetes había tumbado la política comercial más agresiva en un siglo.

Pero la historia no termina ahí, y su segunda mitad es tan instructiva como la primera. Esa misma tarde, el presidente invocó otra ley — la Sección 122 de la Ley de Comercio de 1974 — y reimpuso un arancel global del 10%, luego anunciado al 15%: una autoridad legítima pero con dos correas, tope del 15% y vigencia máxima de 150 días, que vencen precisamente este mes. Mientras tanto, los aranceles *sectoriales* — acero y aluminio al 50%, automóviles al 25%, impuestos bajo la Sección 232 con proceso formal e industria doméstica detrás — no fueron tocados por el fallo y siguen intactos. Y en junio, la oficina comercial estadounidense abrió el siguiente frente: una investigación bajo la Sección 301 que propone aranceles de 10% a 12,5% a 54 países — Colombia incluida — por controles insuficientes sobre bienes producidos con trabajo forzoso.

LA INTUICIÓN

Empecemos por la pregunta que todo el mundo responde mal: ¿quién paga el arancel? El contenedor llega al puerto y el cheque a la aduana lo gira el importador estadounidense — no el exportador chino ni el floricultor colombiano. Pero girar el cheque no es soportar el impuesto. La carga real se reparte según quién puede escapar: si el consumidor final puede sustituir el producto, presiona el precio hacia abajo y parte de la carga rebota al exportador vía menores precios o vía tipo de cambio; si no puede, la paga completa en la caja registradora. La regla general de la incidencia — y es la misma de todo el libro — es que **el impuesto lo termina pagando el factor menos móvil**, el que no se puede ir.

Hay una segunda intuición menos evidente y más costosa de ignorar: el daño de un arancel no crece en línea recta con la tarifa, crece con su cuadrado. Un arancel del 10% no duele el doble que uno del 5%: duele cuatro veces más, porque la distorsión se acumula sobre sí misma. La consecuencia práctica es inmediata: los promedios engañan. Un "arancel promedio del 8%" puede esconder sectores al 50% donde el comercio simplemente muere.

Y la tercera: la incertidumbre arancelaria es un impuesto en sí misma, aunque nunca se cobre. Cuando Tesla decidió construir su gigafábrica en Shanghái, no estaba solo persiguiendo costos: estaba saltando el muro — fabricar adentro para que el arancel, presente o futuro, dejara de ser su problema. Esa lógica tiene teoría formal detrás, y es de las más útiles del curso.

LA TEORÍA

La incidencia tiene su formalización clásica en Arnold Harberger (1962), que mostró cómo la carga de un impuesto se reparte según elasticidades relativas, no según quién firma el formulario. La convexidad de la pérdida irrecuperable — el daño con el cuadrado de la tarifa — es resultado estándar de la teoría del bienestar y explica por qué los índices de restricción comercial bien contruidos castigan los picos y no los promedios. Y la tercera intuición es el corazón de *Investment under Uncertainty* de Avinash Dixit y Robert Pindyck (1994): cuando una inversión es irreversible y la política puede cambiar, **esperar tiene valor de opción**; la incertidumbre eleva el umbral de rentabilidad exigido, y por eso funciona como un impuesto a la inversión que no aparece en ninguna estadística de recaudo. De estas tres piezas se deriva la herramienta estratégica del capítulo: la distinción entre **aranceles-señal** (instrumentos de negociación, jurídicamente frágiles, reversibles) y **aranceles-estructura** (con proceso, coalición doméstica e institucionalidad detrás). El episodio de 2026 la validó en tiempo real: la IEEPA — señal — cayó ante nueve jueces; la Sección 232 — estructura — ni se inmutó.

LA EVIDENCIA

La guerra comercial de 2018-19 dejó la evidencia empírica más limpia que existe sobre incidencia. Fajgelbaum, Goldberg, Kennedy y Khandelwal (*QJE*, 2020) y Amiti, Redding y Weinstein (*JEP*, 2019) encontraron un traspaso casi completo de los aranceles a los

importadores y consumidores estadounidenses: los exportadores extranjeros apenas bajaron sus precios. El país que imponía el arancel se lo cobraba a sí mismo.

El episodio 2025-26 añadió el capítulo sobre el recaudo. El Budget Lab de Yale calcula el arancel "teórico" — el que regiría si nadie cambiara su comportamiento — en torno al 11% tras el fallo de la Corte; el observado en las aduanas, según Penn Wharton, es del 7%. La brecha entre ambos números es comportamiento puro: importadores cambiando de proveedor, de país y de producto — unos 56.000 millones de dólares de recaudo que nunca llegó. Guarde ese dato: es la curva de Laffer en vivo, y lo reencontraremos en el capítulo 5. El costo, mientras tanto, sí llegó: entre 760 y 1.500 dólares al año por hogar estadounidense según el escenario.

¿Y Colombia? La madrugada de los aviones de flores hacia Miami se volvió, desde abril de 2025, una clase de comercio internacional: el arancel base del 10% obligó a los floricultores a negociar precios para no perder espacio en los supermercados frente a Ecuador. Pero la evidencia colombiana enseña algo que los modelos no capturan: **la política comercial se gestiona, no solo se sufre**. En noviembre de 2025, tras meses de trabajo gremial y diplomático, Estados Unidos eximió de aranceles al 72% de las exportaciones colombianas. Y en octubre de 2025 el país había vivido lo contrario: una crisis diplomática entre presidentes — con amenazas de aranceles del 25% y fin de la ayuda — que recordó que, para una economía mediana, el arancel es también una variable de riesgo político bilateral. La elección de junio de 2026, celebrada de inmediato desde Washington, reseteó esa relación: la investigación 301 pendiente pasó de amenaza inercial a negociación manejable.

LA APLICACIÓN FINANCIERA

En el **DCF**, un arancel entra por el costo de ventas con un parámetro que usted debe hacer explícito: el traspaso a precios. La evidencia dice que en el corto plazo el importador absorbe y luego traslada; su modelo debe decidir cuánto y cuándo, y la sensibilidad a ese supuesto suele valer más que la sensibilidad a la tarifa misma. En los **contratos**, la lección de 2025-26 es incorporar cláusulas de ajuste arancelario — quién asume qué si la tarifa cambia — con el mismo rigor con que se pactan las de tipo de cambio. En **M&A**, apareció un activo nuevo: los importadores que preservaron sus derechos sobre los 200.000 millones de IEEPA tienen un crédito contingente que hoy se negocia en los precios de adquisición — el *refund play*. En **estrategia**, lo que importa no es el arancel propio sino el relativo: si Colombia queda mejor tratada que sus competidores, el diferencial es cuota de mercado; y la inversión en trazabilidad laboral que exige la investigación 301 deja de ser un costo de cumplimiento para convertirse en la compra de un acceso preferencial. Y en el **capex**, Dixit y Pindyck mandan: mientras la Sección 122 expira y la 301 se decide, el doble abastecimiento y la capacidad flexible valen su prima; la planta irreversible se construye solo cuando la ventaja es durable — o cuando, como Tesla en Shanghái, construirla es la manera de saltar el muro.

LA DECISIÓN

Usted es la directora financiera de una exportadora de flores el 12 de julio de 2026. La Sección 122 vence en dos semanas, la 301 está en manos de una relación diplomática recién estrenada y su margen no resiste otro 10%. ¿Qué cubre: la tasa de cambio, el precio o la política? La respuesta del comité: la política no se cubre con derivados — se gestiona con diversificación de mercados, cláusulas contractuales y agenda gremial —, y la regla que ordena todo es señal contra estructura: no se muda una finca por un arancel que puede morir en una corte. **El error común:** reaccionar al arancel promedio cuando su producto vive en un pico. **El mito:** que el arancel lo paga el exportador — la evidencia dice, con pocas excepciones, lo contrario.

Preguntas para discusión: (1) Si la Sección 122 expira sin reemplazo, ¿qué pasa con el peso colombiano y por qué? (2) ¿Bajo qué condiciones un arancel-señal se convierte en arancel-estructura? (3) La devolución de los 200.000 millones: ¿quién debería quedársela — el importador que giró el cheque o el consumidor que pagó el precio?

El arancel grava la frontera del país. Pero hay un impuesto que depende de algo mucho más pequeño: la acera de la calle desde la que usted factura. Bienvenido a la geografía del impuesto.

Capítulo 3 · La geografía del impuesto

Impuestos locales y la decisión de dónde

EL PROBLEMA

Dos empresas venden lo mismo, al mismo precio, en el mismo país. Una gana. La otra apenas sobrevive. Ninguna lo sabe todavía, pero la diferencia se firmó el día en que cada una eligió el municipio de su domicilio. Los impuestos territoriales son la letra pequeña de las finanzas corporativas: individualmente parecen menores, pero operan sobre la variable más irreversible de todas — dónde está usted — y por eso son, contra toda apariencia, una decisión estratégica de veinte años.

LA HISTORIA

Septiembre de 2017. Amazon anuncia que construirá una segunda sede — HQ2 — con 50.000 empleos, y abre un concurso. Doscientas treinta y ocho ciudades norteamericanas presentan ofertas: exenciones de impuestos, terrenos, infraestructura. Nueva York gana una mitad del premio ofreciendo cerca de 3.000 millones de dólares en incentivos... y catorce meses después Amazon cancela, expulsada por la reacción política local contra el regalo fiscal. El episodio es la demostración a escala continental de una teoría escrita sesenta años antes: las jurisdicciones **compiten** por base gravable, los contribuyentes votan con los pies, y esa competencia — con sus límites políticos — es poder de negociación real en manos del inversionista.

Ahora la versión colombiana, menos glamorosa y más frecuente. Un comercializador con margen operativo del 4% revisa su estado de resultados y descubre que el impuesto de industria y comercio — el ICA, diez por mil sobre sus ingresos brutos — se está llevando la cuarta parte de su utilidad operativa. Su competidor de margen alto, con el mismo ICA, apenas lo nota. Nadie le mintió: el impuesto estaba en la ley. Simplemente nadie le enseñó a hacer una división antes de firmar el contrato de arrendamiento.

LA INTUICIÓN

La trampa del ICA es que grava las **ventas**, no la utilidad. Un peaje sobre el camino, no sobre el destino. Para el negocio de margen 20%, un punto de ICA es ruido; para el de margen 4%, es un socio silencioso que se lleva el 25% de la utilidad. El mismo tributo, cinco veces más doloroso — y la diferencia no está en la tarifa sino en la estructura del negocio que la recibe. La segunda intuición viene de Amazon: si los municipios compiten por tenerlo a usted, entonces su decisión de localización tiene precio de mercado, y quien no lo negocia lo está regalando.

LA TEORÍA

La teoría dice, con toda claridad, que el ICA no debería existir. Peter Diamond y James Mirrlees (1971) demostraron el teorema de eficiencia productiva: un sistema tributario óptimo no grava los insumos ni las ventas brutas — solo el consumo final o la renta —, porque gravar las transacciones intermedias distorsiona la organización misma de la producción (castiga al que compra afuera, premia la integración artificial, penaliza al margen bajo). El ICA es exactamente el impuesto que el teorema prohíbe. ¿Por qué sobrevive entonces, y no solo en Colombia? Economía política: es invisible para el votante, barato de administrar y es *de los municipios* — y ninguna teoría de eficiencia ha ganado jamás una discusión de autonomía territorial. Charles Tiebout (1956) aporta la otra mitad del marco: cuando las jurisdicciones ofrecen combinaciones distintas de impuestos y servicios, los contribuyentes móviles se ordenan eligiendo — "votan con los pies" — y las jurisdicciones, sabiéndolo, compiten. Zodrow y Mieszkowski (1986) formalizaron hasta dónde puede llegar esa carrera. Guarde ese modelo: en el próximo capítulo lo veremos operar entre países, con consecuencias de billones.

LA EVIDENCIA

En Colombia la dispersión es la regla: el ICA se mueve entre el 2 y el 14 por mil según municipio y actividad; el predial, entre el 5 y el 16 por mil del avalúo catastral según uso y ciudad. Y en la contratación pública vive la fauna más exótica del sistema: las **estampillas** — pro-universidad, pro-cultura, pro-hospital —, sobretasas departamentales y municipales que pueden sumar varios puntos porcentuales del valor de un contrato. En los modelos financieros de las concesionarias del país — piense en los portafolios de infraestructura de un Grupo Argos o en las redes de una ISA — las estampillas no son una nota al pie: son una línea del modelo que puede decidir la TIR del capital. El error de novato en project finance colombiano es siempre el mismo: descubrirlas en la contabilidad después de haberlas ignorado en la mesa de estructuración. Y a la geografía física se le suma una geografía *sectorial* que opera con la misma lógica de blanco fijo: la reforma de 2022 le impuso al sector financiero una sobretasa de renta de cinco puntos — Bancolombia y sus pares tributando temporalmente al 40% —, un recordatorio de que el fisco, cuando busca bases que no pueden huir, no solo mira el mapa: mira el balance.

LA APLICACIÓN FINANCIERA

La consecuencia práctica es que la **tasa efectiva de tributación de una misma empresa cambia con la dirección de su domicilio**, y eso convierte tres decisiones en decisiones fiscales: dónde está la planta, dónde está el centro de distribución y desde dónde se factura. En **valoración**, el ICA se modela como un peaje sobre ingresos — jamás como un porcentaje de la utilidad — y su impacto se evalúa contra el margen del negocio, no contra la tarifa nominal. En **real estate**, el predial y el ciclo de actualización catastral entran al underwriting: una actualización masiva de avalúos es un choque de flujo tan real como una subida de tasas. En **infraestructura**, las estampillas se asignan en la negociación del contrato — quién las asume define la rentabilidad — y se cotizan antes de firmar. Y en

estrategia de expansión, el mapa comparado de carga territorial se construye *antes* de elegir municipio, porque después la decisión es semi-irreversible; la lección de Amazon aplica a escala: los municipios compiten, los incentivos existen, y la estabilidad negociada vale tanto como la exención misma.

LA DECISIÓN

El comité de inversiones que evalúa un formato de retail de margen bajo tiene una instrucción permanente de este capítulo: hacer la división — impuesto territorial sobre utilidad operativa, no sobre ventas — antes de aprobar cualquier localización, y tratar el resultado como criterio de viabilidad, no como dato contable. **El error común:** comparar tarifas nominales entre municipios en lugar de cargas efectivas sobre el margen propio. **El mito:** que los impuestos locales "son iguales en todas partes y no se negocian" — ni lo uno ni lo otro.

Preguntas para discusión: (1) Si Diamond-Mirrlees tiene razón, ¿qué impuesto debería reemplazar al ICA y por qué ningún alcalde lo propone? (2) ¿Dónde está el límite ético y político de la competencia por incentivos que reveló el caso HQ2? (3) ¿Quién soporta finalmente la sobretasa al sector financiero: los accionistas de los bancos o sus deudores?

Hemos decidido dónde ubicarnos. La siguiente pregunta es vertical: qué torre de sociedades construir encima de ese punto del mapa. Es la pregunta mejor pagada — y hoy la más vigilada — de las finanzas internacionales.

Capítulo 4 · El arte de la estructura

OpCo, MidCo, HoldCo y el fin del arbitraje fácil

EL PROBLEMA

Abra el organigrama societario de cualquier multinacional o de cualquier inversión de private equity y encontrará una torre: una sociedad operativa abajo, una o dos intermedias en jurisdicciones que usted asocia con postales, y una holding en la cúspide. ¿Por qué existen las torres? ¿Cuánto valen? ¿Y por qué, desde hace una década, cada piso recibe la visita de un auditor distinto? Este capítulo cuenta el ascenso, el apogeo y la domesticación del arbitraje fiscal corporativo — y lo que un financiero debe hacer con lo que queda de él.

LA HISTORIA

Tres escenas, tres décadas.

Nueva York, 1988. KKR gana la batalla por RJR Nabisco pagando cerca de 25.000 millones de dólares — la compra apalancada más grande de la historia hasta entonces, inmortalizada en *Barbarians at the Gate*. El combustible del LBO no era solo la audacia: era la deducción de intereses. Cada dólar de deuda empujado contra la utilidad operativa de la compañía convertía impuestos en retorno para el fondo. El escudo fiscal era el socio silencioso del private equity.

Dublín, 2016. La comisaria europea de competencia anuncia que Irlanda debe cobrarle a Apple 13.000 millones de euros en impuestos no pagados. Según la Comisión, la estructura irlandesa de la empresa más valiosa del mundo había llevado su tasa efectiva sobre utilidades europeas a niveles cercanos a cero — en algún año, sostuvo Bruselas, milésimas de punto porcentual. Apple y Dublín pelearon ocho años; en septiembre de 2024, la justicia europea cerró el caso: Apple paga. La misma empresa protagonizó el otro lado del espejo: durante años emitió bonos en Estados Unidos para financiar recompras de acciones mientras acumulaba más de 250.000 millones de dólares de caja en el exterior — endeudarse teniendo caja, porque repatriarla costaba impuestos. Solo la reforma estadounidense de 2017 destrabó ese absurdo, con un pago de repatriación de unos 38.000 millones.

Luxemburgo y Copenhague, 2019. El Tribunal de Justicia de la Unión Europea falla los "casos daneses": sociedades intermedias sin empleados ni oficinas — buzones — que cobraban dividendos e intereses con las retenciones reducidas de los tratados. El tribunal acuñó la doctrina que cambió el oficio: sin **beneficiario efectivo** real y sin sustancia, el tratado no aplica. El buzón había muerto.

Ascenso, apogeo, domesticación. Ahora entendamos la máquina.

LA INTUICIÓN

El arbitraje fiscal existe por la misma razón que existe cualquier arbitraje: **diferencias**. Diferencias de tarifas entre países, de retenciones entre tratados, de definiciones entre leyes. La utilidad, como el agua, fluye cuesta abajo hacia la jurisdicción de menor impuesto — hasta que alguien construye un dique. La historia del último medio siglo es la historia de un agua cada vez más ingeniosa y de unos diques cada vez más altos.

La torre clásica tiene tres pisos, y conviene recorrerla como un arquitecto. Abajo, la **OpCo** — en nuestro caso, la sociedad operativa colombiana: genera la utilidad y paga renta al 35% más la carga territorial del capítulo anterior. Todo lo que está encima existe para responder dos preguntas sobre esa utilidad: *cómo sale* (¿dividendo, interés, regalía, honorario?) y *cómo se vende algún día* la compañía. En el piso intermedio, la **MidCo**: el vehículo de adquisición, que cumple tres oficios — acceder a un tratado que reduzca las retenciones, cargar la deuda de la compra para empujar la deducción hacia la OpCo (*debt push-down*) y aislar riesgos entre negocios o inversionistas. Y en la cúspide, la **HoldCo**, domiciliada donde exista *participation exemption* — Luxemburgo, la ETVE española —: dividendos y ganancias de capital exentos, red amplia de tratados y la joya de la corona, la flexibilidad de salida — vender las acciones de la HoldCo, allá arriba, en lugar del activo colombiano, aquí abajo. Mercado Libre, el campeón regional del comercio electrónico, ilustra la lógica sin exotismo alguno: una matriz constituida en Estados Unidos coronando operaciones en toda América Latina — la torre no es una conspiración, es la arquitectura estándar del capital transfronterizo.

LA TEORÍA

Cada piso de la torre tiene su teoría, y empezar por ella evita los dos errores opuestos: sobrevalorar la ingeniería o despreciarla.

El *debt push-down* nace de **Modigliani-Miller con impuestos**: si los intereses son deducibles, la deuda crea valor, y llevado al límite el modelo recomienda financiarse al 100% con deuda. ¿Por qué nadie lo hace? Merton Miller (1977), en su célebre "Debt and Taxes", mostró que en equilibrio los impuestos *personales* del acreedor — que paga renta sobre los intereses que recibe — se comen buena parte de la ventaja: el acreedor cobra esa carga en la tasa que exige. DeAngelo y Masulis (1980) añadieron que los escudos no-deuda — depreciaciones, pérdidas, beneficios — compiten con el de intereses por un espacio finito de utilidad gravable. Moraleja teórica que todo modelo de LBO debería llevar tatuada: **el escudo fiscal tiene límites económicos antes de que aparezca el primer límite legal**.

El *treaty shopping* y la carrera de jurisdicciones nacen del modelo de competencia fiscal — el Tiebout internacional de Zodrow y Mieszkowski —, que en versión de teoría de juegos es un dilema del prisionero entre gobiernos: cada país gana bajando tarifas si los demás no lo hacen, y todos pierden recaudo cuando todos lo hacen. La magnitud del equilibrio no cooperativo la midieron Tørsløv, Wier y Zucman: **más de un tercio de las utilidades de las multinacionales** del mundo se desplazaba hacia jurisdicciones de baja tributación. Frente a un dilema del prisionero, la teoría prescribe una solución: cooperar. Y eso, exactamente, es

el **Pilar Dos** — el impuesto mínimo global del 15% para grupos con ingresos sobre 750 millones de euros, adoptado por más de 140 jurisdicciones: el cartel de los gobiernos poniéndole un piso a la carrera. En enero de 2026 el sistema encontró su forma final con el acuerdo *side-by-side*: los grupos con matriz estadounidense quedaron exentos de las reglas internacionales de recaptura (IIR y UTPR) en reconocimiento de su propio régimen — pero los impuestos mínimos *domésticos* (QDMTT) quedaron intactos: el país donde está la operación conserva el derecho a cobrar su piso del 15%. El juego cambió de reglas, no de tablero.

LA EVIDENCIA: LOS CINCO ARBITRAJES Y SUS DIQUES

La mejor forma de ver la evidencia es recorrer los cinco arbitrajes clásicos y comprobar que cada uno tiene hoy, en la ley colombiana o en la arquitectura global, su contramedida esperándolo.

El **arbitraje de deuda** — deducir al 35% en la OpCo lo que tributa poco en la matriz — encuentra en Colombia la regla de subcapitalización: los intereses con vinculados solo son deducibles hasta una relación deuda-patrimonio de dos a uno (artículo 118-1 del Estatuto Tributario), con precios de transferencia vigilando además la tasa pactada. El **arbitraje de retenciones** — el dividendo que pagaría 20% a un no residente y baja a 0-5% por la ruta del convenio con España — sobrevive solo si sobrevive al test de propósito principal que el Instrumento Multilateral inyectó en los tratados y a la doctrina del beneficiario efectivo de los casos daneses: la ruta existe, el disfraz no. El **arbitraje de salida** — vender la HoldCo en el exterior para que la ganancia no pise Colombia — chocó en 2019 con el régimen de **enajenación indirecta** (artículo 90-3): si los activos colombianos representan el 20% o más del valor de la entidad extranjera vendida, la operación tributa en Colombia como si hubiera sido directa, a la tarifa de ganancia ocasional del 15%. El **arbitraje de híbridos** — el mismo flujo deducible aquí y exento allá — está sencillamente muerto: la Acción 2 de BEPS lo desmanteló pieza por pieza. Y el **arbitraje de diferimiento** — acumular en la HoldCo sin repatriar — enfrenta una tenaza de tres brazos: el régimen colombiano de Entidades Controladas del Exterior atribuye las rentas pasivas al residente aunque no se distribuyan, la figura de la sede efectiva de administración convierte en residente colombiana a la holding que en realidad se maneja desde Bogotá, y el piso global del 15% le pone techo a lo que el diferimiento podía valer.

De esta evidencia se destila la **ley de hierro del capítulo**: todo arbitraje rentable y visible genera su propia contramedida, y la vida media de una estructura agresiva es hoy más corta que el horizonte de la inversión que la soporta. Apple tardó ocho años en perder; los buzones daneses, una mañana de febrero.

LA APLICACIÓN FINANCIERA

¿Significa esto que la torre murió? No — significa que cambió de oficio. Las razones **no fiscales** de la estructura nunca fueron más valiosas: gobernanza entre múltiples inversionistas, aislamiento de riesgos, elección de ley aplicable, arquitectura de

financiamiento. Una torre que se justifica íntegramente sin mencionar impuestos es, paradójicamente, la mejor estructura fiscal posible. Los tratados siguen vivos **con sustancia**: empleados con funciones reales, oficina, junta que decide donde dice decidir. Colombia, lejos de mirar el juego desde la tribuna, entró a jugarlo: el régimen de **Compañías Holding Colombianas (CHC)** exime los dividendos y las ganancias de capital del exterior para holdings con sustancia local — de modo que, para un grupo latinoamericano en expansión, la pregunta "¿Luxemburgo o Bogotá?" dejó de tener respuesta obvia. El *push-down* sigue funcionando hasta el dos a uno, a tasas documentadas — menos que en 1988, pero real. Y apareció un activo nuevo que los banqueros de M&A ya cotizan: **la simplicidad**. En un due diligence, cada piso de la torre es una pregunta del comprador, y cada pregunta sin respuesta limpia se convierte en descuento de precio, escrow o póliza de contingencias. La estructura simple cierra más rápido y se vende con prima.

Todo lo anterior cabe en un instrumento de bolsillo — **el test de las tres preguntas** — que debe aplicarse a cada sociedad de la cadena: ¿tiene sustancia?, ¿tiene un propósito de negocio no fiscal?, ¿sobrevive al test de propósito principal? Si falla una sola, esa entidad no es un ahorro: es un pasivo contingente devengando intereses de mora.

LA DECISIÓN

Cierre el capítulo sentándose en la sala de juntas: un fondo de private equity compra el cien por ciento de una operativa colombiana y el socio le pide evaluar la torre propuesta — HoldCo con exención de participación, MidCo con tratado cargando la deuda, SPV local que se fusiona con la OpCo. El comité exige seis respuestas con números, y son el examen de todo lo aprendido: cuánta deuda cabe bajo el dos a uno y cuánto vale ese escudo *después* de Miller; qué retención paga cada flujo por la ruta elegida contra la ruta directa; qué pasa en la salida del año cinco según se venda el activo, la SPV o la HoldCo — y qué dispara el umbral del 20%; con qué sustancia mínima la MidCo sobrevive al PPT; cuánto valor se evapora con el piso del 15% si el grupo supera los 750 millones de euros; y — la pregunta que decide todas las anteriores — qué prima pagaría un comprador por la versión simple de esta misma estructura, y si esa prima supera el ahorro de la compleja. **El error común**: valorar el escudo a la tarifa estatutaria como si Miller nunca hubiera escrito. **El mito**: que el tratado es automático — el tratado es un derecho que se gana con sustancia, no un descuento que viene en la caja.

Preguntas para discusión: (1) Si usted asesorara a un grupo colombiano que se expande a Perú y Chile, ¿qué argumentos inclinan la balanza entre una CHC en Bogotá y una holding en Europa? (2) ¿El acuerdo side-by-side de 2026 fortalece o debilita el cartel del 15%? (3) ¿Debería un fondo pagar más por una empresa con estructura simple aunque su tasa efectiva sea mayor?

Hemos visto a las empresas mover sus bases para escapar del impuesto, y a los Estados perseguirlas con diques cada vez más altos. La pregunta inevitable es la del otro lado del

mostrador: si las bases huyen cuando se las grava, ¿qué recauda realmente un gobierno cuando sube una tarifa? La respuesta cabe, según la leyenda, en una servilleta.

Capítulo 5 · La servilleta

La curva de Laffer y la composición de la próxima reforma

EL PROBLEMA

Todos los gobiernos del mundo comparten un ritual: anuncian una reforma tributaria con un número de recaudo — dos puntos del PIB, veinte billones de pesos — y, dos años después, el recaudo no llegó. El financiero que se tomó el número en serio tiene un modelo de sostenibilidad equivocado, una curva de tasas mal proyectada y un portafolio posicionado para un mundo que no ocurrió. Este capítulo trata de una sola destreza: saber cuánto creerle a un anuncio tributario — y, más fino aún, predecir *qué* impuestos subirán de verdad.

LA HISTORIA

Washington, diciembre de 1974. En el restaurante Two Continents, frente al Tesoro, cenan un economista de treinta y cuatro años llamado Arthur Laffer, un periodista del *Wall Street Journal* llamado Jude Wanniski, y dos jóvenes funcionarios de la administración Ford: Donald Rumsfeld y Dick Cheney. Se discute una propuesta de subir impuestos. Laffer, para explicar por qué podría no recaudar lo esperado, dibuja — cuenta la leyenda que en una servilleta — una curva con forma de campana: con tarifa cero el recaudo es cero, con tarifa del cien por ciento también (nadie trabaja para el fisco entero), y en algún punto intermedio hay un máximo. Pasarse del pico significa que subir la tarifa *baja* el recaudo. La servilleta terminó en un museo, la curva en todos los debates fiscales del siguiente medio siglo — casi siempre mal usada por ambos bandos: unos para prometer que todo recorte se paga solo, otros para negar que las bases respondan en absoluto.

El uso serio de la curva es otro, y lo formuló la economía empírica: la pregunta no es *si* existe el pico — existe por construcción — sino **dónde está para cada impuesto**. Y la respuesta tiene nombre técnico: elasticidad.

LA INTUICIÓN

Piense en cada base gravable como un cardumen y en cada impuesto como un muelle de pesca. Si usted grava el muelle, los peces que pueden nadar se van a otro muelle; los que no pueden, pagan. El capital financiero nada rápido; las utilidades de una multinacional, como vimos en el capítulo anterior, nadan en jet; el comercio exterior cambia de proveedor en un trimestre. El consumo de los hogares, la propiedad raíz y la nómina formal, en cambio, apenas se mueven. La consecuencia es inmediata y gobierna toda la política tributaria real: **el recaudo serio solo sale de bases anchas e inmóviles**, y los anuncios sobre bases móviles son, con pocas excepciones, teatro político con recaudo decreciente.

LA TEORÍA

La versión rigurosa de la servilleta es la literatura de la **elasticidad del ingreso gravable**, sintetizada por Saez, Slemrod y Giertz (2012): la tarifa que maximiza el recaudo depende inversamente de cuánto responde la base — a mayor elasticidad, más bajo el pico. El complemento normativo es la **regla de Ramsey**: si hay que gravar, grávese lo inelástico, porque ahí la distorsión por peso recaudado es mínima — regla que ningún ministro cita y todos terminan obedeciendo. Y Harberger cierra el triángulo con la incidencia en economía abierta: cuando el capital puede irse y el trabajo no, una parte sustancial del impuesto corporativo termina cayendo — vía menores salarios e inversión — sobre los trabajadores. El impuesto "a las empresas" es, en parte, un impuesto a los empleados con mejor prensa.

LA EVIDENCIA

Rara vez la teoría recibe un regalo como el de 2025-26. Los aranceles estadounidenses corrieron el experimento Laffer en pantalla gigante: la tarifa "teórica" — la que regiría sin cambios de comportamiento — rondaba el 11% tras el fallo de la Corte; la observada en las aduanas, el 7%. La diferencia es el cardumen nadando: Penn Wharton estimó en unos 56.000 millones de dólares el recaudo que la sustitución de proveedores y productos se llevó. La base más móvil del mundo — el comercio — mostró en dieciocho meses lo que la curva predice en el tablero.

La evidencia colombiana es menos cinematográfica y más incómoda, porque es crónica: reformas tributarias recurrentes — el país promedia una cada dos años — y, aun así, la **sobrestimación sistemática de ingresos** que documenta el CARF: 4,1% del PIB en 2024, 1,8% en 2025, con elasticidades del recaudo cercanas a uno — el recaudo crece con la economía, no con los anuncios. Y el caso Ecopetrol condensa el otro mecanismo de resistencia de las bases: la reforma de 2022 cargó al petróleo con una sobretasa ligada al precio del crudo y con la no deducibilidad de las regalías; la Corte Constitucional tumbó esta última en 2023. Las bases móviles huyen; las bases con abogados, litigan. Ambas cosas erosionan el recaudo anunciado — y ambas son predecibles.

LA APLICACIÓN FINANCIERA

La primera aplicación es defensiva: **nunca meta a su modelo de sostenibilidad el recaudo estático de una reforma anunciada**. Aplíquele un factor de comportamiento y un factor de trámite — lo que el Congreso realmente aprueba —, y recuerde que las calificadoras ya lo hacen: Fitch estimó que las medidas de recaudo del gobierno colombiano entrante rendirán menos del uno por ciento del PIB en 2027, gane quien gane. La segunda es ofensiva, y es la más valiosa del capítulo: **la teoría predice la composición de la próxima reforma mejor que cualquier discurso**. El Marco Fiscal de Mediano Plazo ya confesó el menú que le deja al nuevo gobierno — IVA, consumo y renta, por 19 a 25 billones de pesos —, y la aritmética política de un gobierno de derecha con Congreso fragmentado inclina la mezcla hacia recorte de gasto y bases indirectas antes que hacia tarifas al capital. Con ese mapa, el gestor y el CFO hacen lo mismo: cartografiar su exposición sectorial al

menú *real* — el consumo discrecional ante un movimiento de IVA, los contratistas del Estado ante el recorte, los beneficiarios de gasto tributario ante la depuración de exenciones — y sensibilizar toda valoración con horizonte 2027 por el escenario del ajuste, no por el statu quo. Los anuncios sobre patrimonio y dividendos altos — bases móviles — se registran, se sonríe, y no se re-precia en exceso.

LA DECISIÓN

El memo al comité es breve: de la reforma de 2027, créale a la composición y descuéntele la magnitud. Posiciónese por sectores según el menú de bases anchas, exija a todo plan oficial el ajuste por comportamiento, y trate la brecha entre lo anunciado y lo aprobado como la variable de trading del año legislativo. **El error común:** el scoring estático — sumar tarifas por bases como si los peces no nadaran. **El mito:** que la curva de Laffer es una ideología; es una elasticidad, y las elasticidades se estiman.

Preguntas para discusión: (1) ¿Dónde está el pico de la curva para el 4×1000 , un impuesto a la base más líquida que existe? (2) Si Harberger tiene razón, ¿quién pagó realmente la sobretasa al sector financiero? (3) El Gobierno anuncia una reforma de 2% del PIB: construya, con lo aprendido, su estimación de recaudo efectivo.

Tenemos las cinco piezas: el precio de la aritmética, el impuesto de los contenedores, la geografía, la torre y la servilleta. Falta ponerlas sobre un solo tablero, en una sola fecha. La fecha es hoy.

Capítulo 6 · El tablero

Colombia, julio de 2026, y el oficio de decidir

LA HISTORIA COMPLETA

Barranquilla, noche del domingo 21 de junio de 2026. Detrás de un cristal blindado, Abelardo de la Espriella se dirige a sus seguidores mientras la Registraduría publica boletines: 49,66% contra 48,70% de Iván Cepeda — 245.000 votos de diferencia entre veintiséis millones, la segunda vuelta más cerrada desde que Samper venció a Pastrana por 156.585 votos en 1994. El presidente saliente cuestiona el preconteo; el escrutinio oficial, semanas después, confirma el resultado con una diferencia inferior al 0,7%. La posesión: 7 de agosto.

Pero la historia financiera de esa elección había ocurrido *antes*. Desde la primera vuelta de mayo, los mercados fueron comprando el desenlace: el peso acumuló cerca de 9,5% de apreciación en el año hasta llevar el dólar a niveles de 2020, el índice accionario subió alrededor de 15% entre las dos vueltas, y el spread de la deuda colombiana frente a pares calificados BB se comprimió de unos cuarenta a unos diez puntos básicos. Cuando llegó la confirmación, llegó también la vieja liturgia bursátil: el lunes 22, toma de utilidades, bolsa a la baja, Ecopetrol cayendo más de ocho por ciento — con la ayuda de un petróleo débil por las noticias de Medio Oriente. Se compró el rumor; se vendió la noticia.

Y aquí regresa el operador junior del prólogo, con su pregunta ya respondida a medias por usted. Lo que el mercado compró en mayo fue el **giro**: el fin de la incertidumbre regulatoria, la relación restaurada con Washington — el secretario de Estado llamó al ganador "presidente electo" esa misma noche —, un gobierno percibido como amigo de la inversión. Lo que el mercado **no ha comprado**, porque no puede comprarse todavía, es la **ejecución**: un ajuste cercano a cinco puntos del PIB — ochenta billones de pesos solo para la meta de 2027 —, tramitado por un Congreso fragmentado donde la oposición conserva fuerza, con una regla fiscal que solo regresa en 2028, reformas que Fitch descuenta rendirán menos del uno por ciento del PIB, y una única calificadora — Moody's, en Baa3 — sosteniendo el grado de inversión del país.

LA SÍNTESIS: LAS CINCO PUERTAS, UNA SOLA MESA

Recorra ahora el tablero con las cinco puertas del prólogo, y note cómo cada capítulo dejó su pieza puesta. Por la puerta del **costo del dinero** (capítulo 1), el spread a diez puntos básicos de los pares BB dice que la simpatía política ya no paga: solo la ejecución comprime más — y el barbell entre tasa fija larga y UVR/dólar es la postura que no necesita adivinar. Por la puerta de los **precios relativos** (capítulo 2), julio de 2026 concentra dos relojes: la Sección 122 vence este mes y la decisión de la investigación 301 llegará a una mesa diplomática recién reseteada — el exportador que invirtió en trazabilidad compró acceso; el que no, compró riesgo. Por la puerta de los **flujos después de impuestos** (capítulos 3 y 4), el nuevo

gobierno hereda el menú confesado del Marco Fiscal — y toda estructura, del footprint municipal a la torre societaria, se revisa hoy con el test de las tres preguntas y la prima de la simplicidad en mente. Y por la puerta del **comportamiento de las bases** (capítulo 5), la reforma de 2027 se lee con la regla del capítulo anterior: crea la composición, descuenta la magnitud.

El calendario del estrategia ordena los próximos veinticuatro meses en una sola vista:

Ventana	Evento	La jugada
Jul-Ago 2026	Gabinete económico, empalme, posesión (7-ago)	Emitir y refinanciar con la ventana abierta; fijar postura sobre la ejecución
Ago-Sep 2026	Vence la Sección 122; decisión de la 301	Cerrar cláusulas arancelarias; capex exportador según el trato relativo
Sep-Dic 2026	Presupuesto 2027 y primera reforma	Primer test de gobernabilidad: recalibrar con lo aprobado, no lo anunciado
2027	El año del ajuste (~\$80 billones para la meta)	Si la ejecución llega, extender duración temprano; si no, rotar a UVR y dólar antes que el consenso
2027-2028	Decisión de Moody's (Baa3)	El binario del período: pérdida total del grado de inversión o camino de regreso
2028	Retorno paramétrico a la regla fiscal	El test estructural — para entonces, el estrategia ya está posicionado

LA DECISIÓN FINAL: SU MEMO, FECHADO HOY

El curso termina donde empieza el oficio. Su último entregable es un memo al comité de inversiones fechado hoy, y este libro le ha dado todo lo que ese memo necesita: una posición explícita — creo o no creo en la ejecución del ajuste, con su probabilidad —, la traducción a portafolio en duración, curva, indexación y moneda, el efecto sobre el costo de capital de una empresa local, un juicio sobre la composición de la reforma de 2027 con su exposición sectorial, y — la marca del profesional — la señal concreta que resolvería la tesis y los disparadores que la abandonarían. Un memo sin disparadores es una opinión; con ellos, es una estrategia.

Y la competencia que usted se lleva es una sola, compuesta: frente a cualquier anuncio fiscal, en cualquier país, durante el resto de su carrera, sabrá preguntarse por cuál de las cinco puertas entra, qué teoría lo explica, qué dice la evidencia, qué está ya en el precio — y qué jugada le corresponde antes que a los demás. El operador junior del prólogo hizo la pregunta correcta. Usted ya sabe la respuesta: el mercado compró el giro; falta comprar la ejecución. Todo lo demás — la caminadora, los contenedores, el mapa, la torre y la servilleta — es la caja de herramientas para cobrar esa diferencia.

Preguntas para discusión: (1) Escriba la primera línea de su memo — la tesis en una frase — y defiéndala con un dato de cada capítulo. (2) ¿Qué evento no contemplado en el calendario

invalidaría todo el tablero? (3) Dentro de un año, ¿qué jugada de la tabla habrá pagado más — y por qué no la ejecutará la mayoría?

Referencias

Blanchard (2019) *AER* · Barro (1974) *JPE* · Sargent y Wallace (1981) · Harberger (1962) *JPE* · Diamond y Mirrlees (1971) *AER* · Tiebout (1956) *JPE* · Zodrow y Mieszkowski (1986) · Miller (1977) *JF* · DeAngelo y Masulis (1980) *JFE* · Desai y Dharmapala (2006) *JFE* · Dixit y Pindyck (1994), *Investment under Uncertainty* · Saez, Slemrod y Giertz (2012) *JEL* · Fajgelbaum, Goldberg, Kennedy y Khandelwal (2020) *QJE* · Amiti, Redding y Weinstein (2019) *JEP* · Tørsløv, Wier y Zucman (2023) *REStud*. Marco normativo colombiano: Estatuto Tributario arts. 12-1, 90-3, 115, 118-1, 240, 260-1 y ss., 894-898; Leyes 1473/2011, 2155/2021 y 2277/2022. Coyuntura (verificada a julio de 2026): CARF, MFMP 2026, Corte Suprema de EE. UU. (*Learning Resources v. Trump*), The Budget Lab (Yale), Penn Wharton Budget Model, USTR, OCDE (Pilar Dos, paquete *side-by-side*), comunicados de S&P, Moody's y Fitch, y prensa financiera colombiana e internacional.