

**ANÁLISIS DEL IMPACTO ECONÓMICO DEL ESTABLECIMIENTO DE  
IMPUESTOS AL SECTOR FINANCIERO**

**Resumen ejecutivo**

*16/12/2012*

*José M. Labeaga*

*Departamento de Análisis Económico*

*Universidad Nacional de Educación a Distancia*

*y*

*UNU-MERIT*

*United Nations University*

*Maastricht Economic and Social Research Institute*

*on Innovation and Technology*

El presente documento refleja el resultado de un proyecto promovido dentro de sus objetivos estatutarios por la Fundación Impuestos y Competitividad, que ostenta en exclusiva los derechos legales para su difusión. No obstante la autoría del mismo corresponde a las personas o entidades arriba mencionadas, a las que resulten imputables en exclusiva las opiniones o juicios de valor que el documento incorpora.

## 1. Introducción

Un sector financiero fuerte es absolutamente imprescindible para el funcionamiento eficiente de la economía porque en un contexto globalizado como el actual los servicios que ofrece son cruciales y contribuyen directa e indirectamente a la generación de valor añadido y riqueza. La **canalización de recursos** desde los agentes ahorradores a los agentes que necesitan financiación; la **clasificación y filtrado de los proyectos que solicitan financiación**; la **oferta de liquidez** a los inversores que poseen activos financieros; la **generación de instrumentos de cobertura de los riesgos** para los agentes económicos y otras muchas funciones de menor envergadura que las citadas resultan fundamentales para el funcionamiento eficiente de las economías en países desarrollados y en desarrollo.

En este contexto, las razones para introducir nuevos impuestos en el sector financiero no parecen muy racionales salvo que la medida sea generalizada a nivel mundial porque la **competencia fiscal** entre países y la rapidez con la que se puede mover el capital, puede generar efectos no deseados sobre el volumen de transacciones financieras del país o del área en la que se introduzca y generar efectos distorsionantes sobre la actividad sectorial, la actividad global y el empleo. La experiencia internacional pone de manifiesto que iniciativas a nivel individual han generado dichos impactos negativos y hacerlo en un grupo de países del área euro no deja de ser una decisión que afecta a nivel regional.

Este informe trata de arrojar luz a los impactos micro y macroeconómicos que se pueden producir en España en el caso de adoptarse la propuesta de la Comisión Europea de introducir un impuesto a las transacciones financieras. Situamos el contexto en la iniciativa adoptada ya por Francia el pasado mes de agosto de 2012 y a la que se están sumando otros países. En concreto a octubre de 2012, Alemania, Austria, Bélgica y Portugal se han unido a la propuesta francesa, Italia y España ya han dado su visto bueno y se espera que Estonia y Hungría voten afirmativamente a la misma en sus parlamentos a dicha propuesta mientras que se mantienen a la espera de hacerlo Finlandia, Grecia y Eslovaquia. En este resumen se

describen los datos utilizados para realizar la evaluación y los resultados obtenidos, así como los principales impactos sobre las variables relevantes.

## **2. Descripción de los datos**

Los datos que utilizamos para la estimación del impacto de la introducción de un impuesto sobre las transacciones financieras han sido proporcionados por Bolsas y Mercados Españoles (BME). En primer lugar, disponemos del volumen de negociación diario de la Bolsa de Madrid de las empresas del IBEX-35 durante el período 14 de Enero de 1992 – 18 de Mayo de 2012. Además del volumen de negociación y la fecha, disponemos del índice de cotización al cierre diario y la *horquilla* que es la diferencia para cada valor cotizado entre el precio de oferta y el precio de demanda. Esta diferencia en precios aproxima los costes de transacción de la negociación y está construido como la diferencia media diaria ponderada de las precios contenidos en las órdenes de compra y venta. Por tanto, podemos tomarla como una proxy del precio diario que se produce para un valor definido como el valor medio cotizado durante ese día. De esta manera, el efecto de la horquilla sobre el volumen negociado nos proporciona el efecto de los costes de transacción por lo que si a dicho coste lo incrementamos con el tipo impositivo propuesto, el ajuste nos proporciona la reducción que se producirá en el volumen negociado. Es bastante evidente que los efectos sobre el volumen de contratación vendrán del hecho de que si sube el precio de la transacción la diferencia entre los precios de oferta y demanda se habrá de ampliar para seguir manteniendo la rentabilidad (y no afectar la liquidez) por lo que la horquilla aumentará y a través de ese efecto se reducirá el volumen de negociación si la correlación entre la horquilla y dicho volumen es, como se espera, negativa. Si España tuviera un papel de líder en los mercados de acciones, podría ser que la media de los valores de la horquilla fuera inferior en nuestro país que en países competidores. Sin embargo, los mercados españoles están en rentabilidad alineados con el resto de mercados mundiales (fundamentalmente en aquellos valores que cotizan en todos esos mercados que corresponden en nuestro caso con los grandes valores del IBEX) por lo que subidas en el coste de las transacciones redundarán en reducciones de los niveles de contratación por esa

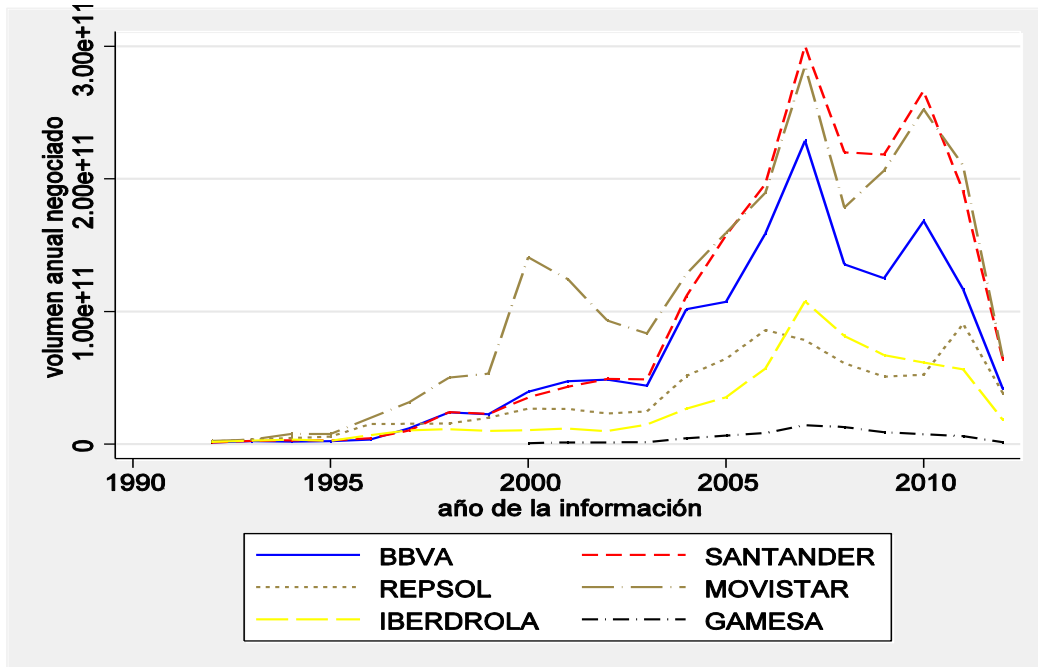
doble vía que hemos mencionado, reducción vía precios y deslocalización. Es cierto que, en función del modelo utilizado, tendremos impactos de corto plazo en modelos estáticos e impactos de largo plazo en modelos dinámicos.

Se han utilizado otras tres bases de datos que corresponden a:

- Información diaria de los cinco valores grandes del índice (SANTANDER, BBVA, REPSOL, IBERDROLA, TELEFÓNICA, a las que se ha añadido GAMESA) muestra para la que disponemos de información también desde enero de 1992 hasta junio de 2012. En este caso, se dispone del valor de cada acción y del número de valores diario negociado
- Información del índice medio, la capitalización y la horquilla de los 20 valores que forman parte del índice IBEX MEDIUM para el período comprendido entre enero de 2005 y junio de 2012
- Información correspondiente al índice medio, la capitalización y la horquilla de los 30 valores que componen el índice IBEX SMALL con las mismas variables que las descritas para el IBEX-35 para el período enero de 2005 a junio de 2012

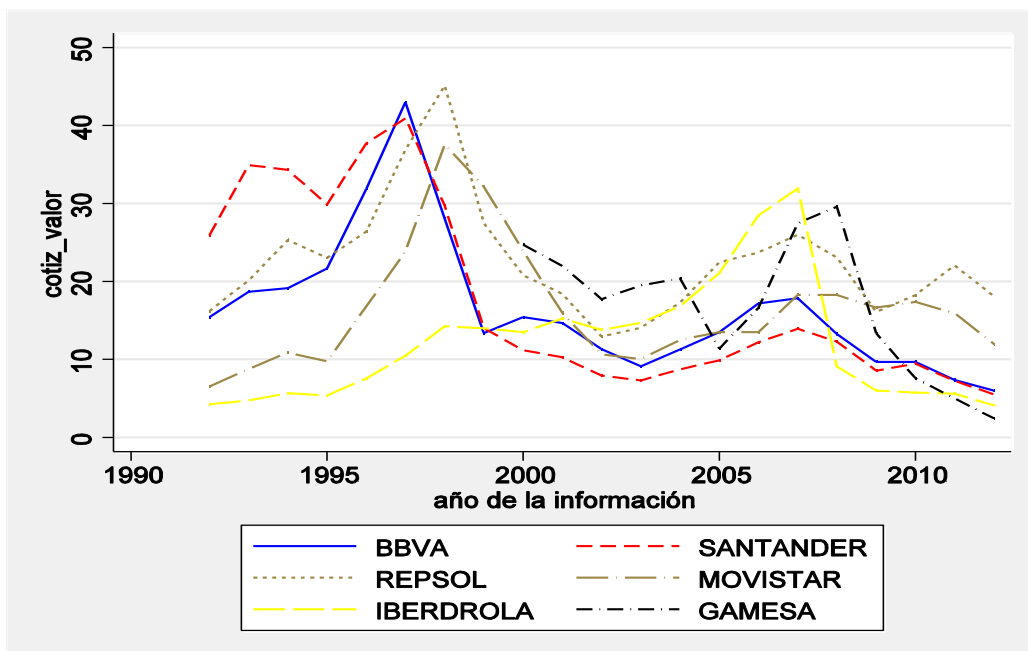
A modo de descripción de los datos con los que realizamos este informe, los gráficos 1 y 2 presentan los perfiles del volumen diario negociado y el cierre diario, en medias anuales, de los seis valores del IBEX-35 para los que disponemos de información individual individual.

**Gráfico 1. Perfil del volumen diario negociado (media anual)**



Fuente: Elaboración propia.

**Gráfico 2. Precio de cierre medio diario (media anual)**



Fuente: Elaboración propia.

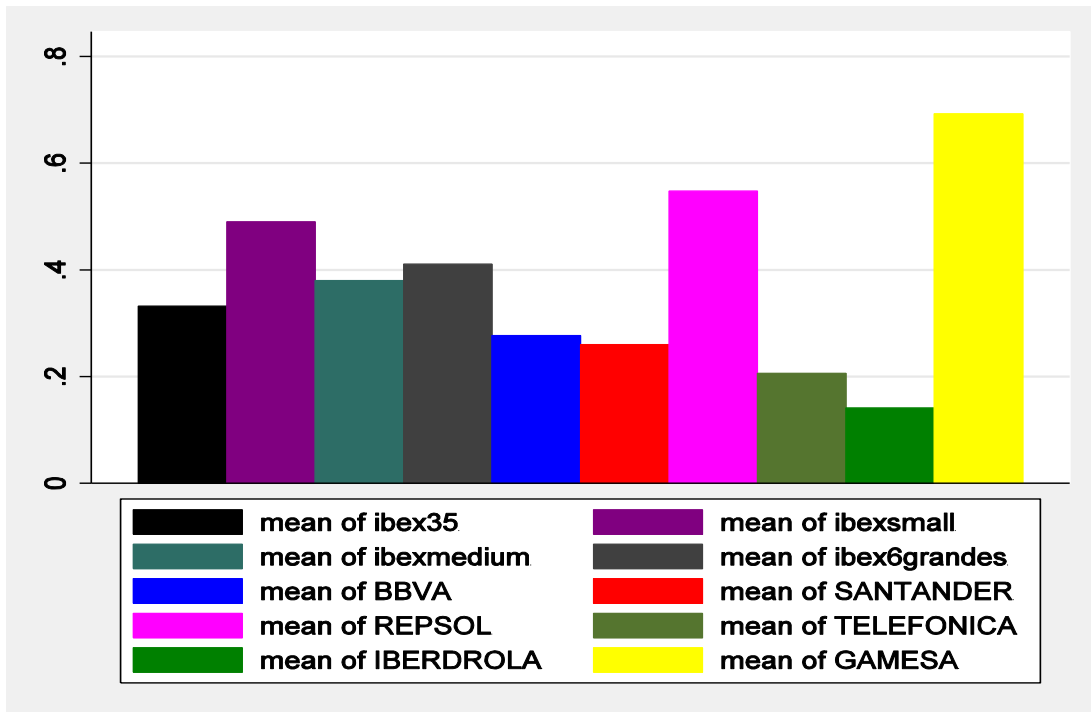
### **3. Resultados**

En este apartado se presentan los resultados básicos obtenidos para el impacto en la negociación, en la recaudación, en el Producto Interior Bruto y en el empleo, derivados de los efectos obtenidos en los diferentes modelos estáticos y dinámicos. Dado que se ha ajustado un gran número de modelos, la presentación es sucinta y se utilizan gráficos, siempre que es posible, para realizarla.

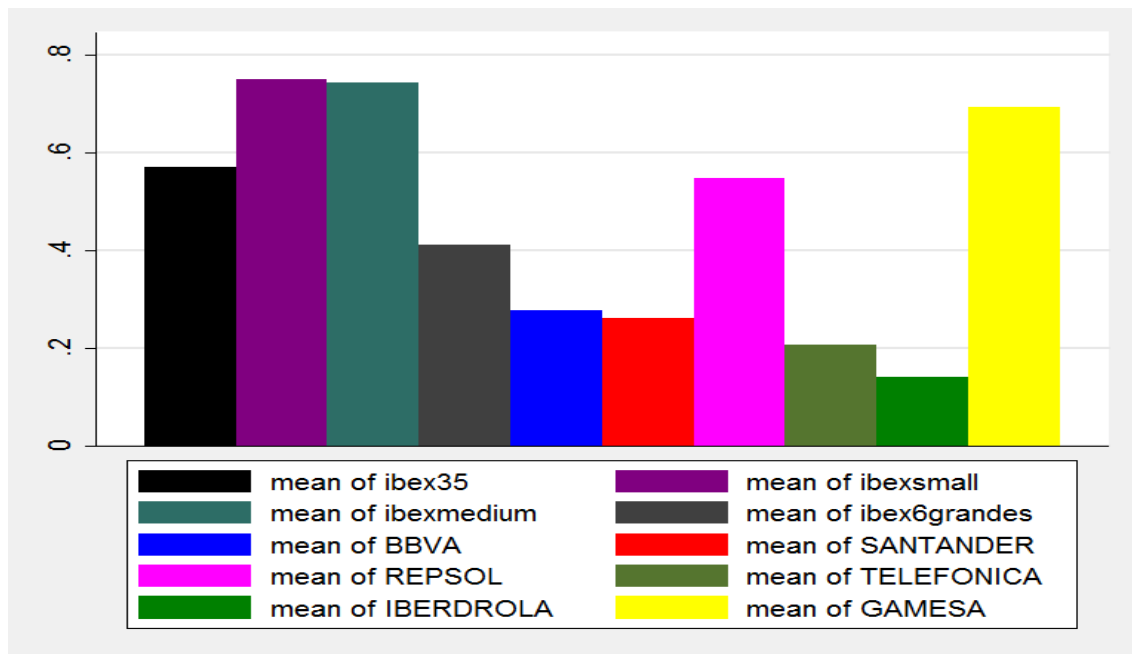
#### **Elasticidades de corto y largo plazo**

En relación con el volumen de contratación, el Gráfico 3 muestra las elasticidades de corto plazo para todos los índices y valores individuales para los que se han ajustado. Por su parte, el Gráfico 4 hace lo propio para las elasticidades de largo plazo mientras que en el Gráfico 5 se presentan, a título de comparación, elasticidades de largo plazo obtenidas en una serie de estudios y para un conjunto de países. Tres aspectos a remarcar de estos resultados son: 1) las elasticidades de corto plazo ya presentan un cierto grado de sensibilidad del volumen de contratación a los costes de transacción; 2) las elasticidades de largo plazo son significativamente mayores para todos los valores de los índices agrupados pero no lo son cuando se ajustan modelos para valores individuales. La razón para ello la hemos de buscar en que en estos últimos ajustes se introduce una variable que controla las diferencias no observables que tienen que ver con el valor individual; 3) las elasticidades de largo plazo obtenidas en este estudio están ligeramente por debajo pero bastante cercanas a la elasticidad media obtenida en los estudios previos realizados para los 30 países que se presentan en el Gráfico 5.

**Gráfico 3. Valores de la semielasticidad de corto plazo de las transacciones obtenidas en el estudio**



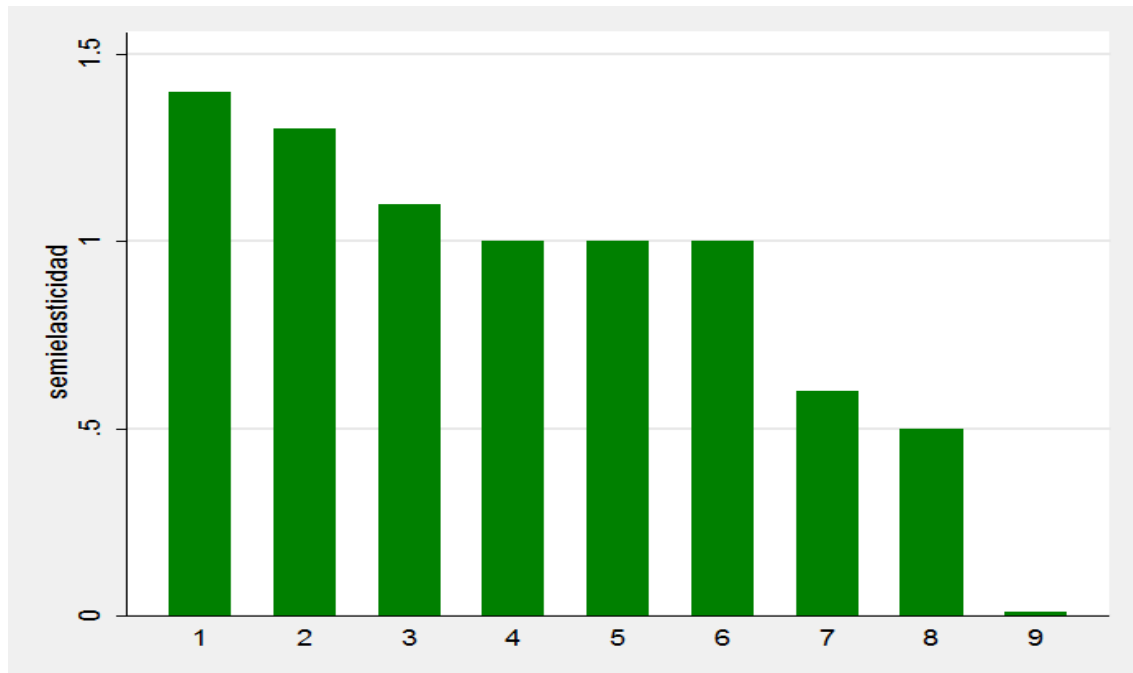
**Gráfico 4. Valores de la semielasticidad de largo plazo de las transacciones obtenidas en el estudio**



Fuente: Elaboración propia.



**Gráfico 5. Valores de la semielasticidad de largo plazo de las transacciones en diferentes estudios**



Leyenda. 1: 23 países; 2: Finlandia; 3: Suecia; 4: China; 5. EE. UU.; 6: Suecia; 7: China; 8: Reino Unido; 9: Honk-Kong, Japón, Corea y Taiwan.

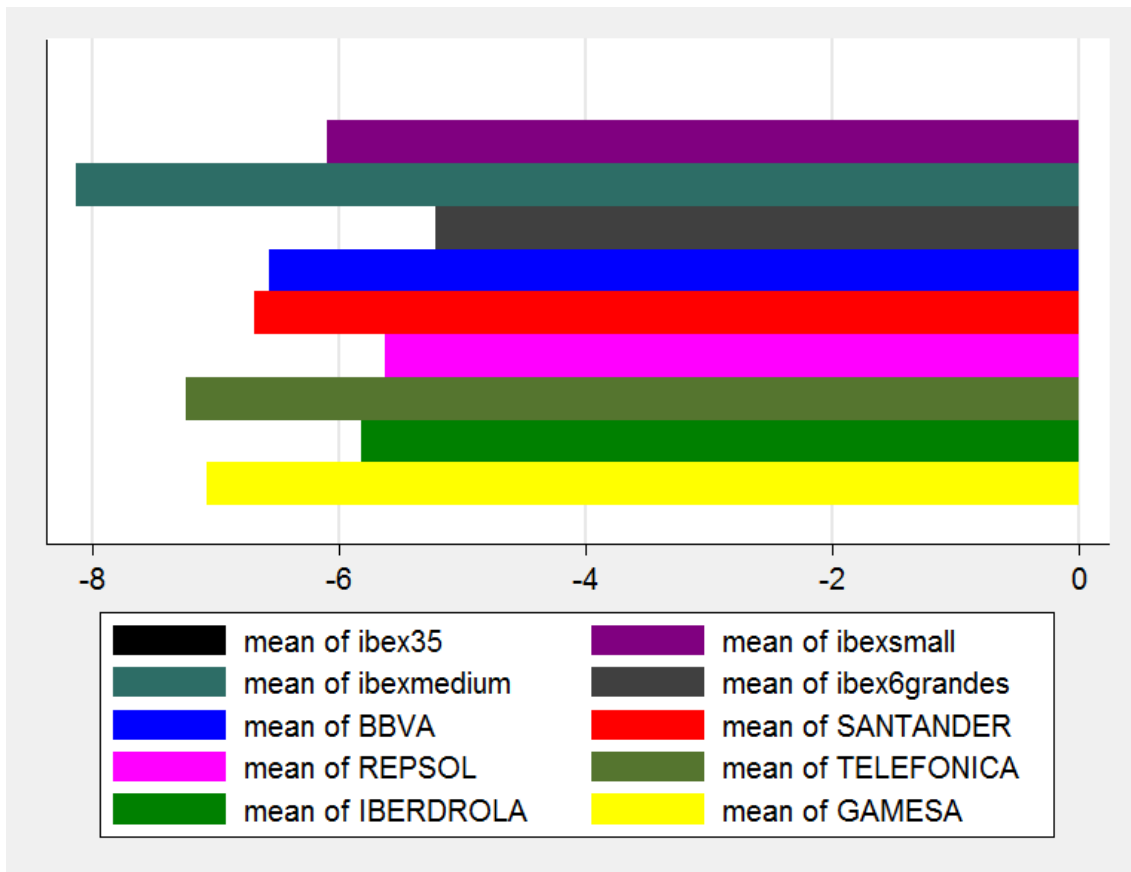
Fuente: CE (2011).

### **Volumen negociado en los mercados bursátiles**

A partir de los valores obtenidos para las elasticidades, el primer paso que se ha seguido en la simulación ha consistido en evaluar cómo se ven afectados los volúmenes negociados en los mercados bursátiles. Los resultados de corto plazo se presentan en el Gráfico 6. Dichos resultados, que varían entre un 3 y un 8 por ciento mensual de reducción del volumen negociado, implican que como consecuencia del incremento en los costes de transacción el

impacto será de una reducción en los mismos que en el largo plazo estará entre el 30 y el 50 por ciento (considerando el largo plazo como un año).

**Gráfico 6. Efectos de corto plazo sobre los volúmenes bursátiles negociados**



Fuente: Elaboración propia.

### **Recaudación, PIB y empleo**

Una vez se dispone de los nuevos valores negociados se pueden realizar previsiones sobre la recaudación potencial del impuesto. El Cuadro 1 muestra las cifras para una situación en la que no se producen reacciones de los agentes y para el caso en la que los agentes ajustan su comportamiento de acuerdo a lo que se ha ajustado. Si bien las cifras de recaudación

potencial previamente calculadas consideraban que el volumen negociado en los mercados bursátiles sería el observado en los años 2006-2007, dichas cifras son actualmente mucho más reducidas por efecto de la crisis económica por lo que la evaluación del potencial sin ajusta da una recaudación máxima de 1.700 millones de euros para un volumen esperado a finales de 2012 de 850.000 millones de euros. Hemos supuesto que cuando se aplique el nuevo FTT en 2014, el volumen contratado será el mismo que a finales del presente año. Evidentemente, la reacción de los agentes afecta de forma muy importante al potencial recaudador del impuesto incluso en situaciones en las que se asume que no existe deslocalización de actividades financieras.

**Cuadro 1. Efectos sobre la recaudación**

Tipo impositivo	Montante recaudado (sin ajuste)	Montante recaudado (con ajuste a corto)	Montante recaudado (con ajuste a largo)
0,2%	1.700	1.191,09	1.167,26

Fuente: Elaboración propia.

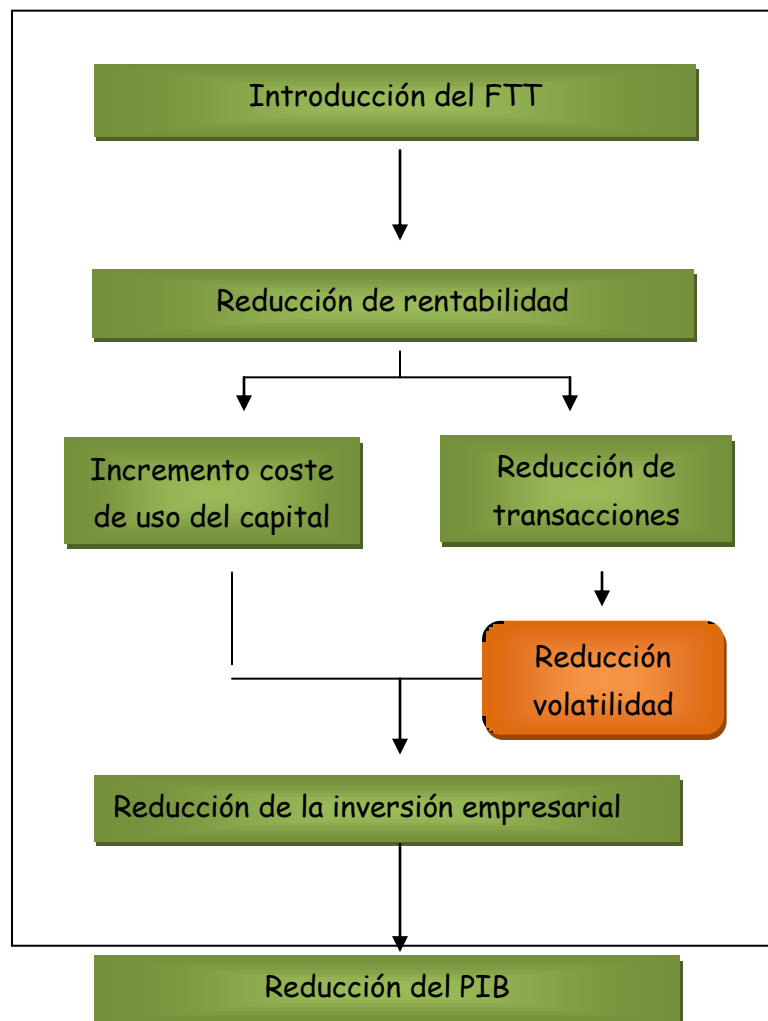
Pero el establecimiento del nuevo impuesto tendrá, asimismo, efectos sobre otras variables macroeconómicas tal como queda reflejado en el Gráfico 7. Estos efectos pueden producirse por diferentes vías pero en primera instancia se producirá un impacto sobre el volumen de inversión. Si el impuesto incrementa el coste de capital al que las empresas (o inversores individuales) tendrán acceso, entonces se producirá una reducción de la inversión en una cuantía que vendrá de determinada por el coeficiente del tipo de interés en la ecuación de inversión. Para evaluar dicho efecto El traslado del efecto al PIB se producirá como consecuencia del multiplicador. Es complicado generalizar estos efectos sin tener presente los diferentes sectores puesto que la reducción de inversiones por efecto de movimientos en el tipo de interés tendrá necesariamente componentes sectoriales. Para

valorar un efecto medio hemos de considerar que la inversión supuso en España en 2011 (según datos de la Contabilidad Nacional del INE) el 21,54 por ciento del PIB (229.054 millones de euros).

Con el fin de valorar los efectos macroeconómicos es necesario contar con un modelo de equilibrio general. En el caso del estudio encargado por la CE, los autores utilizan un modelo dinámico estocástico cerrado de equilibrio general en el que introducen un sector financiero. En estos modelos se requiere especificar supuestos para todos los agentes económicos, consumidores (ahorradores), empresas (incluido el sector bancario), el Gobierno y el Banco Central. Una vez establecidos los supuestos, se calibra el modelo con datos tomados de la realidad para el período analizado y con parámetros tomados de estudios empíricos previos o ajustados bajo hipótesis de racionalidad económica de los agentes.

En el caso que nos ocupa, la valoración la haremos en el marco de un modelo tipo IS-LM utilizando como base los parámetros (multiplicadores) del modelo utilizado por la CE. Por tanto, la valoración se realiza de la siguiente forma. El impuesto reduce la inversión, a través del impacto que se ha estimado por la subida del tipo de interés y, por la vía del multiplicador esta reducción de la inversión implica una bajada del PIB. En una segunda etapa, calculamos lo que denominamos efectos de segundo orden, es decir, calculamos los efectos sobre la recaudación que conlleva una reducción del PIB (simplemente aplicando la presión fiscal del último año disponible, 2011) y, si no se modifican al alza ninguna de las variables de la identidad contable (consumo, inversión, gasto público y saldo exterior) el efecto de la reducción del gasto público necesaria para cumplir el déficit.

**Gráfico 7. Modelo económico utilizado por la CE para evaluar impactos macroeconómicos**



Fuente: Oxera (2012)

El incremento del tipo de interés (un mínimo de 13 puntos básicos a largo plazo) implica una reducción de la inversión de entre el 2 y el 3 por ciento, lo que supone, utilizando las cifras de cierre de la Contabilidad Nacional de 2012, entre 4.581 y 6.872 millones de euros.

Para una propensión marginal a consumir de 0,75 esta reducción de la inversión se traslada a una reducción del PIB de entre el 0,40 y el 0,61 por ciento, tal como se recoge en el Cuadro 2. Los efectos de la reducción de la contratación bursátil se trasladan directamente al empleo en el sector de actividades financieras y de seguros y la reducción del PIB tiene, a su vez, efectos adicionales sobre el empleo. En términos relativos las cifras del Cuadro 2 representan entre el 0,5 y el 1,05 de incremento en el desempleo nacional.

**Cuadro 2. Efectos sobre PIB y empleo**

Tipo impositivo	PIB	Empleo 1	PIB 2	Empleo 2
0,2%	0,40	30.000	0,61	60.000

Por otra parte, si el FTT reduce el PIB en la cuantía en la que se ha calculado en este informe, entonces se producirán caídas de recaudación en impuestos que afectan el trabajo y el consumo, por lo que al margen de la incidencia existe incertidumbre sobre los resultados finales en términos de recaudación neta. Por ello como forma de valorar los ingresos y los costes del mismo proporcionamos en el Cuadro 3 los efectos de segundo orden sobre la recaudación correspondientes a las dos cifras de impacto sobre el PIB que se han presentado en el Cuadro 2. Estos se calculan una vez se aplica la reducción esperada en el PIB. A la misma le corresponde una bajada recaudatoria (por todos los impuestos) por lo que para calcular el efecto recaudatorio de segundo orden tenemos en cuenta que la presión fiscal en 2011 estuvo en torno al 33 por ciento y asumimos que esta será la cifra cuando se introduzca el FTT, aunque con las últimas modificaciones impositivas parece que la presión fiscal será superior en el año 2014. Podemos observar que para los datos de PIB correspondientes a finales de 2011 (1.063.355 millones de euros) corresponde una pérdida recaudatoria de segundo orden superior a la ganancia obtenida con el impuesto, por lo que no parece una buena idea hacerlo si se produce traslación completa del mismo dado que

solo se obtiene mayor recaudación de la que se pierde cuando no se produce reacción por parte de los agentes económicos. Y parece bastante obvio que en mercados competitivos la existencia de reacciones y la traslación completa son dos supuestos bastante realistas.

**Cuadro 3. Efectos de segundo orden sobre recaudación**

Tipo impositivo	Recaudación 1	Recaudación 2
0,2%	1.403,6	2.105,4

### **Recomendaciones**

A la vista de la evaluación de impacto realizada en este informe con datos de contratación bursátil en los mercados españoles parece que no resulta muy adecuado introducir un impuesto sobre las transacciones financieras si se toman las decisiones basadas en la incidencia y la eficiencia económica ya que los costes económicos de introducir una herramienta distorsionante superan los beneficios de hacerlo.