



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

LA TASA SOBRE TRANSACCIONES FINANCIERAS Y SU IMPLANTACIÓN EN LA UNIÓN EUROPEA

Gabriel Elorriaga Aizpurua
Director: Cecilio del Moral Bello

Madrid
Junio 2018

Gabriel
Elorriaga
Aizpurua

**LA TASA SOBRE TRANSACCIONES FINANCIERAS Y SU IMPLANTACIÓN EN LA UNIÓN
EUROPEA**



RESUMEN

Como consecuencia de las sucesivas crisis financieras, numerosos autores han advertido de la necesidad de reducir la especulación y la volatilidad de los mercados financieros como forma de intentar reducir la magnitud de estas. Para ello se propone la implantación de un impuesto que grave las transacciones financieras de forma que estas dejen de ser rentables para los especuladores a corto plazo, y a la vez no convertirse en un lastre excesivo para el resto de los operadores del mercado. El presente trabajo expone las propuestas y preocupaciones de numerosos autores, así como un análisis de las principales experiencias a nivel mundial. Para ello se analizarán los efectos esperados y observados en elementos como la volatilidad, la deslocalización o los precios y volúmenes de los mercados. Posteriormente se realizará un estudio del Impuesto sobre las Transacciones Financieras propuesto por la Comisión Europea, relacionándolo con los objetivos y problemas planteados por los distintos autores y en las sucesivas experiencias prácticas. Por último, el trabajo ofrece un breve análisis de los posibles efectos que la medida propuesta - que destaca por ser la primera que agrupa a más de un país- podría tener en los mercados, el PIB o el consumidor final entre otros.

PALABRAS CLAVE

Impuesto sobre las Transacciones Financieras, volatilidad, especulación mercados financieros, instrumentos financieros, Tasa Tobin, Comisión Europea, Unión Europea.

ABSTRACT

As a result of the successive financial crises, numerous authors have warned of the need to reduce speculation and volatility in financial markets. To this extend, it intends to introduce a tax on financial transactions in such a way that they cease to be profitable for short-term speculators, and at the same time do not become an excessive burden for the rest of the market operators. This work discloses the proposals and concerns of many authors, as well as an analysis of the main experiences worldwide. For this, the expected and observed effects on elements such as volatility, delocalization or market prices and volumes will be analyzed. Subsequently, a study of the Financial Transactions Tax proposed by the European Commission will be carried out, relating it to the objectives and issues raised by the different authors and in the subsequent practical experiences. Finally, the paper offers a brief analysis of the possible effects that the proposed measure - which stands out as the first that groups more than one country - could have in the markets, GDP or the final consumer, among others.

KEY WORDS

Financial Transactions Tax, volatility, speculation, financial markets, financial instruments, Tobin Tax, European Commission, European Union.

ÍNDICE SISTEMÁTICO

1.	INTRODUCCIÓN	1
1.1	Justificación del interés de la cuestión	1
1.2	Objetivos del trabajo.....	2
1.3	Metodología	2
2.	LA TASA SOBRE TRANSACCIONES FINANCIERAS	5
2.1	Orígenes.....	5
2.2	Planteamiento histórico de James Tobin	6
2.3	Objetivos y planteamiento de Tobin.....	10
2.3.1	Autonomía de los Estados	11
2.3.2	Principales obstáculos	12
2.4	Principales críticas	13
2.4.1	Stiglitz	13
2.4.2	Summers & Summers.....	15
2.5	Especulación	17
2.6	Volatilidad.....	18
2.7	Experiencias prácticas	18
2.7.1	Suecia.....	19
2.7.2	Japón	21
3.	EL ITF EN LA UNIÓN EUROPEA	22
3.1	Objetivos	22
3.2	Planteamiento.....	23
3.2.1	Ámbito de aplicación	23
3.2.2	Superación de problemas previos.....	26
3.3	Situación actual.....	27
3.4	Análisis de los posibles efectos	27
3.4.1	Impacto los mercados.....	27
3.4.1	Impacto en la volatilidad	30
3.4.2	Impacto en la localización de las actividades financieras	31
3.4.1	Impacto en el PIB.....	31
3.4.2	Impacto en el consumidor final.....	32
4.	CONCLUSIONES	34
5.	BIBLIOGRAFÍA	37

LISTADO DE ABREVIATURAS

CE	Comisión Europea
EM	Estados Miembros
ITF	Impuesto a las Transacciones Financieras
UE	Unión Europea
UE-11	Grupo de países que han aceptado adoptar la propuesta de Directiva del Consejo por la que se establece una cooperación reforzada en el ámbito del impuesto sobre transacciones financiera

1. INTRODUCCIÓN

1.1 JUSTIFICACIÓN DEL INTERÉS DE LA CUESTIÓN

Para justificar este tema debemos remontarnos en el tiempo hasta los años noventa, momento en el que empiezan a aparecer las grandes crisis de los mercados financieros globales, y no limitarnos a analizar la crisis del año 2007. Entre 1992 y 1993, Europa sufrió el colapso de los Mecanismos de Tipo de Cambio (MTC), surgidos en 1979 para estabilizar los tipos de cambio de las divisivas de los países miembros de las Comunidades Europeas. Posteriormente, en 1994 y 1995, Méjico sufrió una crisis financiera y de divisivas, que provocó una gran depreciación en el peso mejicano, contagiando mediante el conocido como efecto Tequila a las economía argentina y mejicana. En 1997, la economía mundial se resintió nuevamente con la crisis que azotó al sudeste asiático, así como en 1999 cuando el real brasileño fue devaluado perdiendo más de un 40 por ciento de su valor en relación al dólar norteamericano en dos meses.

Durante todas estas crisis, numerosos economistas analizaron la posible implantación de un tributo con la intención de minimizarlas. Con la crisis financiera de 2007, esta idea reapareció en la escena política internacional y la propuesta de establecer un impuesto sobre las transacciones del sector financiero se difundió, siendo además numerosos los intentos por parte de distintos países de establecer este tributo.

Son varias las circunstancias por las cuales el conocido como Impuesto sobre las Transacciones Financieras (en adelante, "ITF) goza de una actual relevancia en la actualidad. De un lado, en ciertos discursos políticos se ha señalado al sector financiero como el principal causante de la crisis económica, así como beneficiario directo de ayudas públicas que fue necesario aprobar para hacer posible su saneamiento. Prescinden de la evidente realidad de que estas entidades han estado sometidas de manera permanente a la más estricta supervisión pública de su actividad, y de que su rescate ha beneficiado a los ahorradores y trabajadores del sector, junto a una infinidad de personas propietarias de su capital, se presenta el impuesto como un acto de justicia, propio de "Robin Hood", que retira el dinero a los capitalistas en favor de los empobrecidos ciudadanos.

Por otro lado, la conocida exención del IVA para las operaciones financieras existente desde la creación de este impuesto, y la baja tributación efectiva de estas entidades en el impuesto sobre sociedades, fruto de sus complejas estructuras societarias internacionales, han contribuido también a extender la idea de la insuficiente contribución de las entidades financieras al sostenimiento del gasto público.

Todo lo anterior hace que goce de una gran aceptación entre algunos sectores de la sociedad, pero a la vez las experiencias prácticas no han sido del todo concluyentes, lo que hace necesaria una profunda reflexión sobre las posibles consecuencias de su aplicación.

1.2 OBJETIVOS DEL TRABAJO

El objetivo principal de este trabajo es por tanto analizar el impacto en la recaudación y en los mercados financieros de la eventual aplicación de un impuesto sobre las transacciones financieras en el ámbito europeo.

El mencionado objetivo principal se concreta en los siguientes objetivos secundarios

- Estudiar los antecedentes históricos para conocer los objetivos iniciales y los actuales que perseguiría el impuesto;
- Analizar los problemas planteados en el pasado y su eventual superación por la propuesta actual;
- Determinar y estudiar las novedades técnicas introducidas por la Comisión Europea en el ITF propuesto para los países miembros de la UE (en adelante, “UE”);
- Analizar la situación actual en la que se encuentra la implantación de la tasa;
- Comentar los posibles efectos de la tasa en los mercados financieros europeos, y;
- Estudiar si la implantación de la tasa tendrá efectos beneficiosos o adversos en el conjunto de la economía.

1.3 METODOLOGÍA

El trabajo se basa en el estudio de numerosas fuentes de información, lo que permitirá posteriormente analizar las diferentes implicaciones que tiene la implantación del ITF en el seno de la Unión Europea, hacer un análisis comparativo con ideas similares

instauradas previamente y, de esta manera, lograr un análisis completo del tema desde distintos puntos de vista.

El trabajo tendrá un enfoque inductivo ya que, al no haber sido aplicada aun no podemos conocer si el efecto será positivo o negativo, especialmente debido a la naturaleza innovadora de la medida, la cual abarca una pluralidad de países en su ámbito de aplicación, algo que contrasta con el carácter nacional de experiencias anteriores. Así, mediante el análisis de información y datos, podremos estudiar los posibles efectos del ITF.

Con este fin, el trabajo se dividirá en dos grandes bloques. La primera sección pretende hacer una presentación de las principales conclusiones a las que han llegado los autores que han estudiado el tema de tal modo que sus conclusiones puedan posteriormente servir para argumentar a favor o en contra de la propuesta de Directiva realizada por la Comisión Europea (en adelante, “CE” o la “Comisión”), poder anticipar el impacto de la medida en los mercados de los países que la aplican y, por último, experiencias en la implementación del ITF con ejemplos modernos y a la vez históricos. La segunda sección analizará en primer lugar la propuesta de Directiva de la CE, para posteriormente estudiar el posible resultado de la medida atendiendo a las conclusiones teóricas de los autores y experiencias previas analizadas en la primera sección.

Para la realización de este trabajo se han analizado distintas fuentes relacionadas con la Tasa Tobin y el ITF, de cara a entender el origen del impuesto a las transacciones financieras y las críticas y reacciones que en su día surgieron frente a ellas y, posteriormente, las relacionadas con la propuesta de la CE, principalmente a través de informes específicos de prestigiosas organizaciones.

Para la selección de las fuentes se ha realizado un cuidadoso proceso de selección, donde se ha buscado la máxima credibilidad y fiabilidad, resultando en una bibliografía en donde se encuentran un gran número de informes publicados por los más prestigiosos institutos de finanzas a nivel internacional, instituciones de investigación y artículos de prensa, que junto con informes preparados por gobiernos y el sector privado hacen que se consiga un enfoque equilibrado al asunto en cuestión.

En este proceso de revisión de la literatura existente, se aprecia una gran polarización del debate en torno a los ITF; un impacto que no se presta a poder hacer un análisis uniforme de la propuesta de la CE.

2. LA TASA SOBRE TRANSACCIONES FINANCIERAS

A pesar de ser denominada por muchos como la Tasa Tobin, en honor al autor que primero desarrolló la idea, sus orígenes no aparecen con la formulación de James Tobin en los años setenta, si no que hay que remontarse a la Gran Depresión Americana de los años 30, justo después del Crac del 29, para ver las primeras aproximaciones formuladas. Estas primeras aproximaciones nacieron con dos objetivos, el de reducir la especulación en los mercados financieros y el crear una nueva fuente de ingresos para los Estados. Esos continúan siendo hoy en día sus dos grandes objetivos.

2.1 ORÍGENES

La formulación del Impuesto sobre las Transacciones Financieras (en adelante, "ITF") formulada por la Comisión no es ni mucho menos una idea novedosa. De hecho, existen varias teorías sobre su origen. Por un lado, están los que asignan su paternidad al célebre economista John Maynard Keynes, que propuso el primer impuesto sobre instrumentos representativos de capital o deuda, el "*Securities Transactions Tax*". Por otro lado, algunos economistas fijan su origen años más tarde, con la entrada del "*Stamp Duty*", pagadero por el comprador, para poder formalizar la compraventa de acciones en la Bolsa de Londres desde 1964. A lo largo de los años surgirán nuevos planteamientos, como el "*Currency Transaction Tax*" (Impuesto sobre las Transacciones Monetarias) y el "*Financial Tax on Derivatives*" (Impuesto sobre Derivados Financieros).

La idea de Keynes surge por primera vez en su célebre obra "Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero", publicada en 1936, fundamento de las ideas actualmente consideradas la base de la macroeconomía moderna. Es en esta obra cuando se plantean por primera vez los problemas que podían generar los mercados financieros en la economía real, cuando estableció que "*se conviene habitualmente que los casinos deberían, en interés público, ser inaccesibles y caros. Y quizá lo mismo es verdad para los mercados bursátiles*", posicionándose a favor de encarecer artificialmente la compraventa de activos cotizados en mercados bursátiles.

La idea se desarrolla posteriormente con más profundidad a lo largo de la obra, razonando acerca de las vías para reducir las posibilidades de que se creasen nuevas burbujas

financieras como la que estalló el Jueves Negro de octubre de 1929. La propuesta de Keynes se basaba en la introducción de una tasa relativamente baja en términos porcentuales a cualquier operación realizada en Wall Street, principalmente con el objetivo de desincentivar a los compradores desinformados, a los que años después Stiglitz se referirá despectivamente como “*los dentistas y doctores del medio oeste americano*” o “*los jubilados de los Estados del Sur*”, que encuentran en la bolsa su pasatiempo favorito. Para Keynes, estos inversores aumentaban la volatilidad de las bolsas, y veía como un grave problema el hecho de que este tipo operaciones pudiesen dominar las bolsas sustituyendo a las inversiones basadas en fundamentales:

“[...] a medida que mejora la organización de los mercados de inversión, el riesgo del predominio de la especulación aumenta. En uno de los mayores mercados de inversión del mundo, como Nueva York, la influencia de la especulación es enorme. La implantación de un impuesto fuerte sobre todas las operaciones de compraventa podría ser la mejor reforma disponible con el objeto de mitigar en Estados Unidos el predominio de la especulación sobre la empresa” (Keynes, 1936).

2.2 PLANTEAMIENTO HISTÓRICO DE JAMES TOBIN

A pesar de que la idea de un *Securities Transactions Tax* nunca llega a materializarse, esta sirvió de base a James Tobin, que dedicó sus estudios a desarrollar las ideas de Keynes para intentar explicar cómo los mercados financieros afectan a las decisiones de consumo e inversión. Premio Nobel de Economía en 1981 y uno de los más influyentes economistas del siglo XX, Tobin dedicó parte de su estudio al desarrollo de un impuesto sobre las transacciones monetarias.

La idea de Tobin surge como respuesta a la caída del sistema de Bretton Woods durante la Guerra de Vietnam; en 1971. Durante años se había obligado a los países a establecer una política monetaria que permitiese mantener el tipo de cambio estable en torno a un determinado valor con respecto al oro. Este cambio de sistema fue provocado por la existencia en el mercado de un exceso de dólares norteamericanos, haciendo que estos estuviesen sobrevalorados, por lo que los países europeos empezaron a solicitar a EE. UU. la conversión de sus excedentes de dólares en oro, provocando que las reservas de oro norteamericanas disminuyeran rápidamente. A esta situación se llegó principalmente

por dos caminos; el primero, la inmensa cantidad de dólares emitidos por el gobierno norteamericano para financiar la guerra de Vietnam, y por otro, el primer déficit comercial de EE. UU. en el siglo XX (Garber, 1993).

Ante esta situación, el presidente Nixon promulgó el conocido como “Nixon Shock”, una serie de reformas en la economía y la política exterior, que entre otras medidas incluyó la rescisión unilateral de los acuerdos de Bretton Woods y por tanto el fin del patrón oro (Nixon, 1971). El resultado fue que el mercado de divisas mundial pasó a regirse por un sistema de libre fluctuación, algo que desde un primer momento creó una gran volatilidad en los tipos de cambio. En 1971, antes de la caída del sistema de Bretton Woods, se estimaba que el 90 por ciento de los intercambios de divisas respondían a la financiación del comercio o de inversiones a largo plazo, y que solo el 10 por ciento respondía a la especulación. En los noventa, estas cifras se habían invertido completamente, haciendo que más del 90 por ciento de las transacciones respondiesen a la inversión puramente especulativa. Además, el volumen de operaciones creció exponencialmente, lo que provocó que los flujos de divisas diarios superasen ampliamente las reservas de divisas que mantenían los miembros del G7 (Eatwell & Milgate, 2011).

Tobin, ampliando la propuesta de Keynes, planteó reducir esta volatilidad con un pequeño impuesto de, por ejemplo, un 0,1 por ciento, que gravase la cantidad intercambiada en cualquier operación de cambio de divisa (FX). Para ello defendió que era necesario desalentar la especulación generada, por inversores cortoplacistas, cuyo comportamiento impedía a los gobiernos llevar a cabo unas políticas monetarias efectivas, ya que los inversores hacían fluctuar los tipos de cambio de manera constante para intentar beneficiarse de las diferencias que ofrecía cada banco central en lo que respecta a los tipos de interés. Aunque el objetivo principal que perseguía era el de reducir la volatilidad y la especulación dañina, también perseguía otros objetivos (Tobin J. , 1974).

La idea no era otra que ‘ *echar algo de tierra en las ruedas* ’ de los especuladores cortoplacistas de los mercados monetarios. Los especuladores han sido criticados en numerosas ocasiones por su capacidad para desestabilizar los mercados y generar un gran impacto sobre la actividad económica y el valor de los activos sin usar para ello una base real. Son muchos los que a lo largo de los años han criticado estas actuaciones, entre ellos, el ex presidente conservador francés Jacques Chirac, que en una cumbre del G-7

celebrada en 1995 expresó que “*la especulación es el SIDA de las finanzas*”. Con su propuesta, Tobin pretendió crear una tasa lo suficientemente pequeña para hacer que los movimientos especulativos se volvieran antieconómicos, sin ser a su vez un coste añadido al comercio global.

La tasa propuesta por Tobin estaría en torno al 0,1 por ciento sobre el valor total de la transacción de intercambio de divisas y funcionaría de la siguiente manera: para un inversor a largo plazo que planea invertir a veinte años, con un retorno esperado del siete por ciento anual, la tasa del 0,1 por ciento solo reduciría su retorno bruto total un 0,17 por ciento¹. En cambio, para un inversor cortoplacista, aquel que realiza un número muy elevado de transacciones cada día o mes, la imposición de este impuesto podría mermar una gran parte de sus beneficios. Por tanto, la carga generada por la tasa es inversamente proporcional al tiempo que se mantenga la inversión, al ser esta una tasa *ad valorem* y ser liquidada en cada transacción. Además, conforme a la idea original, una operación especulativa en el mercado de divisas incurriría en el impuesto dos veces, una vez cuando se compra la moneda extranjera y otra cuando se vende, en comparación con una operación de compra de divisas destinada a comprar bienes y servicios en moneda extranjera, que solo sería gravado una vez.

Para describir los mercados de divisas, Tobin explicaba que, en el ámbito microeconómico, y de acuerdo con la teoría económica, cualquier tasa de cambio se debe regir por “fundamentos económicos”, como pueden ser los recursos de un país, sus niveles de productividad o sus previsiones de crecimiento. Para él, estos fundamentos eran relativamente estables, cambiando poco de un día para otro, cada mes o incluso cada año, y por ello en teoría los tipos de cambio debería ser relativamente estables. Ahora bien, en la práctica esto era radicalmente opuesto y la volatilidad de los mercados de divisas se alejaba mucho de lo que se podía predecir de esos fundamentales macroeconómicos. Tobin lo describía de la siguiente manera, “*A falta de un consenso en los fundamentales, los mercados están dominados – como los del oro, pinturas extraordinarias y – sí, también los valores – por inversores en el juego de adivinar lo que*

¹ Para una inversión de 100€ anualizada al 7%, en veinte años se habría generado una ganancia igual a $100 \cdot (1,07)^{20} = 386,7 - 100 = 286,7$. Una tasa que gravase cada intercambio del activo supondría un 0,1% de $100€ + 0,1\% \text{ de } 386,7 = 0,49$; que es equivalente al $(0,49/286,7) = 0,17\%$

otros inversores van a pensar” (Tobin J. , A Proposal for International Monetary Reform, 1978).

En el plano macroeconómico, numerosos autores han analizado las consecuencias que las sucesivas crisis financieras han tenido en los mercados de divisas. Muchos de ellos han concluido que parte de estas situaciones fueron provocadas por la especulación financiera y que, por tanto, propuestas como la de Tobin podrían haber ayudado a evitar, o por lo menos atenuar, la magnitud de las dificultades experimentadas por muchos países. Para ello ejemplifican que para países desarrollados una variación a largo plazo de los tipos de cambio puede ser mucho más dañina que una crisis financiera, como EE. UU. que durante la crisis financiera asiática de 1997 no se vio directamente afectada, pero sí vio como las numerosas devaluaciones que sucedieron a la de la moneda tailandesa provocaron una gran desventaja competitiva a las empresas norteamericanas, al estar el dólar sobrevalorado frente al mercado y por tanto encarecer de manera muy significativa sus exportaciones. En este sentido, se ha valorado muy positivamente la introducción del Euro, que ha permitido dotar a muchos países europeos de la estabilidad necesaria frente a la especulación de los mercados financieros (Palley, 2003).

Es interesante analizar también las ideas de otras corrientes económicas de pensamiento que defienden las bondades de la especulación financiera. En este apartado debemos destacar a la Escuela de Economía de Chicago con sus ideas frontalmente contrarias a las Keynesianas y defensoras de la libertad de mercado y del monetarismo por encima de todo. Es Friedman, también Premio Nobel de Economía en 1976, quien en una obra visionaria habló en 1953 sobre la necesidad de dejar atrás el sistema de Breton Woods y apostar por unos mercados de divisas flexibles, defendiendo que la especulación estabiliza los mercados. Este punto de vista se basa en el argumento de que sin duda existe un precio de mercado que se basa en fundamentos económicos, y que cuando el precio de mercado no está justificado por esos fundamentales, ya sea por exceso o por defecto, los especuladores serán conscientes de este hecho, y por tanto actuarán en consecuencia, moviendo el precio de mercado hasta igualar al que se puede deducir de los fundamentales (Friedman, 1953).

Este punto de vista ha sido cuestionado por muchos autores, incluida la propia Escuela de Economía de Chicago que, en la teoría de las expectativas racionales, explica como

las burbujas de determinados activos pueden racionalmente convertirse en una profecía auto cumplida². Para ello lo único que se necesita es la expectativa de los inversores de que el precio del activo seguirá subiendo y, por tanto, justificarán sus inversiones en base a la anticipación a un precio superior futuro. Es en esta situación, cuando los inversores se dejan guiar por sus expectativas, cuando dejan de lado los fundamentos económicos que justifican el valor de un activo. Esta teoría ha sido observada en numerosas ocasiones, y más recientemente con las criptomonedas, cuando inversores no profesionales, haciendo uso de las nuevas tecnologías que permiten acercar los mercados de capital de manera directa a casi cualquier persona, empezaron a comprar Bitcoin sin preguntarse: ¿Cuáles son los fundamentos que sostienen el valor de mi activo? Esta situación hizo que su precio se revalorizase un 2000% en menos de un año, para posteriormente perder más del 50% de su valor máximo. En palabras de Tidjane Thian, CEO de Credit Suisse: “La única razón para comprar o vender Bitcoin es hacer dinero, que es la verdadera definición de especulación y burbuja financiera”.

2.3 OBJETIVOS Y PLANTEAMIENTO DE TOBIN

Para poder hacer un análisis en profundidad del ITF es necesario entender el planteamiento original de James Tobin para los mercados de divisas, que posteriormente se adaptará a otros mercados financieros, así como posteriormente analizar como se han superado los problemas detectados, ya fuese por Tobin desde un primer momento o por otros autores posteriormente.

Como se ha mencionado anteriormente, el principal objetivo de la tasa Tobin es el de favorecer la inversión y dejar de lado los movimientos especulativos en el mercado de divisas, pero también permitía lograr otros objetivos secundarios y no menos importantes, relacionados principalmente con un aumento en la libertad de actuación de los Estados, que se había venido reduciendo desde el aumento en la relevancia de los mercados financieros a partir de 1980 movidos por la desregulación, el progreso tecnológico y la innovación financiera. Entre ellos se encuentra incrementar el poder de las políticas

² Término acuñado en la literatura moderna por el sociólogo Robert K. Merton, que lo definió como: “La profecía que se autor realiza es, al principio, una definición «falsa» de la situación que despierta un nuevo comportamiento que hace que la falsa concepción original de la situación se vuelva «verdadera”.

monetarias domésticas, incrementar los ingresos del Estado, reducir la supremacía de los intereses financieros sobre las políticas económicas y reducir el mal uso de recursos relativamente escasos utilizados en este tipo de transacciones. Se pretendía por tanto conseguir una mayor autonomía a nivel macroeconómico de modo que los países no se viesen obligados a aplicar medidas contra intuitivas, como podría ser un aumento de los tipos de interés, con el único objetivo de mantener la apariencia de cara al exterior (Patterson, 2002).

2.3.1 Autonomía de los Estados

El gravamen diseñado por Tobin permitiría a las autoridades monetarias de cada país aumentar su capacidad para fijar tipos de interés más bajos, sin que esto provocase una salida masiva de capitales atraídos por tipos de interés superiores en otros países, movimientos que se verían limitados por el nuevo impuesto. Consecuentemente, los Estados tendrían una mayor autonomía a la hora de fijar sus políticas y podrían centrar sus esfuerzos en impulsar el crecimiento económico o estimular el empleo (Patterson, 2002).

La propuesta original de Tobin abogaba por un acuerdo a escala global entre todos los países, de forma que cualquier intercambio de divisas estuviese gravado por la tasa, permitiendo únicamente dos exenciones; las transacciones realizadas por organismos del Estado y las transacciones de menor cuantía (Tobin J. , 1974).

Para Tobin, uno de los mayores retos al que debía hacerse frente era la evasión y el rol que jugarían los paraísos fiscales, poniendo como ejemplo el “*Interest Equalization Tax*”, implementado por el gobierno de Kennedy en 1963 que pretendía reducir el déficit en la balanza de pagos gravando la compra de valores en el extranjero (Tobin J. , 1974). Aunque muchos consideran que este impuesto provocó los efectos deseados, también provocó que los mercados financieros buscasen nuevas formas de articular sus inversiones y de esta manera se llegó a un aumento exponencial de Eurodólares, cuentas denominadas en dólares estadounidenses mantenidas en el extranjero, y por tanto sujetas a una regulación más laxa que la americana (Markham, 2002).

Por último, la idea original de Tobin presuponía que todos los ingresos derivados del nuevo impuesto se utilizarían para financiar las políticas del Fondo Monetario

Internacional y al Banco Mundial. Posteriormente Tobin cambió de opinión, y estableció que debían ser también los gobiernos los que recibiesen parte de los ingresos; reparto que se debería hacer atendiendo a criterios que favoreciesen a los países más pobres. De esta forma Tobin pretendió crear un impuesto redistributivo a nivel global, en donde los países más ricos financiaran el desarrollo de los más pobres (Patterson, 2002) (Tobin J. , A Proposal for International Monetary Reform, 1978).

2.3.2 Principales obstáculos

Para desarrollar y hacer viable su propuesta, Tobin identificó dos principales trabas al desarrollo del impuesto, por un lado, las de tipo administrativo y técnico y, por otro, las puramente relacionadas con su viabilidad política.

En el plano administrativo y técnico, los problemas vienen de la mano de la dificultad para aplicar la ley en los diferentes mercados alternativos que surjan, especialmente los mercados de productos derivados y en concreto los mercados *Over The Counter* (OTC), de modo que no se pueda evadir el pago del impuesto cambiando el activo de forma que este no sea gravado. Así mismo debería existir una gran coordinación entre los países de forma que quedan registrados todos los movimientos entre jurisdicciones. Por último, la dificultad que puede suponer la distribución de los ingresos derivados del impuesto, y que algunos países pueden incumplir (Dodd, 2003).

En el plano político los problemas vienen derivados de la necesidad de encontrar un acuerdo a gran escala, de forma que se evite que las transacciones puedan moverse a otros centros de negocio, como fue el caso de las cuentas denominadas en dólares estadounidenses fuera de EE. UU., así como la presencia de paraísos fiscales. En segundo el incentivo que existe para no ser parte de los tratados. Sin duda, los países que queden fuera o que desde dentro permitan incumplir o desviar los costes asociados al impuesto, ofrecen una gran recompensa a la hora de quedarse fuera del ámbito territorial de aplicación del impuesto. Para evitarlo, Tobin creía que el cumplimiento debería hacerse por métodos coactivos (Dodd, 2003).

La superación de estos problemas sería necesario para asegurar el buen funcionamiento del impuesto, evitando por un lado la evasión y, por otro, el movimiento de las operaciones a otros países. Más adelante veremos como la Comisión Europea y los países

que han adoptado los acuerdos para desarrollar el ITF han querido superar estos obstáculos.

Es interesante también destacar uno de los últimos artículos que Tobin publicó y en donde quiso desmarcarse de los movimientos que usaban sus ideas para justificar la creación de un ITF, reiterando la idea de que la tasa Tobin solo estaba pensada para amortiguar las fluctuaciones de los mercados de divisas y declarándose a favor del libre comercio en el resto de los mercados. Para él, la recaudación era un objetivo secundario y las nuevas propuestas que habían surgido posteriormente se centraban en como usar el dinero recaudado para financiar distintos proyectos y no para reducir la volatilidad de los mercados, para finalmente concluir que no veía ninguna posibilidad a se crease una tasa como la que el propuso (Tobin J. , El movimiento antiglobalización abusa de mi nombre, 2001).

2.4 PRINCIPALES CRÍTICAS

Las propuestas desarrolladas a partir de las ideas de Tobin intentan desarrollar una tasa que se aplique en los distintos mercados financieros, para así poder evitar un cambio en los comportamientos de los inversores, que dejarían de invertir en los mercados al contado y optarían por otras alternativas como los mercados de derivados, que, a través de futuros y opciones, permiten conseguir el mismo resultado sin tener que hacer frente al pago de la tasa.

2.4.1 Stiglitz

Sin duda una de las críticas más constructivas fue la realizada por el profesor de la Universidad de Columbia y Premio Nobel de Economía en 2001, Joseph E. Stiglitz, que analizó el impacto que se generaría en los mercados de capital. Para ello analizó, por un lado, quienes son los actores de los mercados y como afectaría a su proceso de toma de decisiones y a la eficiencia en los mercados y, por otro lado, a la forma en la que los mercados logran formar un precio y el posible aumento de volatilidad que se podría generar en contra de la principal intención (Stiglitz, 1989).

Stiglitz parte de la base de que, sin lugar a duda, una tasa a las transacciones generaría una distorsión en la eficiencia de los mercados en la medida en que muchos inversores se

verían desalentados a seguir negociando a corto plazo, y esos inversores tienen un papel muy importante a la hora de generar liquidez en los mercados y así asegurar la correcta formación de los precios. En su opinión, esta ineficiencia no es relevante a la hora de realizar un correcto análisis, ya que las pérdidas que generaría una tasa como la propuesta son insignificantes si se compara con sus potenciales beneficios (Stiglitz, 1989).

A partir de aquí desarrolla la idea de a quien afectaría en mayor medida, distinguiendo entre: los inversores altamente cualificados, que realizan análisis profesionales y en muchos casos tienen información privilegiada; los no informados, que se limitan a intentar batir al mercado y, por último, los '*noise traders*'. Entre medias existen otros grupos de inversores, los que están parcialmente informados que combinan los métodos de los dos primeros grupos. Para Stiglitz, una tasa que gravase las transacciones financieras tendría efecto únicamente en los especuladores a corto plazo, los '*inversores ruidosos*', ya que para ellos representaría una gran parte del retorno que esperan en cada transacción. A estos individuos no les considera inversores, si no apostadores, aquellos que cuando ganan dicen que fue por intuición y conocimiento, pero que si pierden siempre dirán que fue mala suerte. Para él, la bolsa es el mayor casino para los americanos y, recuperando las ideas de Keynes, solo ve beneficios en limitar el acceso a los mercados a este tipo de inversores (Stiglitz, 1989).

El segundo punto de su análisis parte de la principal crítica que se había hecho hasta entonces a medidas similares: que este tipo de impuestos derivaría en mercados más estrechos y, en consecuencia, habría menos liquidez y más volatilidad. En su opinión, la medida desincentivaría tanto a vendedores como a compradores, por lo que se genera un mayor diferencial entre la oferta y la demanda, pero atendiendo a criterios empíricos y teóricos, es difícil creer que esto pueda afectar al proceso de generación de precio de los valores más negociados. En cuanto a la posible mayor volatilidad inicial, se verá sin duda reducida por la consecuente disuasión que se hace a los '*inversores ruidosos*' (Stiglitz, 1989).

Para concluir, destaca dos puntos donde se debe trabajar. El primero la necesidad de que el impuesto cubra la totalidad del mercado y de manera eficiente, de forma que no se limite solo al mercado de acciones, si no también al de derivados, y que la tasa sea diseñada para evitar posibles distorsiones, y que por tanto se evite que dos operaciones

que consigan el mismo efecto sean gravadas a distintos tipos. Por tanto, la compra de una acción debería ser gravada igual que se grava la operación combinada de compra de una opción de compra y de venta de una opción de venta, de manera que ambas operaciones sean gravadas de la misma forma y el impuesto no genere un trasvase en el lugar donde se realizan las operaciones para poder evitar su pago. En segundo lugar, y teniendo en cuenta el principal objetivo de la tasa, reducir la volatilidad de los mercados, propone la creación de exenciones a la tasa si el activo se mantiene durante un determinado periodo de tiempo, para evitar que el ahorro materializado a través de inversiones a largo plazo se pueda ver afectado (Stiglitz, 1989).

Por todo ello, Stiglitz considera que, aunque en un principio puede suponer un ataque al libre mercado, es muy probable que un impuesto así aumente la eficiencia de los mercados al conseguir que el precio vuelva a tener el papel que se le presupone en los mercados y que ha podido verse desplazado por los especuladores, y por otro la capacidad de generar nuevos ingresos para los estados y reducir el déficit.

2.4.2 Summers & Summers

Otra de las grandes críticas realizadas a la implantación de un impuesto a las transacciones financieras fue la realizada por los profesores de la Universidad de Harvard, Lawrence H. Summers y Victoria P. Summers en 1989, en la que analizaron si era necesaria y viable la introducción del ITF en EE. UU. y, que como ya expresaron desde un inicio, tenía el mismo objetivo que Tobin: *‘echar algo de tierra en las ruedas’* de los especuladores cortoplacistas de los mercados monetarios.

El análisis de Summers & Summers parte de la idea de Keynes de que las bolsas, al igual que los casinos, deben de ser caras e inaccesibles, y haciendo referencias constantes a la aplicación del impuesto en países como Japón o el Reino Unido, y como han conseguido probar que su aplicación administrativa es viable sin afectar a la competitividad de sus centros financieros, creyendo por tanto en la viabilidad de su aplicación. Su análisis está dividido en dos partes; una primera donde se explica como funcionan los mercados de capital en la práctica, y una segunda que habla de las experiencias prácticas a nivel internacional que han resultado satisfactorias (Summers & Summers, 1989).

En la primera parte del artículo, los autores hablan de la necesidad de diferenciar entre los dos tipos de estrategias de inversión en el mercado: los *value investors* y los *traders*. Los primeros se caracterizan por realizar estudios del valor fundamental de un activo que son bastante estables a largo plazo, y donde el precio de mercado sirve para determinar los momentos en los que comprar. De esta forma, comprarán cuando este infravalorado y venderán cuando este sobrevalorado, de manera que el precio de los activos será bastante estable en torno al valor fundamental. Esta estrategia de inversión tiende a reducir la volatilidad.

En la situación contraria se encuentra los *traders*, que compran cuando el mercado está subiendo, y venden cuando está bajando; estrategias basadas en ‘*the trend is your friend*’ (“la tendencia es tu amiga”), las órdenes de *Stop Loss* y el uso de derivados para cubrir las posiciones. Estas inversiones que se guían por las reacciones positivas son las que generan volatilidad en los mercados (Summers & Summers, 1989).

La segunda parte del trabajo habla del caso de Japón, que se analizará más tarde en nuestro trabajo, y el caso de la aplicación desde 1891 del “*Stamp Duty*” del Reino Unido, con el que encuentra grandes paralelismos para determinar que activos deben quedar sujetos por el impuesto. Los autores consideran que existen argumentos económicos para determinar que el impuesto debe cubrir todos los activos cotizados y sus equivalentes, pero que deben existir diferencias en los tipos impositivos entre las distintas clases de activos, haciendo una referencia al caso de Japón, que instauró un tipo sustancialmente menor a los activos de renta fija, proponiendo además la creación de una escala de tipos impositivos a estos activos que dependiese de la madurez de la deuda. Al mismo tiempo destaca las posibles distorsiones que se producirían si se eximiesen del pago del impuesto la compra de deuda pública, al considerar que reduce significativamente los ingresos y que incrementaría el coste de capital para las empresas en comparación a si la tasa se aplicase a la deuda pública y privada. A continuación, los autores hablan de la posible pérdida de competitividad de los mercados americanos, y la posibilidad de que las operaciones se trasladen al extranjero. Por ello, plantean reconociendo su ambición, una armonización del impuesto en los principales centros de negocio a nivel mundial, de modo que se minimicen los beneficios derivados de trasladar las operaciones a otros países (Summers & Summers, 1989).

Concluyen estableciendo que la aprobación de un impuesto en estos términos tendría efectos muy positivos en la economía; disminuyendo la especulación y aumentando los ingresos. Además, destacan su conveniencia ya que no afecta al empleo ni al ahorro, algo en lo que están de acuerdo la mayor parte de los economistas en lo que respecta a otras medidas fiscales y, por tanto, aunque no tuviese efectos positivos en los mercados, sería una fuente de ingresos más eficiente que otras alternativas (Summers & Summers, 1989).

2.5 ESPECULACIÓN

La especulación en los mercados de divisas, cuya minimización era el objetivo fundamental de Tobin, es uno de los mecanismos para determinar el precio de equilibrio basado en fundamentales que le corresponde a la divisa. De por sí la especulación no es necesariamente negativa, y es en muchos casos fundamental para ese proceso de creación de precios, y por tanto para contribuir a la eficiencia de los mercados (Hinman, 2003).

Atendiendo al modelo neoclásico, esto solo será cierto cuando todos los agentes de mercado tengan acceso a la misma información, y solo en ese caso los precios reflejaran los precios fundamentales del activo. Tobin parte del hecho de que los mercados son imperfectos, y que por tanto esta situación no se da. A partir de aquí describe que en los mercados donde no existe una información completa para todos, los movimientos responden a las suposiciones y creencias de los inversores (Tobin J. , A Proposal for International Monetary Reform, 1978).

Para Tobin el problema surge cuando determinados especuladores, actuando de manera conjunta y de forma que tengan la capacidad para influir en los precios, intentan obtener una gran rentabilidad a corto plazo intentando predecir pequeños cambios en los mercados de divisas, y esta situación es la que pretende evitar. Unidos a ellos se encuentran además los '*noise traders*', aquellos que creen que conocen el funcionamiento de los mercados y usan el análisis técnico para justificar sus inversiones e intentar batir al mercado en el corto plazo, y que por tanto ayudan a incrementar esa teoría de la profecía auto cumplida. Esta situación hace que haya un desajuste entre el precio determinado por el mercado y el precio que determinan los fundamentales, creando un problema a los gobiernos y bancos centrales, ya que les impide tener una mayor autonomía a la hora de aplicar políticas fiscales y monetarias (Hinman, 2003).

2.6 VOLATILIDAD

Siendo el objetivo principal de la tasa intentar desincentivar los movimientos especulativos para reducir la volatilidad de los mercados, es interesante entender cuales son los principales factores que la causan.

En este terreno debemos destacar dos estudios. El primero fue realizado por French y Roll en 1986 que intentaba demostrar la divergencia en la rentabilidad de una acción cuando el mercado estaba abierto y cuando estaba cerrado. En su estudio llegan a la conclusión de que cuando la bolsa estaba abierta, la varianza del mercado era entre 13 y 100 veces superior a cuando el mercado estaba cerrado, usando para ello la diferencia en el precio entre la hora de cierre y la hora de apertura, y que concluyeron que esa mayor varianza se debía principalmente a las informaciones tanto públicas como privadas que se conocían durante las sesiones (French & Roll, 1986).

Por otro lado, Madhavan, Richardson, y Roomans realizaron un estudio más detallado en 1997, donde concluyeron que había cuatro factores que explicaban la volatilidad en el precio de un determinado valor de la Bolsa de Nueva York: información pública, información privada, los costes de transacción y otras fricciones en el mercado. Según su modelo, los costes de transacción, donde se enmarcaría el nuevo impuesto, explicaban al principio de la jornada un 22 por ciento de la volatilidad, mientras que al final de la jornada representaba el 35 por ciento. Esto implica que *cæteris paribus*, unos mayores costes de transacción aumentarían la volatilidad, algo totalmente opuesto a los objetivos y resultados esperados por Tobin (Madhavan, Richardson, & Roomans, 1997).

2.7 EXPERIENCIAS PRÁCTICAS

Como hemos venido observando, existen diversidad de opiniones acerca de la viabilidad de instaurar un impuesto a las transacciones financieras; sus defensores valiéndose de la necesidad de dotar a los gobiernos de la capacidad para hacer frente a la especulación dañina y que por tanto deben de gravar las operaciones que la provocan; y por sus detractores, firmes defensores de la habilidad de los mercados para repartir los recursos de manera eficiente sin la necesidad de ninguna intervención, a pesar de que esto ha sido cuestionado en las sucesivas crisis financieras a nivel global desde el desarrollo de los mercados modernos de capital.

Estas circunstancias han hecho que muchos gobiernos hayan sucumbido a la tentación de instaurar impuestos similares, aupados por los altos ingresos que se pueden obtener imponiendo tasas muy bajas. A continuación analizaremos las experiencias de dos países, y aunque difieren en el hecho de que solo se aplicaron en un país en contraposición con el ITF propuesto por la CE, consideramos que, dadas las discrepancias en el plano teórico, es un buen inicio para analizar los efectos que provocó sobre dos países con mercados de capital muy desarrollados como son Suecia y Japón.

2.7.1 Suecia

El experimento sueco entro en vigor en 1984 en contra de la opinión del ministro sueco de finanzas y del sector empresarial ante las presiones de los sindicatos, que consideraban injustificados los salarios que se pagaban a los empleados de las entidades financieras por unos trabajos aparentemente poco productivos, lo que unido a la importancia que los países nórdicos dan a la igualdad en los ingresos, hicieron que se introdujese un impuesto a las empresas que ofreciesen servicios de intermediación en bolsa (Umlauf, 1993).

El impuesto se impuso en las acciones de empresas nacionales y en las operaciones con derivados. La compra y venta de acciones estaba gravada al 0,5 por ciento del valor de cada transacción, de forma que la compra y venta posterior estaba gravada al 1 por ciento. De manera similar, las operaciones con derivados financieros que implicasen la compra y posterior venta estaban gravadas al 2 por ciento, añadiéndose otro 1 por ciento cuando una opción de compra se ejercía, al tratarse también de una compraventa de acciones (Umlauf, 1993).

Se realizaron dos posteriores modificaciones del impuesto, en donde primero se duplicaron los tipos. Esto provocó una reacción instantánea en forma de sustanciales pérdidas en la negociación de opciones y futuros de tipo de interés en la Bolsa de Estocolmo. Posteriormente se amplió el número de activos sujetos al impuesto, incluyéndose los instrumentos de renta fija, incluida la deuda pública, cuyo tipo se fijo en el 0,15 por ciento (Umlauf, 1993).

Es interesante analizar dos aspectos fácilmente medibles que reflejan con facilidad la medida en la que se cumplieron los objetivos perseguidos por el impuesto. Por un lado, debemos analizar los ingresos que se derivaron de la entrada en vigor del impuesto. Estos

supusieron el 0,37; 0,45 y 0,96 por ciento del total de los ingresos de la hacienda sueca durante los tres primeros años de aplicación, una cifra minúscula y muy alejada de las previsiones del gobierno, al recaudar solo un 3 por ciento de lo esperado. Además, el año en el que se duplicaron los tipos del impuesto, los ingresos derivados del mismo solo aumentaron un 22 por ciento (Habermeier & Kirilenko, 2003).

Por otro lado, las modificaciones en el comportamiento que los inversores desarrollaron para evitar el pago del impuesto y el consecuente efecto que el impuesto tuvo en los volúmenes que se negociaron en los mercados. Los inversores extranjeros optaron por cursar las ordenes de compra en el extranjero; mientras que los inversores suecos primero enviaron el dinero a cuentas en el extranjero, a pesar de que para ello había que pagar un impuesto equivalente a tres veces la compra y ulterior venta de acciones, para posteriormente utilizar brókeres extranjeros (Habermeier & Kirilenko, 2003).

Asimismo, la decisión de gravar las compraventas de bonos del Estado sueco provocó que una gran caída en los volúmenes negociados, debilitando la capacidad del Banco Central de Suecia de llevar a cabo su política monetaria al aumentar el coste de la deuda. Esto provocó que el impuesto perdiese los apoyos políticos que habían permitido su entrada en vigor (Umlauf, 1993).

De la experiencia sueca debemos llegar a tres conclusiones. La primera, que los inversores pudieron encontrar rápidamente alternativas que les permitían no hacer frente al pago del impuesto, tanto en el extranjero como a nivel nacional. Wrobel calculó que se produjo un descenso del 98 por ciento en la negociación de futuros y el mercado de opciones ‘desapareció’ (Wrobel, 1996). En segundo lugar, el enorme impacto en los mercados que tuvo una la medida, reflejado principalmente en la caída en los volúmenes negociados y el precio. Como ejemplo hay que destacar que la ampliación de la aplicación del impuesto a los instrumentos de renta fija provocó una caída del 85 por ciento del volumen durante la primera semana y se calculó que los precios de las acciones cayeron entre un 3.2 y 8.5 por ciento (Wrobel, 1996). Por último, se observó la eventual recuperación de los volúmenes negociados una vez se suprimió el impuesto (Umlauf, 1993).

2.7.2 Japón

El ITF estuvo en vigor en Japón desde 1953 hasta 1999. El impuesto japonés gravaba, al igual que el sueco, la compraventa de acciones, bonos corporativos, deuda pública y derivados, pero a diferencia de este, los tipos impositivos eran sustancialmente más bajos. Así, las acciones estaban sujetas a un tipo de entre el 0,12 y el 0,3 por ciento y los derivados financieros a un tipo impositivos de entre el 0,002 y el 0,005 por ciento.

En los momentos de mayor volumen de los mercados japoneses en 1998, el impuesto permitió recaudar una cifra considerable, que ascendió a un 0,55 por ciento del total de producto interior bruto, que representaba un 4 por ciento de los ingresos totales del Estado (OECD Revenue Statistics). La aplicación del impuesto se derogó en 1999 para reducir los costes de transacción de cara a liberalizar y potenciar los mercados japoneses.

3. EL ITF EN LA UNIÓN EUROPEA

3.1 OBJETIVOS

En el contexto de una crisis financiera global, los líderes del G20 solicitaron en 2009 al Fondo Monetario Internacional un informe que analizase las opciones que los países habían adoptado o estaban desarrollando para hacer que el sector financiero hiciese frente a una contribución justa y sustancial a cualquier rescate realizado por los gobiernos. Ante esto, el Fondo Monetario Internacional recomendó en un primer lugar la imposición de medidas para que las instituciones financieras se hicieran cargo de los costes directos de los rescates, y con una visión a largo plazo analizó las posibilidades de adoptar impuestos que gravasen las actividades normales de los bancos. Para esto último aconsejó que no se gravasen las transacciones, si no su actividad, medida en términos de beneficios o de salarios, y usar el impuesto a las transacciones financieras para lograr otros objetivos ajenos a la recuperación de las ayudas para el rescate de las instituciones financieras (Matheson, 2011).

Impulsado por la publicación de este informe en marzo de 2011, la Comisión (Comisión Europea, 2011) lanzó una propuesta de Directiva en noviembre de ese mismo año con la intención de establecer un impuesto a las transacciones financieras en el seno de la Unión Europea. La propuesta tenía un triple objetivo; en primer lugar, el de *“armonizar la legislación relativa a la fiscalidad indirecta sobre las transacciones financieras, lo cual es necesario para garantizar el correcto funcionamiento del mercado interior de las transacciones con instrumentos financieros y evitar un falseamiento de la competencia entre estos últimos, los operadores y los mercados en la Unión Europea en su conjunto, y, al mismo tiempo”*, un objetivo que se entiende como una forma de compensar la exención que existe actualmente a cualquier Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA) que grave los servicios financieros y de seguros, y que la propia CE calculó que permitía al sector financiero ahorrarse más de 18 mil millones de euros al año, a pesar de que muchas investigaciones han determinado que el hecho de que el IVA soportado no sea deducible para las instituciones financieras supone una carga aun mayor para el sector financiero, en cualquier caso, por la propia naturaleza del IVA como impuesto sobre el consumo, el

coste impositivo recaería en última instancia sobre los consumidores de los servicios financieros.

En segundo lugar, *“garantizar que las entidades financieras contribuyan equitativa y sustancialmente a la financiación de los costes generados por la reciente crisis y crear condiciones de igualdad con los demás sectores desde una perspectiva fiscal”*, como forma de que las instituciones financieras, las cuales en palabras de la CE *“se han beneficiado ampliamente, de forma directa o indirecta, de las operaciones de rescate y de garantía (pre)financiadas por los contribuyentes europeos”* durante los años de la crisis financiera y lograr así de algún modo recuperar los costes asumidos, que la CE cifró en 2013 en un déficit de más del 20 por ciento del Producto Interior Bruto de los Estados Miembros (en adelante, “EM”).

Y, por último, *“establecer medidas adecuadas para desincentivar las transacciones que no refuercen la eficiencia de los mercados financieros, complementando así las medidas de regulación encaminadas a evitar crisis futuras”*. En palabras de Ertur *“si la Tasa Tobin no estabiliza, entonces gran parte de la discusión posterior acerca de su viabilidad y otras cuestiones relacionadas es irrelevante”* (Erturk, 2006). A pesar de que la eficacia para reducir la volatilidad de los mercados es cuanto menos cuestionable, como hemos podido ver con anterioridad, determinados autores como McCulloch y Pacillo creen que, aunque esto pueda ser cierto, es también improbable que una tasa bien diseñada pueda desestabilizar el mercado (McCulloch & Pacillo, 2011).

3.2 PLANTEAMIENTO

La propuesta de Directiva planteada por la CE incluye grandes novedades con respecto a impuestos similares introducidos con anterioridad, que intentan solucionar las principales trabas que se habían detectado con anterioridad tanto en el plano teórico como en el práctico.

3.2.1 Ámbito de aplicación

Sin duda uno de los hechos que hacen tan ambicioso el proyecto es el tamaño y relevancia de los países que integran el proyecto. A pesar de que la propuesta inicial de la Comisión intentó atraer a los 27 EM, solo once aceptaron llevarlo adelante. A pesar de ello, el

Consejo de Europa les autorizó para usar el procedimiento de cooperación reforzada dentro de la UE, que permite a un subgrupo de EM introducir medidas que solo apliquen entre ellos. Entre ellos se encontraban los cuatro países más grandes de la eurozona: Alemania, Francia, Italia y España, así como Bélgica, Estonia, Grecia, Austria, Portugal, Eslovenia y Eslovaquia, el grupo conocido como EU-11, aunque en 2015 Estonia salió de este grupo al no aceptar las modificaciones hechas al proyecto en diciembre de 2015. Estos países representan el 66,4 por ciento del Producto Interior Bruto (en adelante, “PIB”) de los EM (Comisión Europea, Impact Assessment Proposal for a Council Directive implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax, 2013).

La propuesta de Directiva establece que serán gravadas “[...] *todas las transacciones financieras, a condición de que al menos una de las partes en la transacción esté establecida en el territorio de un Estado miembro participante y de que una entidad financiera establecida en el territorio de un Estado miembro participante sea parte en la transacción*”. Por tanto, para analizar su ámbito de aplicación deberemos descomponer sus tres elementos; qué se consideran transacciones financieras, qué es una entidad financiera y cuál es el territorio donde se aplica (Comisión Europea, Propuesta de Directiva del Consejo por la que se establece una cooperación reforzada en el ámbito del impuesto sobre transacciones financieras, 2013).

El primer elemento la propuesta de la CE considera una transacción financiera a la mayor parte de las compraventas de acciones, deuda pública, deuda corporativa, acuerdos de recompra (REPO) y derivados; un ámbito de aplicación muy amplio y ambicioso para evitar que se produzca la sustitución de unos por otros. Esta definición se aleja de las ideas de Tobin al no considerar como transacción financiera los mercados de divisas, aunque los derivados en estos mercados si estén sujetos al impuesto y se acerca a las ideas planteadas por Stiglitz y Summers & Summers y las aplicadas en Japón (Comisión Europea, Propuesta de Directiva del Consejo por la que se establece una cooperación reforzada en el ámbito del impuesto sobre transacciones financieras, 2013).

En segundo lugar, la propuesta de Directiva hace una larga enumeración sobre quien tiene la consideración de entidad financiera, haciendo una lista exhaustiva donde se incluyen

bancos, fondos de inversión o compañías aseguradoras entre otros, y afirmando que cualquier interpretación debe hacerse en sentido amplio.

En tercer lugar, el ámbito de aplicación del impuesto, que como ya se ha mencionado antes, es una de las principales diferencias con los impuestos analizados anteriormente. Atendiendo a la propuesta de la CE, el impuesto se regiría por el principio de territorialidad, de forma que cualquier institución financiera registrada en uno de los países del UE-11 esta sujeta al pago del ITF, con independencia de que sea una de sus filiales la que realice el impuesto.

Además, se introduce un segundo principio: el de la contraparte, por el cual una institución financiera, aun no reuniendo los requisitos de entidad financiera y residente en uno de los países del UE-11, puede ser responsable del pago del tributo si la contraparte esta establecida en uno de los países del UE-11 y, aunque la contraparte en la compraventa fuese una entidad residente fuera de los países donde se aplica el impuesto. A título de ejemplo, si una empresa española (UE-11 y entidad financiera) vendiese una filial turca a un grupo luxemburgués (no UE-11 y entidad financiera), el grupo luxemburgués sería a todos los efectos considerado como establecido en España al igual que su contraparte (PricewaterhouseCoopers, 2013). Muchos expertos como Hernández González-Barrera han expuesto que el principio de la contraparte es muy acertado en la medida en la que previamente existía un incentivo a que las transacciones se realizasen con entidades de países no UE-11 (Hernández González-Barrera, 2013).

Por último, se desarrolla el principio de emisión, por el que todos los productos emitidos en un país UE-11 estarán sujetos al pago del impuesto, independientemente de que las entidades estuviesen establecidas en un país UE-11 o no (PricewaterhouseCoopers, 2013).

En cuanto a lo abordado con anterioridad, es posible inferir la clara voluntad del legislador comunitario de crear un impuesto que consiga superar las principales trabas que se habían planteado en la aplicación de impuestos similares con anterioridad, la evasión y la deslocalización, y de esta forma asegurar el correcto funcionamiento del impuesto. De esta forma se consigue crear una base de transacciones financieras muy amplias de modo que se evita la sustitución, en línea con lo expuesto por Stiglitz y Summers y Summers, a lo que se suman una serie de principios que dificultan la

deslocalización de las transacciones al atraer a entidades no establecidas en países de la UE-11, uno de los principales problemas que aparecieron en la aplicación del impuesto en Suecia.

La amplitud en el número de operaciones gravadas permite a su vez disminuir los tipos del impuesto sin que la recaudación se vea comprometida. Así, la propuesta de la CE propone un tipo del 0,1 por ciento de las operaciones financieras, salvo para las operaciones con derivados, para las que propone un tipo del 0,01 por ciento. Estas cifras difieren significativamente de las tasas aplicadas en Suecia y que tuvieron unos resultados negativos, y se acercan más a las propuestas por Tobin y aplicadas en Japón.

3.2.2 Superación de problemas previos

Es interesante analizar también como la propuesta de la CE ha logrado superar los dos grandes problemas planteados por Tobin; las de tipo administrativo y técnico y las relacionadas con su viabilidad política.

Así como en el plano administrativo y técnico, la propuesta se beneficiará de la gran cooperación existente en materia fiscal en los EM de forma que se dificulte la evasión del impuesto derivada de la confusión entre los mismos, unidos a la legislación europea en materia de transacciones financieras, que obliga a mantener registro de las operaciones. La propuesta de la Comisión también habla del hecho de que actualmente la mayor parte de las transacciones se hacen por vías electrónicas, proponiendo por tanto que el pago se haga en el momento el devengo, dando un plazo máximo de tres días desde ese momento (Comisión Europea, Propuesta de Directiva del Consejo por la que se establece una cooperación reforzada en el ámbito del impuesto sobre transacciones financieras, 2013). Sin duda las nuevas tecnologías son de gran ayuda en la superación de los problemas planteados por Tobin en los años setenta.

Asimismo, no parece que se puedan crear problemas a la hora de distribuir los ingresos derivados del ITF, principalmente por la alta confianza que debe existir entre los EM para que estos cedan relevantes competencias a un órgano supranacional como es la UE.

Los problemas políticos planteados por Tobin venían derivados de la necesidad de encontrar un acuerdo global en los mercados de divisas necesario para evitar que las operaciones pudiesen trasladarse a otros centros financieros, y por el cual él consideraba

que debía de ser el FMI el que desarrollase el tributo. Este punto, siempre complicado por el incentivo que existe a quedarse fuera y atraer parte de la actividad financiera, ha sido más complejo, siempre teniendo en cuenta que la propuesta de la CE es la primera que logra atraer a más de un país. A pesar de esta unión, han aparecido problemas políticos con otros EM que no eran parte de los países UE-11, en especial el Reino Unido, que ha denunciado la capacidad que tiene la propuesta de la CE para generar impactos extraterritoriales derivados de los principios de la contraparte y de emisión, en contra de los principios de derecho internacional y derecho comunitario, existiendo en el seno de la UE opiniones contrarias entre los servicios legales del Consejo de Europa y los de la Comisión, ya que los primeros consideran que los argumentos del Reino Unido son correctos (PricewaterhouseCoopers, 2013).

3.3 SITUACIÓN ACTUAL

El proceso para introducir el impuesto en los diez países que han ratificado el acuerdo se ha venido retrasando sucesivamente por las distintas crisis políticas que ha sufrido la UE, viéndose afectado por la decisión del Reino Unido de dejar la Unión, y la consecuente petición de Francia de que se analizase como la decisión puede afectar a la viabilidad del impuesto y su posición como capital financiera, principalmente motivado por la posible deslocalización de las actividades financieras que ahora se sitúan en Londres y que pueden trasladarse a otras capitales europeas. Recientemente, un nuevo informe de la Comisión estableció que la tasa recaudaría en torno a 19.6 mil millones de euros y que una salida no amistosa por parte del Reino Unido de la UE podría dificultar la recogida del impuesto, una cifra notablemente inferior a la proyectada por la CE en 2011, que ascendía a 57 mil millones de euros (Chrysolaras, 2018).

3.4 ANÁLISIS DE LOS POSIBLES EFECTOS

3.4.1 Impacto los mercados

Partiendo de la base de que el ITF supone un mayor coste de transacción, podemos afirmar que su aplicación resultaría sin lugar a duda en una disminución en los volúmenes negociados en las bolsas, como así lo demostraron los estudios empíricos de McCulloch y Pacillo, aunque la sensibilidad exacta de la caída dependerá considerablemente

dependiendo del mercado, las alternativas que existen y la configuración del ITF. Así, mientras que en Suecia la aplicación del impuesto supuso que los volúmenes negociados disminuyesen en un 98 por ciento en la negociación de futuros, un 85 por ciento en el mercado de renta fija y que el mercado de opciones desapareciese, el ejemplo japonés, con unos tipos mucho más bajos y cercanos a los propuestos por la Comisión, no sufrió una caída en los volúmenes negociados tan grande.

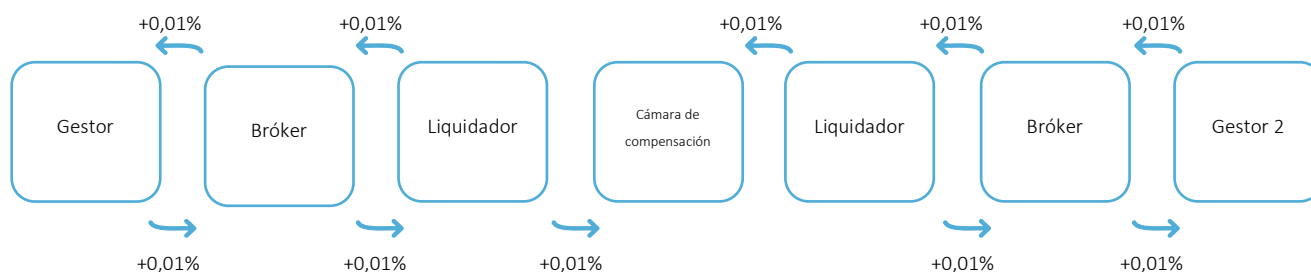
Esta sensibilidad se explica por las posibilidades que los inversores tienen para migrar sus operaciones a otros mercados. Así, la Comisión ha hecho un gran esfuerzo en ampliar al máximo el número de operaciones y partes que están sujetas al impuesto, principalmente a través de los principios de la contraparte y de la emisión, y el amplio número de operaciones sujetas al impuesto, en línea con lo planteado por Stiglitz y Summers & Summers, que apuntaban a la necesidad de ampliar el número de operaciones para evitar que mediante la creatividad financiera se puedan crear operaciones equivalentes no sujetas al impuesto. Estas dos ideas limitan en gran medida las posibilidades de plantear operaciones de deslocalización y alternativas.

En el mercado de deuda, la Comisión sigue las recomendaciones de Summers & Summers de no eximir el pago del impuesto a los instrumentos de deuda pública, ya que esto distorsionaría gravemente el mercado haciendo que la deuda privada tuviese un precio muy superior. Varios estudios calculan que consecuentemente, los gobiernos de los países UE-11 verán aumentados sus costes de financiación; pero que serán los EM que no pertenecen al área de aplicación del ITF los que se verán más afectados (London, 2013)., lo que según el estudio del impacto realizado por la Comisión supondrá que los países UE-11 puedan compensar ese mayor déficit con los ingresos provenientes del impuesto, pero que el resto de los países verán aumentado su déficit sin aumentar sus ingresos (Comisión Europea, Impact Assessment Proposal for a Council Directive implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax, 2013).

El informe de London Economics también plantea una situación similar para los instrumentos de deuda corporativa, calculando que el coste de financiación subirá entre 44 y 212 puntos básicos para las empresas localizadas en países UE-11 y que será mayor en el resto de los países (London, 2013).

En los mercados de derivados el efecto será aun mayor, en línea con lo observado en Suecia en donde el mercado de futuros vio reducido su volumen un 98 por ciento y el

Esquema 1: Ejemplo del efecto cascada para la compraventa de derivados



Fuente: Oliver Wyman, 2013

mercado de opciones desapareció (Wrobel, 1996). Esto se debe principalmente al ‘efecto cascada’ que se genera cuando el derivado cambia de mano varias veces hasta llegar al comprador final, al estar el mercado configurado para que intervengan varios intermediarios. Estos intermediarios deberán hacer frente al pago del impuesto cada vez que el derivado se compra o se vende, lo que provoca que el tipo inicial del 0,01 por ciento tenga que ser pagado varias veces antes de completar la transacción. En el Esquema 1, el ITF representaría un 0,1 por ciento del valor del derivado para una transacción única en la que el comprador haría frente al 0,05 por ciento y el vendedor otro 0,05 por ciento del nocional³ del contrato. (PricewaterhouseCoopers, 2013) (Wyman, 2013).

La CE en su informe de 2013 analizando los efectos de la medida, calculó que los mercados de derivados verían reducidos su tamaño entre un 70 y un 90 por ciento; y que debido a los altos volúmenes que se mueven en estos mercados, si el descenso se situase en el 70 por ciento los ingresos derivados del ITF ascenderían a 34 mil millones, mientras que si se situase en el 90 por ciento, estos caerían a 20 mil millones, poniendo de manifiesto la gran relevancia que tienen estos mercados en el sistema actual y la necesidad de enfocar las medidas a intentar que este mercado disminuya lo menos posible

³ La propuesta de Directiva de la Comisión define el valor nocional al que se hace referencia en el artículo 7 como “el importe nominal subyacente utilizado para calcular los pagos efectuados en relación con un determinado contrato de derivados”.

(Comisión Europea, Impact Assessment Proposal for a Council Directive implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax, 2013).

En cuanto al precio de los valores admitidos a negociación, estos también se verán afectados negativamente al aumentar los costes de transacción, algo que las partes deben tener en cuenta a la hora de fijar el precio. Se espera que el valor de las acciones descienda entre un 6 y un 8 por ciento (Wyman, 2013), en línea con lo observado por Wrobel en Suecia. A pesar de estos cálculos, los esfuerzos hechos por la CE para evitar posibles alternativas y la deslocalización de las operaciones.

Por tanto, de lo observado podemos inferir que los distintos instrumentos financieros se verán afectados en mayor o menor medida, y que la aplicación del ITF tendrá efectos en todos los EM y no solo en los países UE-11. Sin duda los avances llevados a cabo en el diseño del impuesto por parte de la CE ayudarán a minimizar las caídas en los precios y en el volumen negociado, siendo aun así estos muy elevados, especialmente en el mercado de derivados.

3.4.1 Impacto en la volatilidad

El gran objetivo de los ITF ha sido siempre el de reducir la volatilidad, expresado en la necesidad de ‘echar algo de tierra en las ruedas’ de los mercados para evitar un exceso en las operaciones de pura especulación como estableció Tobin. Tras haber hecho un profundo análisis de la literatura y de las experiencias de determinados países, no parece que se pueda llegar a una conclusión clara acerca de la relación directa entre la aplicación de un ITF y un descenso en la volatilidad de los mercados como argumentaba Tobin. De hecho, son muchos los que como Madhavan, Richardson, y Roomans argumentan que un aumento en los costes de transacción aumentaría la volatilidad de los mercados, al tener estos una incidencia directa en los volúmenes negociados en los mercados. El planteamiento de McCulloch y Pacillo se acerca más a los objetivos del ITF, estableciendo que su efecto depende de la estructura de los mercados, pero que en todo caso si el tributo fuese diseñado correctamente, este no tendría por que afectar a la volatilidad. Del mismo modo, Stiglitz argumentó que la reducción en la volatilidad vendría de la mano de la reducción en el número de ‘*noise traders*’, desalentados por un menor retorno.

Lo que sí podemos afirmar es que la Comisión ha conseguido diseñar un ITF que da solución a muchos de los problemas planteados a lo largo de los años por los autores y las experiencias previas, destacando el hecho de ser un impuesto que cubre las transacciones en varios países y la alta capacidad de atracción que tiene, lo que dificulta la evasión del impuesto mediante operaciones alternativas o en otros países.

Ante esta falta de claridad en la relación entre el ITF y la volatilidad, debemos quedarnos con las palabras de Erturk, afirmando que, si el tributo no consiguiese el objetivo de estabilizar los mercados, el debate posterior sería inútil ya que entonces el impuesto solo perseguiría un fin recaudatorio que provocaría un descenso en el PIB y en los precios y volúmenes negociados en los mercados.

3.4.2 Impacto en la localización de las actividades financieras

Uno de los motivos por los que se considera que fracasó la experiencia sueca fue la facilidad con la que los inversores lograron cursar sus operaciones desde el extranjero; enviando el dinero a cuentas en el extranjero a pesar del alto coste y utilizando brókeres de allí.

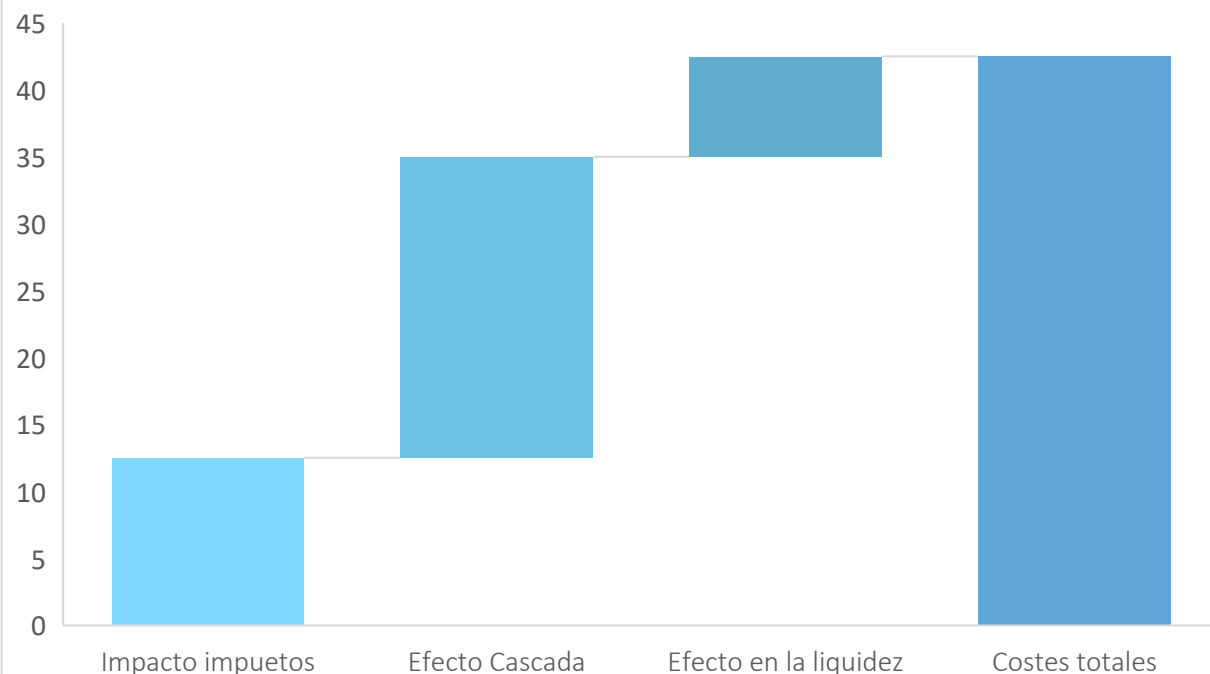
Para evitar esta situación, la Comisión desarrolló el principio de emisión, por el cual se desincentiva la deslocalización de las actividades financieras, al no depender de las partes de la transacción si no del lugar de emisión del instrumento financiero sujeto a transmisión. Según sus propios cálculos, este la inclusión de este principio supondrá por atraer más del 10 por ciento de las operaciones totales que se verán afectas por el ITF (Comisión Europea, Impact Assessment Proposal for a Council Directive implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax, 2013).

A pesar de ello, el informe de Oliver Wyman habla de la posibilidad de que muchas empresas de los países UE-11 están considerando reubicar sus tesorerías a países fuera del territorio de aplicación del impuesto de cara a intentar mitigar el aumento de costes (Wyman, 2013).

3.4.1 Impacto en el PIB

Uno de los pocos puntos en la que todos los autores y las experiencias prácticas coinciden es que se producirá una caída en el PIB. En este aspecto la Comisión es una de las pocas que se atreven a dar una cifra exacta del impacto, que según sus cálculos supondría un

Gráfico 1: Impacto anual en el consumidor final (miles de millones de €)



Fuente: Oliver Wyman, 2013

con lo que según su informe estaban de acuerdo la mayoría de los economistas. Esto hacía que el ITF fuese un impuesto singular ya que, aunque no fuese beneficioso para los mercados, sería un impuesto más eficiente que otros.

Por ello, y siendo conscientes de que la medida no va dirigida directamente al consumidor final, la consultora Oliver Wyman analizó el posible impacto que esta podría generar ya que supusieron que era muy probable que tuviese unos elevados costes para ellos y que determinaron respondían a tres importantes efectos generados por la medida.

En primer lugar, el informe establece que al ser una tasa que deben pagar las instituciones financieras, toda aquella persona física que invierta a través de instituciones financieras como fondos de pensiones, aseguradoras o gestoras de patrimonio, y que según el informe se espera que se trasladen del “*sell-side*” al cliente final; implicando además cambios fundamentales en el proceso de toma de decisiones. Esto implicaría por ejemplo que una gestora de patrimonios española empezase a comprar fondos de acciones inglesas en vez de españolas, que los periodos de tenencia del activo se alarguen o que los fondos de pensiones o aseguradoras opten por invertir en activos no sujetos al impuesto como son los del mercado inmobiliario.

En segundo lugar, el informe cuantifica el efecto cascada que ha sido objeto de análisis previamente. Así, el informe explica que es probable que los intermediarios de la cadena no asuman el coste, y que este también sea repercutido al cliente final, el cual es además un importe muy superior al que deben hacer frente de manera directa.

Por último, el impacto en la liquidez, que como hemos visto antes es resultado directo del incremento en los costes de transacción que supone el ITF, incrementándose el diferencial de precios de la compraventa, lo que supone un nuevo incremento en los costes de transacción.

4. CONCLUSIONES

Este trabajo ha tenido como primer objetivo analizar el análisis hecho por los principales autores en el campo del ITF, así como las experiencias prácticas de Suecia y Japón. El segundo objetivo fue analizar la propuesta de la Comisión para la aplicación de un ITF en los países miembros, prestando especial atención a las novedades que incorpora el tributo para que no se repitan los errores detectados en el pasado. Así mismo, se ha realizado un análisis de la viabilidad de cumplir los objetivos que persigue el impuesto. A continuación, se destacan las conclusiones más relevantes a las que se ha llegado a lo largo del trabajo:

- I.** Actualmente existe entre la doctrina un debate altamente polarizado en torno en torno a los posibles efectos de un impuesto que grave operaciones financieras. Por un lado, encontramos a autores como Keynes o Tobin que defienden la necesidad de limitar las operaciones especulativas en los mercados como forma de limitar la volatilidad que generan, mientras por otro encontramos a autores como Stiglitz los que defienden que la especulación es necesaria para desarrollar mercados perfectos y estables, y que limitar las misma tendría efectos negativos en la volatilidad en la medida en la que esta esta directamente relacionado los costes de transacción.
- II.** El análisis de las experiencias surgidas de la aplicación del ITF en Suecia y Japón, parece apoyar la tesis que defiende que se produciría un aumento en la volatilidad, especialmente por lo observado en el caso sueco, probablemente motivado por la implantación de un ITF con un tipo excesivamente alto. En caso de ser cierto, el ITF tendría un objetivo puramente recaudatorio, al afectar negativamente a los volúmenes y precios de los instrumentos cotizados en los mercados, al PIB o a la localización de las actividades financieras. Esto ha provocado que muchos autores planteen la necesidad de no aplicar el impuesto si no es posible demostrar que este provoca efectos positivos en la volatilidad.
- III.** En el plano europeo, la Comisión Europea ha planteado un impuesto con grandes novedades de cara a que la reducción en la volatilidad sea efectiva, sin dejar de lado los otros dos objetivos principales; la armonización de los impuestos indirectos a las actividades financieras y conseguir que las entidades financieras

contribuyan de manera equitativa al coste de la crisis. En esta línea, debemos destacar el planteamiento que tiene la norma de cara a sujetar al pago del impuesto; principalmente a través de los principios de emisión y de la contraparte. Con ellos se espera poder evitar uno de los principales problemas observados: la deslocalización de las operaciones al extranjero o la utilización de productos financieros alternativos no sujetos al impuesto.

- IV.** Esta situación ha sido fuente de tensiones políticas, uno de los problemas planteados por Tobin, tras la denuncia por parte del Reino Unido por la situación de indefensión de sus instituciones financieras, que se verían igualmente obligadas al pago del impuesto, que, unido a la salida del Reino Unido de la UE, principal centro financiero de la Unión Europea ha provocado que actualmente no exista una fecha para iniciar la aplicación del ITF. Los problemas planteados por Tobin en el plano administrativo y técnico si han podido ser superados por la alta cooperación existente entre los distintos países de la UE.
- V.** El impacto a los mercados financieros se ve afectado de dos maneras. En primer lugar, el impuesto necesariamente supondrá un descenso en los volúmenes negociados en las bolsas de los países UE-11 y en los precios de los instrumentos financieros, debido al aumento en los costes de transacción, que provocará una deslocalización de las operaciones financieras y que muchos inversores búsqueda de alternativas en activos no sujetos al pago del impuesto. En segundo lugar, la volatilidad es la gran incógnita debido a la incertidumbre que existe sobre su relación con el ITF. Las novedades técnicas que plantea el impuesto tendrán un efecto positivo en ambos aspectos, pero deberemos esperar a su implantación para poder un análisis de su efectividad
- VI.** En cuanto al impacto en el conjunto de la economía, podemos afirmar que el ITF tendrá impactos negativos en el PIB, ya previsto por la Comisión, y en el consumidor final, que ha sido cuantificados por estudios que establecen que estos vendrían de por tres vías; el impacto directo de los impuestos en la medida que las personas físicas operan a través de instituciones financieras, el efecto cascada y el impacto que supone una disminución en la liquidez en los precios de los activos.

A lo largo del presente trabajo hemos podido observar que existe una gran polarización en la literatura sobre los posibles efectos que la implantación de un ITF puede tener en la reducción de la volatilidad en los mercados. La propuesta de la Comisión Europea presenta muchas novedades en el plano técnico que permiten inferir que los resultados serán sustancialmente distintos a los observados en otras experiencias prácticas.

Por tanto, de cara a un futuro análisis sería interesante poder observar los efectos que el ITF ha tenido en los países UE-11, para poder encontrar la relación existente entre las medidas novedosas propuestas y sus efectos en los mercados y la economía real. En concreto, será interesante analizar el impacto que tiene que la medida se aplique en un grupo de países y la capacidad de atracción mostrada por los principios de emisión y de la contraparte de cara a evitar que se reduzca la liquidez en los mercados.

5. BIBLIOGRAFÍA

- Abascal, M. (2015). *Financial Transactions Tax - FTT*. BBVA Research.
- Bird, G., & Rajan, R. (1999). *Time to reconsider the Tobin Tax proposal*. Surrey: Surrey Center for International Economic Studies.
- Brusden, J. (2016). EU financial transaction tax progress stalls. *Financial Times*.
- Chrysolaras, N. (14 de Mayo de 2018). EU Sees \$23.5 Billion in Revenue From Financial-Transaction Tax. *Bloomberg*.
- Comisión Europea. (2011). *Propuesta de Directiva del Consejo relativa a un sistema común del impuesto sobre las transacciones financieras (COM/2011/594)*. Bruselas.
- Comisión Europea. (2013). *Impact Assesment Proposal for a Council Directive implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax*. Brussels.
- Comisión Europea. (2013). *Propuesta de Directiva del Consejo por la que se establece una cooperación reforzada en el ámbito del impuesto sobre transacciones financieras*. Bruselas.
- Dodd, R. (2003). Primer: Transaction Taxes or the Tobin Tax. En *Debating the Tobin Tax* (págs. 173-181). Washington DC: New Rules for Global Finance Coalition.
- Eatwell, J., & Milgate, M. (2011). *The Fall and Rise of Keynesian Economics*. New York: Oxford University Press.
- Erturk, K. A. (2006). On the Tobin Tax. *Review of Political Economy* 18.1, 71-78.
- French, K. R., & Roll, R. (1986). Stock return variances: The arrival of information and the reaction of traders. *Journal of Financial Economics*, 5-26.
- Friedman, M. (1953). *The Case for Flexible Exchange Rates*. 1953: Chicago University Press.
- Garber, P. M. (1993). The Collapse of the Bretton Woods Fixed Exchange Rate System. En M. D. Bordo, B. Eichengreen, & editors, *A Retrospective on the Bretton Woods*

- System: Lessons for International Monetary Reform* (págs. 461-494). University of Chicago Press.
- Habermeier, K., & Kirilenko, A. A. (2003). Securities Transaction Taxes and Financial Markets. En *Debating the Tobin Tax* (págs. 77-91). Washington DC.
- Hernández González-Barrera, P. A. (2013). La Propuesta de la Unión Europea para el Impuesto sobre las Transacciones Financieras en el marco de la cooperación reforzada: entre justicia tributaria, recaudación y restricción de las libertades comunitarias. *CEF no 368*.
- Hinman, M. (2003). Primer on Tobin Taxes. En *Debating the Tobin Tax* (págs. 157-172). Washington, DC: New Rules of Global Finance Coalition.
- Keynes, J. M. (1936). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*.
- London Economics. (2013). *The impact of a Financial transaction tax on corporate and Sovereign Debt*. London: City of London Economic Development.
- McCulloch, N., & Pacillo, G. (2011). The Tobin tax: a review of the evidence. *IDS Research Report 68*.
- Madhavan, A., Richardson, M., & Roomans, M. (1997). Why Do Security Prices Change? A Transaction-Level Analysis of NYSE Stocks. *The Review of Financial Studies, Volume 10, Issue 4*, 1035–1064.
- Markham, J. W. (2002). From J.P. Morgan to the Institutional Investor (1900-1970). En *A Financial History of the United States* (págs. 327-329). Nueva York: M. E. Sharp.
- Matheson, T. (2011). *Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence*. IMF Working Papers.
- Nixon, R. (15 de Agosto de 1971). *Address to the Nation Outlining a New Economic Policy: "The Challenge of Peace"*. Obtenido de The American Presidency Project: <http://www.presidency.ucsb.edu/ws/index.php?pid=3115>
- Palley, T. I. (2003). The Economic Case for the Tobin Tax. En *Debating The Tobin Tax* (págs. 5-24). Washington DC: New Rules for Global Finance Coalition.
- Pariente, R. (2015). *Anatomía de la Tasa Tobin*. Madrid: BBVA Research.

- Patterson, B. (2002). *The "Tobin Tax" Proposal*. European Parliament Research.
- PricewaterhouseCoopers. (2013). *Financial transaction tax: The impacts and arguments. A literature review*. Londres.
- Spahn, P. (s.f.). *The Tobin Tax and Exchange Rate Stability*. 1996: Finance & Development.
- Stiglitz, J. E. (1989). Using Tax Policy To Curb Speculative Short-Term Trading.
- Summers, L. H., & Summers, V. P. (1989). When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case For a Securities Transactions Tax. *Journal of Financial Services Research* 3, 261-286.
- Tobin, J. (1974). *The New Economics One Decade Older*. Princeton: Princeton University Press.
- Tobin, J. (1978). A Proposal for International Monetary Reform. *Estearn Economic Journal*, Vol. 4, 153-9.
- Tobin, J. (2001). An idea that gained currency but lost clarity. *Financial Times*.
- Tobin, J. (3 de septiembre de 2001). El movimiento antiglobalización abusa de mi nombre. 122. Der Spiegel.
- Umlauf, S. R. (1993). Transaction taxes and the behavior of the Swedish stock market. *Journal of Financial Economics* 33, 227-240.
- Wrobel. (1996). *Financial Transactions Taxes: the International Experience and the Lessons for Canada*. Ottawa: Parliamentary Research Branch (PRB) Background Paper BP-419E.
- Wyman, O. (2013). *The Impact of the EU-11 Financial Transaction Tax on End-Users*.