



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

ANÁLISIS DEL IMPACTO ECONÓMICO DEL ESTABLECIMIENTO DE IMPUESTOS AL SECTOR FINANCIERO

Autor: Jaime Paternina Tejón
Director: Ignacio Cervera Conte

Madrid
Junio 2014

Índice

1. Introducción	2
2. Antecedentes	3
2.1. Tasa Tobin	3
2.2. Fondo Monetario Internacional.....	4
2.3. Directiva Europea	5
2.4. Caso Suecia	7
3. Impuesto Transacciones Financieras: Resumen técnico	12
4. ITF: Argumentos a favor	14
5. ITF: Argumentos en contra	16
6. Impacto económico ITF	17
6.1. Metodología	18
6.2. Fraude o evasión fiscal.....	19
6.3. Elasticidad del mercado	23
6.4. Costes de transacción.....	25
7. Resultados	27
7.1 Volumen negociación renta variable	27
7.2. Volumen negociación renta fija	29
7.3. Volumen negociación derivados	31
7.4. Recaudación fiscal.....	33
8. Análisis de Resultados	36
9. Conclusiones	38
10. Referencias	40
11. Anexos	43
Anexo I: Estimación <i>bid ask spread</i> Telefónica	43
Anexo II: Volumen de negociación en el mercado español en 2013	44
Anexo III: Resultados volumen de negociación renta variable (tabla completa)	44
Anexo IV: Resultados de recaudación renta variable (tabla completa)	46

1. Introducción

La crisis económica por la que el mundo atraviesa en la actualidad tuvo su origen en un sistema financiero desregularizado y poco supervisado. No cabe la menor duda que ha sido la propia estructura del sistema financiero la que ha fallado y por tanto, en los últimos años, se señala la necesidad de rediseñar una serie de elementos estructurales. Entre ellos, ha cobrado especial importancia el establecimiento de un impuesto a las transacciones financieras (ITF) para frenar la volatilidad en los mercados y evitar la especulación.

El sistema financiero es la única parcela económica en España que se encuentra actualmente exenta de tributación, hecho que se produce en la mayor parte de los países del mundo. A diferencia de cualquier mercado de bienes y servicios, los productos financieros están en gran medida libres de impuestos. El IVA de la Unión Europea (UE) no se aplica a los servicios financieros, amparándose en un principio de exención básica que deja fuera de la tributación por IVA a todas las actividades financiera básicas, y sólo están sujetos a impuestos algunos tipos de servicios auxiliares, como pueden ser los servicios de asesoría, cajas de seguridad, tasas sobre operaciones de cajeros automáticos, o servicios de gestión de carteras (Labeaga, 2012).

Una razón que explica la exención de tributación de los servicios financieros es la dificultad para calcular con exactitud el valor añadido que aportan las instituciones financieras a los servicios que ofrecen. En este sentido, si por ejemplo un banco obtiene recursos mediante los depósitos de sus clientes por los que paga un interés del 1% y posteriormente, presta a sus inversores a un tipo del 4%, está prestando un servicio a ambas partes de los que obtiene un beneficio del 3%. El problema surge a la hora de calcular el valor añadido de este servicio y la forma en la que debe repartirse entre los prestamistas y prestatarios (Labeaga, 2012).

Otra razón que tiene mayor importancia es la competencia fiscal entre países. Experiencias internacionales ponen de manifiesto que someter a tributación específica al sector financiero genera salidas masivas de capitales hacia mercados externos para, provocando efectos nocivos para sus respectivas economías.

El ITF tiene como objetivo la estabilización de los mercados financieros y la obtención de ingresos que contribuyan a los presupuestos del Estado. El objetivo del presente trabajo es averiguar si el ITF conseguirá los objetivos para los cuales ha sido diseñado o si por el contrario puede ocasionar problemas perjudiciales para la economía española.

Para ello comenzaremos por hacer un breve repaso de los principales acontecimientos en la historia a nivel internacional en relación con el ITF. Analizaremos también las ventajas e inconvenientes que plantea introducir el ITF en España. Por último se llevará a cabo una investigación para medir el impacto que tendrá en los mercados y la recaudación tributaria española la introducción del ITF.

2. Antecedentes

2.1. Tasa Tobin

Cuando se argumenta que el sector financiero debe estar sujeto a tributación específica es inevitable recordar la propuesta del economista y premio Nobel James Tobin. Cuando el polémico presidente norteamericano Richard Nixon dio por finalizado en 1971 el sistema patrón oro de Bretton Woods, se instauró en Estados Unidos (EEUU) un sistema de tipos de cambio flotantes y se produjo una activa liberalización de los mercados. Se eliminaron las restricciones sobre movimientos de capital, lo cual animó la especulación financiera en el mercado de divisas. Se produjo un incremento acelerado en los volúmenes de negociación y el índice de volatilidad del mercado apuntó máximos históricos. Ante esta situación, James Tobin advirtió sobre la necesidad de un nuevo sistema de estabilización monetaria mundial. Influido por el trabajo previo de Maynard Keynes (Keynes, 1965), Tobin propuso la aplicación de una tasa uniforme a las transacciones de divisas como medida para desincentivar la frecuencia en las operaciones y alta exposición al riesgo de los movimientos especulativos (Tobin, 1978).

En palabras de James Tobin, “el impuesto a las transacciones financieras está ideado para amortiguar las fluctuaciones en los tipos de cambios. La idea es muy simple: se aplicará un pequeño impuesto (digamos un 0,5%) sobre el volumen de transacción en cada operación de cambio de una moneda en otra. Esto disuadirá a los especuladores ya que muchos inversores invierten su dinero en moneda extranjera a muy corto plazo por lo que tendrían que pagar el impuesto muchas veces” (Tobin, 1978).

La propuesta de Tobin fue muy cuestionada y debatida entre importantes economistas. Por ejemplo, Spahn criticó en su trabajo (Spahn, 1995) que es virtualmente imposible distinguir entre el *trading* normal y el *trading* especulativo, por lo que si la tasa se aplica de modo generalizado y con tipos altos, los mercados financieros se podrían ver afectados negativamente y de modo severo.

El trabajo de Spahn (Spahn, 1995) proporciona una alternativa a la tasa Tobin que consiste en establecer un impuesto de doble tipo que funcionaría del siguiente modo: en condiciones normales se aplicaría un tipo mínimo en todas las transacciones, mientras que en periodos de turbulencia monetaria, se impondría un tipo significativamente superior, concebido como un instrumento anti especulación. De esta forma, sería posible la defensa contra las crisis monetarias especulativas sin impedir ajustes de mercado deseables ni desafiar la autonomía de cada país en política monetaria (Spahn, 1995),

Con la llegada de la crisis financiera actual, la Tasa Tobin ha recuperado notoria importancia al considerarse como una medida para la recuperación económica. En los últimos años se han visto realizados diversos avances en el establecimiento de este impuesto a nivel internacional, y a continuación se estudiarán los avances más destacados y en los cuales España ha participado.

2.2. Fondo Monetario Internacional

En un entorno de crisis mundial profunda, la cumbre del G20 mantenida en septiembre de 2009 realizó una petición formal al Fondo Monetario Internacional (FMI) para que realizase un análisis de las alternativas de reforma del sector financiero con el objetivo de estabilizar los mercados financieros para evitar futuras crisis económicas así como restituir las cantidades millonarias de fondos públicos que han sido destinadas al rescate del sector.

A tal efecto, el FMI elaboró un informe (Matheson, 2011) presentando las medidas que algunos países habían propuesto o empezado a implantar en éste ámbito, como por ejemplo el “Financial Crisis Responsibility” propuesto por EEUU. El FMI advirtió que ninguna de las medidas estudiadas era la más oportuna para la consecución del objetivo

planteado. Según el FMI, la medida más adecuada era la creación de un gravamen retroactivo aplicable sobre determinados elementos del balance de los bancos y cuyos ingresos fueran destinados a la creación de unos fondos para intervenir instituciones financieras en problemas con el objetivo de evitar que los contribuyentes vuelvan a soportar el coste de las ayudas al sector (Matheson, 2011).

Adicionalmente y en una línea de actuación diferente de las medidas anteriores, el FMI consideró la introducción de nuevas figuras impositivas al sistema bancario como son el Impuesto sobre las Transacciones Financieras (ITF) o el Impuesto sobre la Actividad Financiera (IAF). La diferencia fundamental entre ambas es que el ITF grava las transacciones financieras en los mercados, mientras que el IAF se grava el beneficio y remuneración de las entidades financieras (lo cual podría ser asimilable a un impuesto sobre el valor agregado). No obstante, el FMI hace una crítica a éstas figuras impositivas apelando que no incidirían sobre el tamaño alcanzado por los bancos (considerado como un elemento clave de la inestabilidad del sistema financiero).

El informe en cuestión fue debatido en la cumbre del G20 en Toronto (junio 2010). Las discrepancias entre los países allí representados imposibilitó la viabilidad de llegar a un consenso mundial, por lo que se instó a los dirigentes políticos a que realizasen reformas financieras e instaurasen medidas de este tipo de manera individualizada. A tal efecto, la Unión Europea (UE) decidió avanzar en solitario en el proceso para establecer el ITF en el conjunto de Estados miembros.

2.3. Directiva Europea

En Septiembre de 2011 la Comisión Europea (CE) publicó una Propuesta de Directiva aplicable al conjunto de la UE para someter al sector financiero a una imposición adicional y específica (European Commission, 2011). Dicha Directiva fue rechazada por países como Reino Unido que defendía que un impuesto unilateral de transacciones financieras impactaría negativamente en el crecimiento de los países que lo adopten. Esta situación provocó que su imposición en el conjunto de la UE no fuera posible debido a la falta de unanimidad.

Ante esta situación, los países a favor de la propuesta decidieron seguir adelante en solitario, y canalizaron el acuerdo mediante un procedimiento de cooperación reforzada¹ aprobada por el Consejo ECOFIN el 22 de Enero de 2013. Fueron once los Estados miembros que se unieron a esta iniciativa: España, Alemania, Italia, Francia, Portugal, Grecia, Eslovenia, Bélgica, Austria, Eslovaquia y Estonia; que en conjunto representan dos tercios del PIB de la UE. Tan solo un mes más tarde, la CE desarrolló una nueva versión de la Propuesta de Directiva inicial, esta vez de forma específica para los Estados adheridos al procedimiento.

España ha sido uno de los países líderes en promover el ITF a nivel mundial y uno de los primeros en unirse a la iniciativa europea. Sin embargo, la postura española ha cambiado en favor de una versión “desvirtuada” del gravamen. El Gobierno español defiende ahora una base imponible que se limite exclusivamente a la compraventa de acciones de grandes compañías, dejando fuera del alcance del impuesto otros productos como la renta fija o derivados. Esto se debe a que el Gobierno teme que el impuesto afecte negativamente a la posición de la deuda española.

Tras dos años de demoras y renuncias a un desarrollo efectivo de la Directiva de la CE para la implantación del ITF, en la reunión celebrada por el ECOFIN en mayo de 2014, los 11 Estados miembros que participan en la cooperación reforzada han acordado poner en marcha un proceso de implantación progresiva del ITF que comenzará el 1 de enero de 2016. El contenido de este acuerdo pone de manifiesto que el ITF se aplicará en una primera fase únicamente a la contratación de acciones y algunos productos derivados (sin especificar cuáles). Además, en esta reunión no se llegó a un consenso acerca de los tipos impositivos que se pretenden aplicar, por lo que aún no se sabe cual o cuales serán establecidos finalmente.

Teniendo en cuenta la ambigüedad y falta de información en éste último acuerdo, resulta imposible estimar el impacto económico que tendrá en España la introducción de esta nueva figura impositiva, ya que no conocemos todos los detalles. Por ello, en este trabajo estudiaremos el impacto económico de establecer el ITF según descrito en la Directiva de la CE. A tal efecto, se analizarán en primer lugar los aspectos claves del impuesto recogidos en la Directiva, para luego poder entender mejor las ventajas e

¹ Una cooperación reforzada permite llevar a la práctica ciertas iniciativas cuando hay un número

inconvenientes que presenta, y comprender por tanto las diferentes posturas a nivel europeo en relación con este tipo de impuestos.

2.4. Caso Suecia

La experiencia de Suecia con el ITF comenzó en enero de 1984 cuando introdujo una tasa de cincuenta puntos básicos en toda operación de compra venta de acciones llevada a cabo en el mercado sueco. Quedaban exentas del impuesto transferencias de valores por motivo de donación o herencia, y también estaban libres del impuesto operaciones privadas entre entidades nacionales, siempre y cuando las operaciones fueran lo suficientemente pequeñas y la entidad no negociara con demasiada frecuencia.

La legislación inicial también incluyó un impuesto sobre las opciones sobre acciones. Dicho impuesto era de doscientos puntos básicos (para transacciones de ida y vuelta), calculado sobre la prima pagada por la opción. Además, el ejercicio de la opción era tratado como una transacción de las acciones subyacentes, que conllevaba una tasa suplementaria de cien puntos básicos (en base al precio de ejercicio).

Dado que el impuesto era concebido como un impuesto sobre las ventas, es decir sobre el consumo final de los servicios de corretaje locales, las operaciones financieras entre intermediarios (*interdealer trades*) también quedaban exentos.

Durante los dos años siguientes, el gobierno se vio presionado para recaudar más ingresos por el impuesto y en julio de 1986 el Parlamento aprobó doblar las tasas sobre las transacciones de capital. Por otra parte, el Parlamento amplió el alcance del impuesto para incluir las operaciones financieras entre intermediarios (*interdealer trades*) en cien puntos básicos por ida y vuelta, la mitad del impuesto de corretaje.

A principios de 1987, se anunciaron pérdidas millonarias en futuros y opciones sobre tipos de interés. La ciudad de Estocolmo perdió 450 millones de coronas suecas, y la compañía de seguros Folksam 300 millones. Ante esta situación, Stig Malm, presidente del Consejo de Sindicatos de Suecia y de Folksam, culpó a la volatilidad de los mercados de capitales de la inestabilidad económica, exigiendo la necesidad de modificar el impuesto para aumentar su alcance y mejorar su eficacia y eficiencia.

Con el apoyo del gobierno, Malm consiguió hacer cambiar la legislación para que dos años más tarde, en 1989 entrase en vigor un impuesto sobre el volumen de transacciones, en las cuales se incluían aparte de las operaciones que ya cubría, las operaciones de compra venta de valores de renta fija. Los tipos aplicables a estos instrumentos eran considerablemente inferiores a los de la renta variable, llegando a un máximo de quince puntos básicos del valor teórico del subyacente. Por ejemplo, la tasa sobre una transacción de ida y vuelta era de tres puntos básicos para los bonos con vencimiento superior a cinco años, un punto básico para bonos a un año, y 0,2 puntos básicos para vencimientos de menos de noventa días.

El ITF tuvo un efecto devastador en el volumen de negociación local sueco (Campbell y Froot, 1993). Las tablas 1 y 2 muestran el porcentaje del volumen de contratación negociado en Estocolmo de una docena de grandes compañías suecas durante los años 1988 a 1992. Tal y como se puede observar en la tabla 1, gran parte de la contratación de acciones suecas en 1988 y 1989 se realizaba fuera del país. Por ejemplo, sólo el 27 y el 23 por ciento de la contratación de Ericsson, la empresa más negociada de Suecia, tuvo lugar en Estocolmo en 1988 y 1989, respectivamente. Tomando valores medios, la contratación de acciones suecas en Estocolmo fue de 61 y 57 por ciento para los años 1988 y 1989. Se puede observar una evolución negativa y progresiva del nivel de contratación en Suecia, llegando a alcanzar el mínimo de 52 por ciento en 1991 (Campbell y Froot, 1993).

La decepción de los ingresos obtenidos, y la preocupación generalizada provocada por el fuerte descenso en el volumen de contratación que además había incrementado el coste al que se financiaba el gobierno, hizo que a partir de 1989 el clima político comenzara a cambiar. Los impuestos sobre la renta fija se suprimieron en abril de 1990. El enero de 1991, los impuestos sobre los instrumentos restantes se redujeron a la mitad y finalmente en diciembre de 1991, todos los impuestos sobre transacciones restantes se eliminaron por completo.

Como se puede observar en la tabla 1, tras la eliminación completa del impuesto, la negociación en Suecia había aumentado al 41 por ciento para Ericsson y el 56 por ciento en media para los valores estudiados en 1992.

Trading of Swedish Stocks inside Sweden (percentage of turnover in London, New York, and Stockholm taking place in Stockholm)

	1988	1989	1990	1991	1992
Aga	59%	64%	63%	47%	53%
Alfa Laval		71%	41%		
ASEA	50%	39%	36%	34%	56%
Astra	88%	59%	44%	34%	36%
Atlas Copco	51%	40%	26%	44%	44%
Electrolux	43%	32%	46%	41%	45%
Ericsson	27%	23%	26%	28%	41%
Gambro	97%	92%	31%	35%	58%
Pharmacia	39%	33%			
Procordia			78%	68%	55%
Incentive				75%	79%
Saab-Scania	80%	77%	70%		
Sandvik	80%	51%	56%	56%	55%
SCA	84%	84%	88%	76%	73%
SKF	43%	50%	59%	45%	39%
Skandia			75%	57%	72%
Stora		78%	77%	76%	72%
Trelleberg		73%	73%	69%	81%
Volvo	55%	38%	54%	50%	50%
Average	61%	57%	56%	52%	56%

[Tabla 1]

Como hemos observado, el efecto del ITF sobre el volumen de contratación local no es instantáneo, sino que la reducción es gradual. Como sabemos, el impuesto se introdujo en 1984, y como hemos observado, la reducción del volumen de contratación local continúa durante los años 1988 a 1991, a pesar de las rebajas en las tasas del impuesto que hubo durante estos años. Este hecho no resulta sorprendente ya que entendemos que la reubicación de operaciones es un proceso que conlleva tiempo.

El impuesto a las transacciones de capital se evadió de diferentes maneras y en diferentes grados por diferentes tipos de operadores. Los inversores extranjeros utilizaban *brokers* no suecos para transacciones de acciones suecas. Una forma de observar este comportamiento es comparando las tablas 1 y 2. La tabla 1 muestra los resultados del grado de migración de la negociación de acciones hacia otros territorios, mientras que la tabla 2 muestra los mismos resultados pero únicamente para acciones no restringidas. Por acciones restringidas entendemos acciones intransferibles que se dan a empleados y accionistas en forma de retribución, y por tanto podemos asumir que dichas acciones son en su mayoría propiedad de nacionales suecos. Por el contrario, las acciones no restringidas son en gran parte propiedad de inversores extranjeros.

Trading of Swedish Unrestricted Shares inside Sweden (percentage of turnover in London, New York, and Stockholm taking place in Stockholm)

	1988	1989	1990	1991	1992
Aga	30%	34%	46%	34%	42%
Alfa Laval		67%	24%		
ASEA	35%	15%	32%	26%	49%
Astra	77%	33%	24%	18%	30%
Atlas Copco	49%	40%	26%	44%	44%
Electrolux	43%	32%	46%	41%	45%
Ericsson	27%	23%	26%	28%	41%
Gambro	95%	85%	23%	27%	48%
Pharmacia	11%	19%			
Procordia			55%	43%	45%
Incentive				61%	75%
Investor					76%
Saab-Scania	58%	50%	50%		
Sandvik	60%	34%	24%	39%	48%
SCA	71%	65%	73%	61%	68%
SKF	34%	34%	53%	39%	36%
Securitas					16%
Skandia			75%	57%	72%
Stora		68%	66%	61%	68%
Trelleberg		40%	34%	36%	70%
Volvo	25%	27%	34%	26%	31%
Average	47%	42%	42%	40%	50%

[Tabla 2]

Durante el período 1988 a 1991, el volumen de contratación local fue mucho menor para las acciones no restringidas. Por ejemplo, durante 1988, sólo el 47 por ciento de la negociación de acciones no restringidas fue llevada a cabo en Estocolmo frente al 61 por ciento de todas las acciones (tabla 1).

Esto sugiere que los inversores extranjeros fueron más propensos que los inversores suecos a cambiar la ubicación de sus operaciones para evitar el pago del impuesto. Esto se debe a que los inversores suecos estaban obligados a establecer un domicilio o empresa offshore si querían operar en el extranjero y evitar el impuesto, proceso que conllevaba el pago de un impuesto considerablemente alto. Este incentivo hizo que muchos suecos decidieran no operar en absoluto (Campbell y Froot, 1993).

El ITF tuvo un mayor impacto en operaciones de renta fija y derivados que en renta variable. Durante la primera semana del impuesto, el volumen de negociación de bonos se redujo alrededor del 85 por ciento con respecto a su promedio del verano de 1987. La contratación de futuros sobre bonos y letras del tesoro se redujo alrededor del 98 por ciento durante el mismo periodo y la contratación de opciones esencialmente desapareció.

Cabe destacar que gran parte de la disminución del volumen de los futuros se produjo con anterioridad a la aplicación del impuesto. Una posible explicación para el descenso anticipado en el volumen de negociación es el riesgo de liquidez. Los inversores previeron un descenso en la liquidez futura de los futuros, que vendría como consecuencia de la aplicación del impuesto por lo que decidieron con anterioridad cambiar sus inversiones a valores con menor riesgo de liquidez.

Se pudo observar que tras la eliminación del impuesto en 1991, el volumen de operaciones aumentó en bonos, letras del tesoro, operaciones al contado y futuros en mayor medida que lo hizo la renta variable.

Esta mayor sensibilidad al ITF de la renta fija frente a acciones parece radicar en la relativa facilidad con la que los inversores pudieron acceder a productos sustitutivos de la renta fija. Por ejemplo se observó en Suecia que el mercado de obligaciones y pagarés de interés variable (que no estaban sujetas al impuesto y podrían considerarse sustitutos de la renta fija) creció considerablemente durante el periodo de imposición del tributo. Así mismo se sustituyó la contratación de futuros por la de *Forward Rate Agreements (FRAs)*, acuerdos a plazo de tipo sobre bonos cortos y letras del tesoro, para evitar el pago de impuestos. Del mismo modo, los swaps o permutas financieras se utilizaban como sustitutos para futuros sobre bonos a largo plazo (Campbell y Froot, 1993).

Debido a que la inversión en renta fija pudo sustituirse fácilmente por este tipo de productos financieros de forma local, no dio lugar a una fuerte deslocalización de las operaciones hacia otros territorios. No obstante, si el impuesto no hubiese sido eliminado en 1992, es posible que dicho efecto se hubiera observado más adelante.

En términos generales el impuesto recaudó ingresos cuanto menos decepcionantes, muy por debajo de lo que estimaron las autoridades suecas. El Ministerio de Finanzas inicialmente estimó que los ingresos fiscales provenientes de las transacciones de renta fija serían 1500 millones de coronas suecas al año (165 millones de euros)², mientras que los ingresos realmente obtenidos en promedio fueron de 50 millones por año (5,5 millones de euros).

² Tipo de cambio: 0,11 EUR/SEK

3. Impuesto Transacciones Financieras: Resumen técnico

El ITF según descrito en la Directiva de la CE, es un impuesto que grava todas las transacciones financieras en las que al menos una parte de la operación esté establecida en alguno de los Estados miembros acogidos al procedimiento (principio de residencia). Por transacción financiera la Directiva entiende las siguientes operaciones:

- i) la compra o venta bruta de un instrumento financiero, antes de compensación o liquidación;
- ii) los pactos de recompra y de recompra inversa (*REPOs*) así como los acuerdos de préstamo de valores o de toma de valores en préstamos;
- iii) la cesión entre entidades de un mismo grupo de un instrumento financiero cuando se transfiera el riesgo asociado; y
- iv) la celebración de contratos derivados.

Además la Directiva establece que las transacciones anteriores se encontrarán sometidas al impuesto no solo si se realizan en mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación o internalizadores sistemáticos, sino que también lo estará si se realizan a través de mercados no organizados o *Over the Counter (OTC)*.

Por otra parte, la Directiva establece que el impuesto será aplicable a todos los productos financieros y productos derivados que se recogen en la Directiva MIFID. Éstos son:

- i) Acciones
- ii) Instrumentos del mercado monetario (pagarés, deuda pública)
- iii) Fondos de inversión y SICAV (excepto Hedge Funds)
- iv) Cédulas hipotecarias
- v) Deuda subordinada
- vi) Participaciones preferentes

- vii) Fondos de inversión libre (Hedge Funds)
- viii) Derivados (futuros, opciones, *warrants*, *caps*, *floors*...).
- ix) Contratos financieros atípicos
- x) Seguros de cambio
- xi) Opciones sobre divisas

El ITF se devengará en cada transacción financiera en el momento en que ésta se produzca y con independencia de una posterior cancelación o rectificación. En función del tipo de instrumento financiero, la Directiva establece bases imponibles y tipos impositivos diferentes:

- En las transacciones financieras relacionadas con los contratos de derivados, la base imponible será el importe nominal al que haga referencia el contrato y el tipo impositivo mínimo establecido se mantiene en 0,01%.
- Para las transacciones financieras que no impliquen instrumentos derivados se fijará la base imponible tomando como referencia el precio de compra y el tipo impositivo es 0,1%. Para aquellos casos en los que el precio de compra sea inferior al precio de mercado (en el caso de las operaciones intragrupo, por ejemplo) se tomará como referencia el precio de mercado.

La Propuesta incluye una serie de exenciones al impuesto, como son las transacciones realizadas con los bancos centrales de los Estados miembros participantes y con el Banco Central Europeo. Asimismo, la Propuesta exime del impuesto a las actividades financieras cotidianas tales como contratos de seguro, préstamos hipotecarios, créditos al consumo y servicios de pago. En cuanto a los fondos de pensiones, a pesar de la sugerencia del Parlamento Europeo, no han sido considerados exentos del impuesto.

4. ITF: Argumentos a favor

La fiscalidad en un sentido amplio persigue objetivos diferentes tales como la recaudación de ingresos para el sostenimiento del gasto público y redistribución de la riqueza; y en el caso de actividades con externalidades negativas, la tributación puede ser una herramienta para modificar patrones de consumo o comportamiento en la economía, haciendo ciertos tipos de transacciones más o menos atractivas.

En este sentido, el ITF parece perseguir ambos objetivos simultáneamente. Por una parte persigue estabilizar la volatilidad de los mercados y fuerte especulación; pero por otra pretende recaudar ingresos que el Estado podrá destinar a la creación de un fondo de rescate bancario o cualquier otra política económica que decida.

El ITF está respaldado por organismos como el G20, la ONU, la CE e incluso el FMI, que en un principio se mostraba reacio. Con el fin de entender mejor el apoyo que ha recibido por parte de estas instituciones, a continuación analizaremos los principales argumentos a favor del establecimiento del ITF:

- Frenar la especulación:

La introducción de este impuesto podría disminuir el número de operaciones especulativas en los mercados de capitales y en consecuencia la excesiva exposición al riesgo. Hoy en día, el 80% de los movimientos de capitales en los mercados monetarios son transacciones de ida y vuelta completadas en menos de una semana (Lamothe González, 2013). Este tipo de operaciones buscan una ganancia rápida de dinero, jugando tanto con las fluctuaciones de los tipos de cambio de las monedas, como en las diferencias en los tipos de interés entre países. Existe un consenso generalizado sobre la necesidad de controlar estas prácticas ya que, aunque hay quien mantiene que no son del todo perjudiciales (amparándose en la necesidad de ajustar precios inadecuados en el mercado), hemos podido comprobar a lo largo de estos años el poder destructor de los movimientos masivos de capitales especulativos que han provocado la crisis financiera actual y que continúan desestabilizando a países enteros.

- Generar ingresos:

Aún cuestionando la capacidad del impuesto para limitar la especulación, existe una importante razón para defender su establecimiento, como es la posibilidad de que este impuesto constituya una importante fuente de ingresos para los gobiernos que les permita sanear las finanzas públicas y poner rumbo al crecimiento económico. No obstante, más allá de esta situación circunstancial, se podría crear un fondo de reservas para posibles crisis financieras futuras.

Si la introducción del impuesto provoca un descenso moderado en el volumen de contratación por causa de la destrucción de operaciones especulativas, podemos decir que el impuesto cumple con su objetivo estabilizador. Si por el contrario, la introducción del impuesto no alterase los volúmenes de negociación, el impuesto resultaría ineficaz en materia de prevención, pero al menos lograría generosos ingresos públicos.

- Medida de política económica y refuerzo del marco regulatorio:

Dependiendo de cómo sea el diseño final del ITF, el impuesto podría ser utilizado de manera anti cíclica, es decir, aumentando el impuesto en periodos de auge económico y disminuyéndolo o incluso eliminándolo en periodos de recesión (Lamothe González, 2013). De esta forma podría utilizarse como medida en política económica, explotando al máximo tanto su función recaudatoria como estabilizadora.

Por otra parte, la introducción de un nuevo impuesto sería un primer avance hacia un marco regulatorio más estricto y regulado del sector financiero, y haría que el sector aceptara de mejor grado este progresivo reforzamiento.

5. ITF: Argumentos en contra

Parece que los principales argumentos a favor del ITF son que por una parte elimine actividades o comportamientos dañinos y por otra, capte fondos para compensar externalidades negativas. Respecto al primero, los detractores del impuesto defienden que existen alternativas menos distorsionantes para la actividad económica. En relación con el segundo argumento, es necesario valorar bien si los fondos captados compensan los potenciales efectos negativos en los mercados y la economía.

En esta línea, los principales argumentos que han defendido los organismos y economistas en contra de la introducción del ITF son:

- Medida intervencionista que obstaculiza el libre comercio:

Algunos autores han señalado que este impuesto desafía el dogma del *laissez faire*, expresión francesa que se utiliza en el mundo financiero y que significa “dejen hacer”, refiriéndose a una completa libertad en la economía.

Durante la década de los 80 y 90, la progresiva y fuerte liberalización de los mercados dejó vía libre a la especulación masiva, proceso que fue acompañado de un asalto ideológico contra la legitimidad de cualquier tipo de barrera que obstaculizase la asignación eficiente de recursos que realiza el mercado por sí solo (Lamothe González, 2013). Este pensamiento viene de la mano de la teoría económica de Adam Smith que defiende que cualquier intervención externa en el libre funcionamiento de los mercados crea ineficiencias indeseables y, en última instancia, contraproducentes. Durante mucho tiempo, organizaciones internacionales como el FMI o el Banco Mundial han compartido esta ideología económica expresando su temor a que el impuesto pueda ralentizar todo tipo de movimientos de capitales, no solamente los puramente especulativos, dificultando la realización de inversiones convenientes o impidiendo a los mercados establecer tipos de cambio que reflejen realidades económicas.

- Medida contraproducente por falta de cooperación internacional:

Según los detractores del impuesto es imposible pensar en el establecimiento del ITF de forma unilateral en un país, sino que es necesaria la cooperación internacional para

crear un impuesto global. Si en un contexto internacional tan desfavorable como el actual, un país adoptase un impuesto de estas características, sus grandes empresas estarían incitadas a trasladar sus centros de operaciones a otros territorios para eludir el pago del impuesto. Por ejemplo en Suecia, como veremos más adelante en detalle, sufrió una pérdida de contratación en sus mercados financieros locales tan devastadora, que las autoridades suecas se vieron obligadas a eliminar el impuesto pocos años después de su establecimiento.

Aunque deseable, su establecimiento a escala global no resulta absolutamente necesaria ya que existen ciertos países que representan una parte muy importante del mercado global, por lo que únicamente bastaría con aplicar el ITF conjuntamente en estos países. Por ejemplo, el 80% de las operaciones en los mercados de divisas se gestionan en los centros financieros de siete países y el 50% tan solo en EEUU y Reino Unido (UK). Por lo tanto un acuerdo entre EEUU y la UE para aplicar conjuntamente el ITF, obstaculizaría la elusión del impuesto y por tanto salvaguardaría en mayor medida el mercado doméstico, con menos repercusiones negativas para la economía (Lamothe González, 2013).

6. Impacto económico ITF

El presente trabajo pretende calcular el impacto que tendrá en España el establecimiento del ITF según descrito en la Directiva de la CE. Para ello la variable fundamental que estudiaremos será el potencial recaudatorio procedente de la aplicación del impuesto. Para este cálculo se utilizarán una serie de supuestos e hipótesis de mercado que se obtendrán de la revisión de la literatura y la evidencia que nos aportan algunas experiencias internacionales. La investigación que se pretende realizar, seguirá un enfoque inductivo para evitar la subjetividad de influir en los resultados; así como un enfoque exploratorio, ya que se busca cuantificar el impacto de una nueva variable en los mercados españoles.

6.1. Metodología

Han sido muchos los autores que han llevado a cabo investigaciones similares a las de este trabajo, con la principal diferencia de que ellos han estudiado el impacto a nivel mundial o para otros países mientras que este trabajo pretende llevar a cabo el estudio para el caso específico de España. Una forma de medir el impacto económico es midiendo los ingresos que generará el ITF para las arcas públicas del Estado. Este tipo de valoración es la que se ha llevado a cabo en estudios similares.

Otra importante diferencia con los estudios anteriores es que debido a la falta de consenso e imprevisibilidad de la posible reforma fiscal, los estudios llevados a cabo en este ámbito tuvieron que trabajar con hipótesis acerca de la estructura y características del impuesto, los tipos aplicables y la base imponible. No obstante en este trabajo, los avances a nivel europeo nos permiten utilizar como referencia el diseño y los tipos del ITF según se recogen en la Directiva de la CE.

La metodología más simple para estimar los ingresos procedentes de la aplicación del ITF es simplemente tomar el volumen total anual de las operaciones y multiplicarlo por una tasa impositiva teórica (Cassimon, 2001). No obstante, como hemos podido observar en el caso de Suecia, el establecimiento del ITF conlleva una importante pérdida en el volumen de transacción en los mercados, y dicha pérdida deberá de ser estimada para adaptar modificar el volumen sobre el cual se aplicará el ITF. El problema de la metodología de Cassimon es que no contempla la reducción en el volumen de negociación que tiene lugar como consecuencia del establecimiento del impuesto, por lo que rechazaremos esta metodología.

La metodología utilizada en un análisis de impacto específico para el caso de Francia (Ministerio Finanzas Francia, 2000) tiene en cuenta el descenso en el volumen de negociación como consecuencia de la introducción del ITF. En este informe se utiliza la ecuación 1 para hallar el nivel de recaudación o nivel de ingresos procedentes del impuesto (R).

$$R = t * V * (1 - d) * (1 + (t/c))^E$$

[Ecuación 1]

Donde t es el tipo impositivo, V es el volumen de transacción anual, d es el coeficiente por deslocalización o evasión del impuesto, c son los costes de transacción y ϵ es la elasticidad del mercado a variaciones en los costes de transacción

Si dividimos la ecuación 1 en dos partes, resulta más fácil observar lo que está ocurriendo. La primera parte corresponde a la ecuación 2 y permite obtener el volumen de transacción tras el descenso que se espera del mismo como consecuencia de la introducción del ITF, lo que denominaremos como el volumen reducido (V_r). La segunda corresponde a la ecuación 3, la cual permite obtener un resultado de recaudación tributaria al multiplicar el volumen reducido por el tipo impositivo.

$$V_r = V * (1 - d) * (1 + (t/c)^\epsilon) \quad \text{[Ecuación 2]}$$

$$R = t * V_r \quad \text{[Ecuación 3]}$$

Como se puede observar en la ecuación 2, el descenso en el volumen de negociación ocurre por dos efectos fundamentales: el primero es el efecto deslocalización o evasión por motivo de la reubicación de operaciones hacia otros territorios donde el impuesto no sea de aplicación; y el segundo es el efecto de ajuste de la demanda por la elasticidad del mercado a incrementos en los costes de transacción.

6.2. Fraude o evasión fiscal

El fraude o evasión fiscal es la acción deliberada por parte de una persona u organización para evitar el pago de impuestos. Esta acción puede ser ilegal, como por ejemplo ocultar bienes o ingresos, pero también puede ser en forma de elusión, por ejemplo modificando la localización de operaciones financieras para evitar el pago del ITF en este caso.

Se espera que el establecimiento del ITF tenga un impacto negativo en el margen extensivo de los volúmenes de negociación, y no únicamente en el margen intensivo. Por margen extensivo se entiende que la disminución del volumen de contratación vendrá dado por la doble vía de la elasticidad del mercado y la deslocalización o

evasión fiscal. Por el contrario, por margen intensivo se entiende que la disminución en el volumen de contratación es consecuencia de la elasticidad de mercado (no incluye la pérdida de volumen por deslocalización), esto es la sensibilidad del volumen de negociación a cambios en los costes de transacción.

Resulta complicado medir el efecto por deslocalización, ya que para ello habría que observar si se han visto afectados los niveles de negociación a nivel mundial y en España una vez introducido el ITF. En el caso de no haberse visto afectado el volumen a nivel mundial pero sí en España, entonces se habrá producido un efecto tanto en el margen intensivo como en el margen extensivo en los mercados españoles. En el caso de que el volumen de negociación disminuya en la misma cantidad tanto en España como en el mundo, entonces el efecto se produce únicamente en el margen intensivo.

Es evidente que no es posible hacer dicha comparación al no haberse introducido todavía el ITF, por lo que para calcular el efecto que tendrá la reubicación de operaciones hacia otros mercados, será necesario acudir a la literatura y experiencias internacionales pasadas para realizar una estimación razonable.

La investigación francesa (Ministerio Finanzas Francia, 2000) estudió la aplicación del impuesto en tres áreas geográficas diferentes: Francia, UE y el mundo. El estudio mostró que la evasión fiscal es menor a medida que el impuesto se aplica en mayor número de países. Estimaron un nivel de fraude o evasión fiscal del 15 % para el caso de que el impuesto se aplicase a nivel mundial, del 30% en el caso de que se aplicase al conjunto de la UE y del 50% en el caso de ser introducido únicamente en Francia.

No obstante, se considera que los niveles de evasión fiscal estimados fueron demasiado altos ya que en un informe reciente del regulador bursátil francés (Autorité Marchés Financiers, 2013), se revela que la economía francesa sufrió en 2013 un descenso de entorno al 10% en el volumen de negociación bursátil por causa de la evasión fiscal provocada por la introducción del ITF en agosto 2012, muy alejado del 50% estimado (Ministerio Finanzas Francia, 2000).

Consideramos que la reducción que ha sufrido el país vecino del 10% como consecuencia de la evasión fiscal es, a priori, extrapolable para el caso de España. No obstante es preciso tener en cuenta las siguientes consideraciones:

- En primer lugar, el estudio francés ponía de manifiesto que la evasión fiscal sería considerablemente menor si el impuesto se aplicara al conjunto de la UE, y debido a que el impuesto que se pretende introducir se hará de forma conjunta en once estados miembros, se considera que la evasión fiscal podría ser menor. Sin embargo, esta reducción se ve limitada ya que el impuesto no se va a introducir en el Reino Unido, que cuenta con el centro financiero por excelencia a nivel europeo (Londres), donde se prevé que se trasladen muchas de las operaciones financieras.
- En segundo lugar, el nivel de evasión y fraude fiscal en Francia es menor que el de España en términos relativos. Según un informe de la organización Tax Justice Network titulado “A briefing paper on the cost of tax evasión worldwide”, en 2011 España era el decimo país con mayor pérdida de ingresos por evasión fiscal en términos absolutos, dejando de ingresar 107.350 millones de dólares. Francia por su parte aparece en sexta posición, habiendo dejado de ingresar 171.264 millones de dólares en 2011. No es de extrañar que Francia deje de ingresar más que España si hablamos en términos absolutos, ya que Francia es un país con mayor número de habitantes y mayor PIB, pero si comparamos el nivel de evasión en términos relativos, por ejemplo mirando el nivel de economía sumergida para cada país, España tiene un 22,5% de economía sumergida en relación con el PIB, mientras que Francia tiene un 15%. Además otras fuentes como el Sindicato de Técnicos del Ministerio de Hacienda (Gestha), indican en un informe que se titula “El avance del fraude en España durante la crisis” que España presenta unos niveles tanto de fraude como de evasión fiscal muy superiores a la media europea, y no solo esto, si no que con el tiempo el diferencial con Europa se van acentuando a medida que esta toma medidas y mejora sus niveles de fraude y evasión, mientras que los indicadores para España empeoran.

Una posible explicación para el crecimiento de la economía sumergida y alto grado de evasión fiscal en España es el exagerado nivel de paro. Se ha observado que el nivel de fraude fiscal ha aumentado en las autonomías donde ha crecido más el paro durante la crisis como son Andalucía, Canarias,

Extremadura y Castilla-La Mancha. Otras posibles explicaciones son la ineficiencia de las políticas de lucha contra el fraude, las subidas de impuestos sin control tributario eficiente y la multiplicación de casos de corrupción política y empresarial que hay en nuestro país.

No obstante, la fuerte discordancia con Europa pone de manifiesto que el problema de España con el fraude no viene dado únicamente por los problemas económicos y políticos que sufre nuestro país, sino también por un problema sociocultural de moralidad con el pago de impuestos. El fraude es inherente a nuestra cultura, y por ello se espera que tras el establecimiento del ITF, el volumen de operaciones que se perderá como consecuencia de la deslocalización o fraude, sea mayor que el 10% observado en Francia.

- Por otra parte, es necesario puntualizar que el impuesto francés tiene un ámbito mucho más limitado que el contemplado en la Propuesta de Directiva ITF ya que únicamente grava tres tipos transacciones financieras. Teniendo en cuenta que la base imponible propuesta por la Directiva Europea es mucho mayor, se espera que la reducción en el volumen de contratación como consecuencia de la evasión fiscal también sea mayor.
- Además hay que tener en cuenta que el efecto sufrido en Francia refleja únicamente el corto plazo, entendiendo que la evasión fiscal será mayor con el tiempo a medida que las organizaciones desplazan sus operaciones a otros territorios, proceso que conlleva tiempo. En Suecia por ejemplo, tras la subida del impuesto a las transacciones del 1% al 2% que se dio en 1986, se registró un descenso del 30% de la contratación en Estocolmo como consecuencia de la reubicación a otros centros financieros; y en 1990, el descenso había alcanzado el 50% (Campbell y Froot, 1993).
- Para el análisis de impacto realizado por la CE para el conjunto de países adheridos al procedimiento de cooperación reforzada, la evasión fiscal que se consideró fue del 10% (European Commission, 2011).

Por tanto, con el fin de reflejar las peculiaridades de España así como todas las consideraciones anteriores, y proyectar un mayor número de escenarios para una mejor valoración, se considerarán tres niveles de fraude: 8%, 10%, 15%.

6.3. Elasticidad del mercado

El segundo aspecto a considerar para el cálculo de la reducción del volumen de negociación es el efecto disuasorio o efecto de ajuste que viene dado por la elasticidad del mercado. La aplicación del impuesto incrementa los costes de transacción para los agentes, y la elasticidad del mercado mide la sensibilidad del volumen de contratación ante la variación de estos costes.

Para obtener la elasticidad del mercado acudimos a la literatura, donde encontramos una serie de estudios como por ejemplo el de Jackson y O'Donnell (1985), que obtiene la elasticidad del mercado con la ayuda de modelos econométricos. Este estudio elabora un modelo econométrico para estudiar las variables que afectan al volumen de negociación y en qué medida. El estudio se enfocaba en el Reino Unido con datos para los años 1964 a 1984 y tenía la siguiente especificación:

$$v_t = \alpha_0 + \alpha_1 v_{t-1} + X_t \beta + e_t$$

[Ecuación 4]

donde v_t era el logaritmo del volumen de operaciones y X_t era un vector de variables explicativas en la que encontramos entre otras el logaritmo de los costes de transacción (digamos que es X_1). El correspondiente coeficiente β_1 es lo que denominaron la elasticidad del volumen de contratación con respecto a los costes de transacción (Jackson y O'Donnell, 1985).

De este modelo extraen una serie de elasticidades de mercado para Reino Unido que varía entre -0.9 y -1.7. En un trabajo muy similar pero con datos para Suecia (Lindgren y Westlund, 1990) se estimó que la elasticidad del mercado sueco durante el período 1970 a 1988 se encontraba entre -0,85 y -1,35. Del mismo modo, un estudio con enfoque internacional (Ericsson y Lindgren, 1992) estimó la elasticidad de mercado entre -1,2 y -1.5.

Como es posible observar, todos estos estudios obtienen elasticidades de mercado similares que giran en torno a -1 en promedio. No obstante, la elasticidad del mercado para el caso concreto de España puede ser diferente, por lo que es necesario acudir a otras fuentes de información.

Encontramos en la literatura un estudio de similares características para el caso concreto de la renta variable en España (Labeaga, 2012). La metodología que utiliza es similar a la de los autores mencionados anteriormente. Mediante un estudio econométrico obtiene una elasticidad de mercado para el IBEX 35 de -0,332 con una muestra de datos de veinte años (1992- 2012). Como podemos observar, mientras que estudios en otros países y a nivel internacional coinciden en elasticidades de mercado que giran en torno a -1 en promedio, este estudio específico de España muestra un nivel de elasticidad mucho menor en términos absolutos para el principal índice bursátil español.

Al igual que hemos dado veracidad a los estudios internacionales que concuerdan en una elasticidad de -1 en promedio, pensamos que el estudio de España es merecedor del mismo reconocimiento ya que aporta evidencia igualmente veraz. Se analizará por tanto el impacto de aplicar un rango de elasticidades que vayan de -0,33 a -1 en intervalos de 0,01, en el volumen de contratación de renta variable en España. De esta forma estaremos contemplando la posibilidad de que la elasticidad de la renta variable en España sea realmente inferior a la media admitida en el mercado de -1, como sugiere Labeaga en su trabajo. Por otra parte, por prudencia e inexistencia de evidencia que demuestre lo contrario, tomaremos la elasticidad consensuada del mercado de -1 para la renta fija y derivados.

Es importante advertir que estamos tratando con aproximaciones a las elasticidades reales, por lo que los resultados también serán aproximaciones o posibles escenarios de lo que puede ocurrir. Además hemos de ser conscientes de que las elasticidades reales pueden cambiar tras la introducción de la nueva tasa.

6.4. Costes de transacción

Un detalle muy importante a analizar ya que tiene gran impacto en los resultados es el coste real de transacción antes de establecer el impuesto, ya que la disminución del volumen de contratación dependerá del aumento relativo del coste de transacción en comparación con el coste de transacción antes del impuesto, en lugar de la diferencia absoluta.

Se reconoce por distintos autores que los costes de transacción son diferentes para cada tipo de agente. Un banco de inversión que realiza inversiones propias tiene unos costes de transacción más bajos que los de sus clientes. No obstante por simplicidad, trataremos de estimar un coste de transacción medio que pueda tomarse como referencia para nuestro estudio.

En un estudio reciente (Pollin y Heintz, 2011), se analizaron los costes de transacción medios para Estados Unidos y Reino Unido. La tabla 3 muestra los resultados de sus investigaciones.

	Año	Costes de transacción medios (pb)
Renta variable EEUU	2007	33.2
	2009 - 2011	26.4
	2010	47.6
Renta variable Reino Unido	2007	86.4
	2008 - 2011	82.4
	2010	57.2
Renta fija EEUU	2003 - 2005	9
	2008-2011	13

[Tabla 3]

Como se puede observar, los costes de transacción en Estados Unidos son en términos medios, más bajos que los de Reino Unido. No obstante, los costes de transacción de Reino Unido incluyen el *stamp duty* que se aplica a la compra venta de acciones (el correspondiente ITF de Reino Unido). Si le sumamos esta tasa a los costes de transacción en Estados Unidos, los costes de transacción serían muy similares para

ambos países (Pollin y Heintz, 2011). Por ello parece más preciso utilizar los costes de transacción observados en Estados Unidos ya que lo que buscamos son los costes de transacción antes de la aplicación del impuesto.

Por lo tanto, consideramos que los costes de transacción para la renta variable son de 0,3% sobre el principal contratado, o lo que es lo mismo, 30 puntos básicos. A modo de contraste, la tabla 4 muestra las comisiones y gastos de corretaje de tres de los principales *brokers* de España.

	Comisión	Gastos custodia
Renta 4	0,15%	0,03%
Inversis	0,15%	0,10%
Uno-e	0,20%	0,07%

[Tabla 4]

Si tenemos en cuenta que éstos gastos no incluyen los cánones de contratación y liquidación que cobran as Bolsas y el Sistema de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) en toda operación de compra venta de acciones (éstos giran en torno a 10/15 puntos básicos), una estimación de 0,3% como costes de transacción totales para la renta variable en España parece adecuada.

Una aproximación a los costes de transacción que ha sido frecuentemente utilizado en la literatura es el diferencial entre el precio medio diario de oferta y demanda (*bid ask spread*). Hemos analizado dicho diferencial para la acción de Telefónica, considerándola como un referente en el mercado de renta variable en España por su capitalización bursátil y alto nivel de contratación. Con datos diarios para el periodo de 09/04/1993 a 09/04/2014, hemos obtenido un diferencial entre precio de oferta y demanda de exactamente 0,3% (los cálculos se muestran en el anexo I).

Por todo ello consideramos que es razonable. considerar unos costes de transacción de 0,3% en términos medios para la renta variable española. Por otro lado en renta fija y derivados, los costes de transacción son menores y tomaremos como referencia los utilizados en estudios similares, que coinciden en unos costes de transacción para el

mercado de derivados y renta fija de 2 y 3 puntos básicos respectivamente (Ministerio Finanzas Francia, 2000) (Jetin y Denys, 2005).

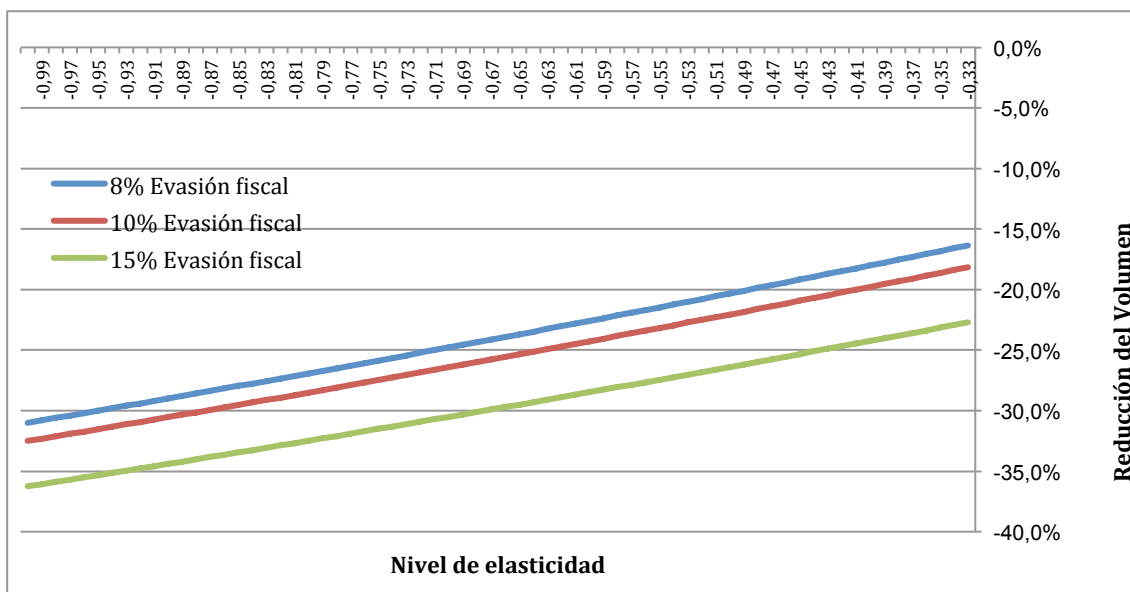
7. Resultados

Tomaremos como año de referencia el 2013 ya que es el más reciente para el cual se dispone de datos anualizados sobre volumen de negociación. Comenzaremos por estimar el descenso en el volumen negociado de renta variable para luego estudiar lo que ocurre en renta fija y derivados. Como hemos visto anteriormente, cada uno tiene unos costes de transacción y elasticidades propias y por ello realizamos el análisis por separado. Una vez hallados los niveles de negociación corregidos por los efectos del establecimiento del ITF, se procederá al cálculo de la recaudación fiscal correspondiente a dichos niveles.

7.1 Volumen negociación renta variable

El volumen de contratación para 2013 ha sido obtenido de una nota de prensa publicada en la página web oficial de Bolsas y Mercados Españoles. La nota de prensa confirma que “la Bolsa española ha negociado en renta variable durante el año 2013 un volumen efectivo de 703.658 millones de euros” (Bolsas y Mercados Españoles, 2014).

Para calcular la reducción en el nivel de contratación de renta variable aplicaremos la ecuación 2. A continuación se muestran los resultados obtenidos de la aplicación de esta fórmula así como las asunciones que se han tomado.



[Gráfico 1]

El Gráfico 1 muestra los 201 niveles de reducción del volumen de negociación obtenidos al aplicar la fórmula con las 67 elasticidades estudiadas y 3 niveles de evasión fiscal. Los resultados muestran un posible escenario de reducciones en los niveles de negociación de renta variable que oscilan entre el 16,3% y 36,3%. En el anexo III se muestran los resultados en forma de tabla.

La tabla 5 muestra un resumen de los resultados obtenidos de reducción en el volumen de negociación para la elasticidad mínima (-0,33), media (-0,65) y máxima (-1) estudiada, para 3 niveles de evasión fiscal. La reducción en el volumen de contratación se muestra tanto en términos porcentuales como nominales.

R VARIABLE	Nivel de evasión Fiscal 8%		Nivel de evasión Fiscal 10%		Nivel de evasión Fiscal 15%	
	Reducción (%)	Reducción (M€)	Reducción (%)	Reducción (M€)	Reducción (%)	Reducción (M€)
-0,33	-16,3%	-114.923	-18,2%	-127.722	-22,7%	-159.718
-0,65	-23,7%	-166.701	-25,3%	-178.374	-29,5%	-207.557
-1	-31,0%	-218.134	-32,5%	-228.689	-36,3%	-255.076

[Tabla 5]

-Asunciones

1. El ITF se aplicará a todas las operaciones de compra venta de acciones.
2. El nivel de contratación esperado para 2014 (antes de ajustes) asumimos que será el mismo que el acontecido en 2013: 703.658 millones de euros.
3. La elasticidad del mercado a cambios en los costes de transacción oscila entre -0,33 y -1 en intervalos de 0,01.
4. El tipo impositivo a la renta variable es 0,1% sobre el principal negociado, como indica la Directiva de la CE.
5. Se estudian tres niveles de evasión fiscal: 8%, 10% y 15%.
6. Los costes de transacción medios (antes de la aplicación del ITF) para la renta variable son 0,3% sobre el principal negociado.

7.2.Volumen negociación renta fija

El volumen de contratación en renta fija ha sido obtenido de un informe de Bolsas y Mercados Españoles, donde se constata que el volumen de contratación de deuda pública y deuda privada en 2013 fue 5.070.000 y 1.280.000 millones de euros respectivamente, sumando en conjunto un total de 6.350.000 millones de euros (Bolsas y Mercados Españoles, 2013).

Al igual que hemos hecho anteriormente, para calcular la reducción en el nivel de contratación de renta fija aplicaremos la ecuación 2. A continuación se muestran los resultados obtenidos así como las asunciones que se han tomado.

RENDA FIJA	Nivel de evasión Fiscal 8%		Nivel de evasión Fiscal 10%		Nivel de evasión Fiscal 15%	
	Reducción (%)	Reducción (M€)	Reducción (%)	Reducción (M€)	Reducción (%)	Reducción (M€)
Deuda Privada	-78,8%	-1.008.246	-79,2%	-1.014.154	-80,4%	-1.028.923
Deuda Pública	-78,8%	-3.993.600	-79,2%	-4.017.000	-80,4%	-4.075.500
Total	-78,8%	-5.001.846	-79,2%	-5.031.154	-80,4%	-5.104.423

[Tabla 6]

-Asunciones

1. El ITF se aplicará sobre la emisión y traspaso de todos los instrumentos de renta fija, tanto emisiones de deuda pública como deuda corporativa.
2. El nivel de contratación esperado para 2014 (antes de ajustes) asumimos que será el mismo que el acontecido en 2013: 5.070.000 millones de euros en deuda pública y 1.280.000 millones de euros en deuda corporativa, sumando un total de 6.350.000 millones de euros.
3. La elasticidad del mercado a cambios en los costes de transacción es -1.
4. El tipo impositivo a la renta variable es 0,1% sobre el principal negociado, como indica la Directiva de la CE.
5. Se estudian tres niveles de evasión fiscal: 8%, 10% y 15%.
6. Los costes de transacción medios (antes de la aplicación del ITF) para la renta fija son 0,03% sobre el principal negociado.

Como se puede observar en la tabla 6, la reducción en el volumen de contratación de renta fija puede oscilar entre el 78,8% y el 80,4% dependiendo del nivel de evasión fiscal que se produzca. Aunque este descenso pueda parecer exagerado, está en línea con lo ocurrido en Suecia, que durante la primera semana del impuesto, vio como la negociación de bonos se redujo alrededor del 85 por ciento.

Los resultados muestran un mayor descenso en el volumen de negociación de renta fija en comparación con la renta variable. Esto se debe a que los costes de transacción contemplados son mucho menores en términos absolutos (-0,03 frente a -0,30 en renta variable). Si tenemos en cuenta que cuanto mayor es el aumento relativo en los costes de transacción mayor es el impacto en el volumen de contratación, y que además la elasticidad (que mide la sensibilidad del volumen de transacción a cambios en los costes de transacción) que se ha contemplado para la renta fija es mayor en comparación con la renta variable (-1 frente a un rango que oscila de -0,33 a -1), podemos considerar que los resultados son normales y las diferencias con respecto a la renta variable responden a las hipótesis establecidas.

Además, como hemos podido observar en el caso de Suecia, los inversores tienen cierta facilidad para encontrar inversiones o productos sustitutivos para la renta fija,

provocando que la pérdida de volumen de negociación en renta fija sea más pronunciada que en renta variable.

Una pérdida de volumen de negociación del 80,4% corresponde a una pérdida de volumen de 5.104.423 millones de euros en términos nominales. Si bien es cierto que parte del objetivo del ITF es la estabilización de los mercados financieros por lo que cierta reducción en el volumen de negociación es deseable, consideramos que los niveles de descenso obtenidos en nuestros resultados son demasiado elevados como para considerarlos deseables ya que significaría prácticamente perder este mercado por completo en España. Además no parece coherente que queriendo evitar la inversión especulativa para estabilizar los mercados, el ITF provoque un descenso tan pronunciado en la negociación de productos de renta fija, que por naturaleza tienen menos riesgo y no suelen ser objeto de especulación, o al menos en menor medida que la renta variable. Para la consecución de los objetivos planteados por la CE en relación con el ITF, consideramos que sería más conveniente que se diera mayor descenso en la negociación de renta variable o derivados.

7.3. Volumen negociación derivados

El volumen de contratación de productos derivados para 2013 ha sido obtenido de la encuesta trienal sobre la actividad del mercado divisas y derivados elaborada por el Banco de Pagos Internacionales de Basilea. Para el periodo 2013, el volumen de negociación media diaria en España en operaciones al contado fue de 13.595 millones de dólares, en operaciones a plazo fue de 3.186 millones de dólares, en *FX swaps* 24.896 millones de dólares, en *currency swaps* 286 millones de dólares y en opciones 1.071 millones de dólares (Bank for International Settlements, 2013). Todo ello suma un total de 43.034 millones de dólares que tomaremos como nivel de contratación medio diario para el mercado español de derivados. Para obtener el volumen de negociación anual simplemente basta con multiplicar el volumen medio diario por 260 días semanales en un año. Debido a que los datos están referenciados a una moneda extranjera, y nuestro estudio pretende obtener resultados en moneda local, se aplicará el

tipo de cambio medio euro dólar 2013.³ La conversión de euros a dólares y obtención del volumen anual se muestra en la tabla 7.

Tipo de operación	Volumen diario (\$)	Volumen diario (€)	Volumen anual (€)
Contado	13.595	10.236	2.661.271
Plazo	3.186	2.399	623.671
FX swaps	24.896	18.744	4.873.483
Currency Swaps	286	215	55.986
Opciones	1.071	806	209.652
Total	43.034	32.400	8.424.063

[Tabla 7]

En la tabla 8 se muestran los resultados de reducción en el volumen de contratación de renta fija en España como consecuencia de la introducción del ITF así como las hipótesis que se han considerado para obtenerlos.

DERIVADOS	Nivel de evasión Fiscal 8%		Nivel de evasión Fiscal 10%		Nivel de evasión Fiscal 15%	
	Reducción (%)	Reducción (M€)	Reducción (%)	Reducción (M€)	Reducción (%)	Reducción (M€)
Contado	-38,7%	-1.029.025	-40,0%	-1.064.508	-43,3%	-1.153.217
Plazo	-38,7%	-241.153	-40,0%	-249.468	-43,3%	-270.257
FX swaps	-38,7%	-1.884.413	-40,0%	-1.949.393	-43,3%	-2.111.843
Currency Swaps	-38,7%	-21.648	-40,0%	-22.394	-43,3%	-24.261
Opciones	-38,7%	-81.065	-40,0%	-83.861	-43,3%	-90.849
Total	-38,7%	-3.257.304	-40,0%	-3.369.625	-43,3%	-3.650.427

[Tabla 8]

-Asunciones

1. El ITF se aplicará a todas las operaciones que se lleven a cabo en los mercados de divisas (contado, plazo y *FX swaps*), de derivados de divisas (*currency swap* y opciones) y de tipos de interés (*FRAs*, swaps y opciones).

³ El tipo de cambio medio es 1,3282 según datos del Banco de España.

2. El nivel de contratación esperado para 2014 (antes de ajustes) asumimos que será el mismo que el acontecido en 2013: 43.034 millones de dólares o 32.400 millones de euros.
3. La elasticidad del mercado a cambios en los costes de transacción es -1.
4. El tipo impositivo aplicable a los derivados es de 0,01% sobre el principal negociado, como indica la Directiva 2011.
5. Se estudian tres niveles de evasión fiscal: 8%, 10% y 15%.
6. Los costes de transacción medios (antes de la aplicación del ITF) para la renta fija son 0,02% sobre el principal negociado.

Como se puede observar en la tabla 8, la reducción en el volumen de contratación de productos derivados puede oscilar entre el 38,7% y el 43,3% dependiendo del nivel de evasión fiscal que se produzca.

7.4. Recaudación fiscal

Una vez estimados los nuevos volúmenes de negociación reducidos, tenemos la base imponible sobre la cual se aplicará el ITF. Aplicando la ecuación 3, la recaudación fiscal estimada procedente del establecimiento del ITF, bajo las mismas suposiciones e hipótesis que hemos desarrollado a lo largo de este trabajo para cada tipo de activo financiero, se muestra en las tablas 9, 10 y 11.

R VARIABLE	Nivel de evasión Fiscal 8%			Nivel de evasión Fiscal 10%			Nivel de evasión Fiscal 15%		
	Reducción (%)	Base imponible (Vr)	Recaudación (M€)	Reducción (%)	Base Imponible (Vr)	Recaudación (M€)	Reducción (%)	Base imponible (Vr)	Recaudación (M€)
ε	-0,33	588.735	589	-18,2%	575.936	576	-22,7%	543.940	544
	-0,65	536.957	537	-25,3%	525.284	525	-29,5%	496.101	496
	-1	485.524	486	-32,5%	474.969	475	-36,3%	448.582	449

[Tabla 9]

La tabla 9 muestra los resultados de recaudación tributaria proveniente de la renta variable para los 3 niveles de evasión fiscal estudiados (8%, 10% y 15%) y 3

elasticidades del mercado (mínima, media y máxima estudiadas). Los resultados para todos los niveles de elasticidad estudiados se encuentran en el anexo IV.

Como podemos observar en la tabla 9, la recaudación tributaria en renta variable podría oscilar entre 449 y 589 millones de euros al año, dependiendo de la elasticidad real del mercado y nivel de evasión que se produzca en la renta variable. Como podemos observar, el nivel de recaudación tiene una relación inversa con la elasticidad del mercado, es decir mientras que la elasticidad de mercado disminuye (en valores absolutos), la recaudación tributaria aumenta. Esto se debe a que cuanto menor sea la elasticidad de mercado, menor es el impacto en el volumen de negociación y por tanto obtenemos una mayor base imponible sobre la que aplicar el impuesto y consecuentemente un mayor nivel de recaudación.

R FIJA	Nivel de evasión Fiscal 8%			Nivel de evasión Fiscal 10%			Nivel de evasión Fiscal 15%		
	Reducción (%)	Base imponible (Vr)	Recaudación (M€)	Reducción (%)	Base Imponible (Vr)	Recaudación (M€)	Reducción (%)	Base imponible (Vr)	Recaudación (M€)
D Privada	-78,8%	271.754	272	-79,2%	265.846	266	-80,4%	181.333	181
D Pública	-78,8%	1.076.400	1.076	-79,2%	1.053.000	1.053	-80,4%	994.500	995
Total	-78,8%	1.348.154	1.348	-79,2%	1.318.846	1.319	-80,4%	1.175.833	1.176

[Tabla 10]

En la tabla 10 se muestran los resultados de recaudación obtenidos para la renta fija, que oscilan entre 1.176 y 1.348 millones de euros al año.

DERIVADOS	Nivel de evasión Fiscal 8%			Nivel de evasión Fiscal 10%			Nivel de evasión Fiscal 15%		
	Reducción (%)	Base Imponible (Vr)	Recaudación (M€)	Reducción (%)	Base Imponible (Vr)	Recaudación (M€)	Reducción (%)	Base Imponible (Vr)	Recaudación (M€)
Contado	-38,7%	1.632.246	163	-40,0%	1.596.763	160	-43,3%	1.508.054	151
Plazo	-38,7%	382.518	38	-40,0%	374.203	37	-43,3%	353.414	35
FX swaps	-38,7%	2.989.070	299	-40,0%	2.924.090	292	-43,3%	2.761.640	276
Curr Swaps	-38,7%	34.338	3	-40,0%	33.592	3	-43,3%	31.725	3
Opciones	-38,7%	128.587	13	-40,0%	125.791	13	-43,3%	118.803	12
Total	-38,7%	5.166.759	517	-40,0%	5.054.438	505	-43,3%	4.773.636	477

[Tabla 11]

Del mismo modo en la tabla 11 se muestran los resultados de recaudación obtenidos para el mercados de divisas, derivados de divisas y tipos de interés. La recaudación procedente de este mercado oscila entre 477 y 517 millones de euros al año.

La tabla 12 muestra resultados unificados para los tres tipos de instrumentos financieros que hemos estudiado ponderados por su peso sobre el volumen de negociación total. Debido a que hemos considerado un universo de elasticidades en renta variable para contemplar la posibilidad de que la elasticidad de la renta variable española sea inferior a la consensuada del mercado, tal y como sugiere Labeaga (2012) en sus investigaciones, hemos obtenido un rango de resultados.

En la primera columna observamos que para un nivel de evasión fiscal de 8%, la reducción en el volumen total de contratación puede oscilar entre 54,1% y 54,8%. En caso de verse realizada esta disminución en la contratación, la recaudación del ITF oscilaría entre 2.454 y 2.350 millones de euros respectivamente. La segunda columna recoge los resultados para un nivel de evasión del 10%, donde observamos que la reducción en el volumen podría oscilar entre el 55,1% y 55,8%, lo que corresponde a un nivel de recaudación de entre 2.400 y 2.299 millones de euros respectivamente. Por último, en la columna 3 observamos que para un nivel de evasión del 15% el volumen de negociación podrá contraerse entre un 57,6% y 58,2%, lo que resultaría en una recaudación tributaria de entre 2.197 y 2.102 millones de euros.

Nivel de evasión Fiscal 8%		Nivel de evasión Fiscal 10%		Nivel de evasión Fiscal 15%	
Reducción Volumen	Recaudación (M€)	Reducción Volumen	Recaudación (M€)	Reducción Volumen	Recaudación (M€)
-54,1% ... -54,8%	2.454 ... 2.350	-55,1% ... -55,8%	2.400 ... 2.299	-57,6% ... -58,2%	2.197 2.102

[Tabla 12]

En conclusión, los resultados muestran que bajo todas las suposiciones e hipótesis de partida anteriormente comentadas, los ingresos para el Estado español procedentes del establecimiento del ITF serían entre 2.102 y 2.454 millones de euros al año, lo que representa un 0,21% y 0,24% del PIB español en 2013.⁴

⁴ En base al PIB nominal de España en 2013: 1.022.988 millones de euros. Para más información ver: www.datosmacro.com/pib/espana

8. Análisis de Resultados

Según los resultados de éste trabajo, el volumen de contratación podría caer hasta un 58%. Esta pérdida potencial de volumen puede parecer elevada, no obstante si la comparamos con los resultados obtenidos en estudios anteriores es realista pensar que los volúmenes de negociación podrían reducirse hasta éstos niveles si se introdujese el ITF en España.

En la Tabla 13 se muestra un resumen de los resultados obtenidos en diferentes estudios que han estimado el impacto en diferentes zonas geográficas y bajo sus propias hipótesis, que también se muestran en la tabla. Si comparamos los resultados obtenidos en este trabajo con los que se han obtenido en otros estudios, observamos que nuestro resultado es acorde a lo experimentado en otros estudios.

Autor	Año	Tipos estudiados	Zona de aplicación	Evasión fiscal	Costes de transacción	Elasticidad	Reducción volumen
Ministerio de Finanzas Francia	1998	0,01%, 0,1%, 0,2%	UE, Mundo y Francia	20%, 30%, 50%	0,02%, 0,05%	-0,5, -1, -1,6	5% - 100%
Felix y Sau	1998	0,05%, 0,1%, 0,25%	Mundo	25%	0,1%, -0,5%, -1%	-0,3 a -1,75	13% - 49%
Cassimon	1998	0,01%, 0,02%	Mundo	0%	0%	-	0%
Ministerio de Finanzas Finlandia	1998	0,01%, 0,25%, 1%	Mundo	20%	0,02%, 0,05%, 0,1%	-0,5, -1, -1,5	5% - 100%
Spahn	2001	0,01%, 0,02%	UE	0%	0,01%, 0,02%		15%
Jetin y Denys	2004	0,01% a 1%	UE y Mundo	15%, 21%	0,1%, 0,05% y 0,02%	-0,5, -1, -1,5	4.7% - 99.7%

[Tabla 13]

Por otra parte, la experiencia de Suecia nos sirve como demostración de las terribles repercusiones que puede tener en el mercado la introducción de un ITF. El 58% estimado de máxima pérdida de volumen de contratación en este trabajo, se aleja mucho de lo sufrido en Suecia que, como hemos visto anteriormente, en la primera semana del impuesto, el volumen de contratación de renta fija cayó un 85% y de futuros sobre bonos y letras del tesoro un 98%.

Los países y la CE llevan más de dos años negociando los detalles técnicos del ITF sin haber llegado aun a un acuerdo definitivo. No obstante, desde el reciente ECOFIN de mayo 2014, todo parece apuntar a que el ITF no se aplicará sobre la renta fija ni derivados, si no únicamente en operaciones sobre acciones durante una primera fase experimental del impuesto⁵.

Teniendo en cuenta que la negociación de renta variable tiene un peso en el mercado español del 5% aproximadamente sobre el volumen total de negociación⁶, el efecto en el mercado se reduciría considerablemente de aplicarse el ITF únicamente a acciones. Si ajustamos la pérdida máxima estimada para la renta variable (31%) por su peso en el mercado, la reducción de volumen sobre el mercado español sería de tan solo 1,55%.

Los resultados de recaudación son difíciles de comparar con estudios anteriores, ya que dichos estudios han estimado el impacto a de la aplicación del ITF a nivel mundial, mientras que el presente trabajo está enfocado únicamente en la economía española.

No obstante si podemos realizar dicha comparación con el análisis de impacto llevado a cabo por la CE que estimó unos ingresos fiscales para el conjunto de países adheridos al procedimiento de entre 30.000 y 35.000 millones de euros anuales, de los cuales alrededor de 5.000 millones correspondían a España.

Como podemos observar, la estimación de la Comisión Europea difiere considerablemente de los resultados que se han obtenido en este estudio. Algunos autores han señalado que las estimaciones llevadas a cabo por la CE son demasiado optimistas. En un informe reciente (Oxera, 2011) se revisan las asunciones y metodología seguida por la CE, y se advierte sobre falta de evidencia y consistencia en algunas de las suposiciones utilizadas. En su análisis de impacto, la CE asume que el 40% de la contratación en el mercado europeo se lleva a cabo por operadores de alta frecuencia que no aportan valor a la economía. Si estas operaciones desaparecen tras la introducción del ITF, la CE explica que no habrá consecuencias negativas para los

⁵ El ECOFIN de mayo 2014 fue una decepción para organizaciones impulsoras del ITF como ATTAC. No se llegó a un acuerdo y faltan muchos detalles por consensuar. Además, la información pública es limitada. Por el momento, parece que la introducción del ITF se pospone un año más hasta el 2015, y consideramos que las informaciones filtradas son meros rumores. Por ello, en este trabajo se ha estimado más oportuno medir el impacto económico del ITF según descrito en la Directiva de la CE, ya que ésta nos permite obtener los detalles y datos necesarios acerca del impuesto para realizar la investigación.

⁶ En base a datos del año 2013, ver anexo II para más detalles.

inversores o la economía real. Por tanto, la CE está asumiendo implícitamente que el modelo económico que elaboró está sobreestimando el volumen de negociación después de la introducción del impuesto y por lo tanto también lo está haciendo con la recaudación. La estimación de ingresos fiscales por tanto debe reducirse en 40% correspondiente a las operaciones de alta frecuencia asumidas por la CE. De esta forma, los niveles de ingresos estimados por la CE, se reducirían hasta aproximarse a los ingresos estimados en este trabajo

9. Conclusiones

Como hemos señalado en varias ocasiones a lo largo del trabajo, la introducción del ITF tiene la doble finalidad de generar ingresos para el Estado y estabilizar la excesiva volatilidad de los mercados. Para una correcta evaluación, es necesario verificar que los resultados de nuestra investigación concuerdan con la consecución de los objetivos planteados, antes de posicionarnos a favor o en contra del impuesto.

Actualmente, el Estado español no tiene margen de maniobra para ajustar más el gasto público a la vez que trata de estimular la economía y cumplir con los objetivos de déficit. Los resultados de la investigación señalan que la recaudación procedente del ITF podría oscilar entre 2.102 y 2.454 millones de euros al año, lo cual supondría una fuente de ingresos crucial para el Estado en estos momentos. Estos niveles de ingresos nos permiten afirmar con seguridad que el ITF cumple su objetivo recaudatorio.

Por otra parte, para cumplir el objetivo de estabilización, es necesario que el volumen de negociación en los mercados disminuya en una cuantía moderada. Los resultados constatan que los volúmenes de negociación en el mercado español podrían sufrir un descenso de entre 54,1% y 58,2% como consecuencia de la introducción del ITF. Consideramos que éstos niveles son demasiado elevados y supondrían un perjuicio para la economía española, y podríamos decir por tanto que el ITF no cumple su objetivo estabilizador.

Teniendo en cuenta que no cumple con los objetivos para los cuales fue diseñado, y que además presenta posibles repercusiones perjudiciales para el mercado y la economía, no se considera aconsejable el establecimiento del ITF en España bajo las especificaciones

y diseño de la CE. Se considera que existen alternativas menos distorsionantes para el mercado que pueden alcanzar los objetivos mismos de la CE. Una alternativa sería por ejemplo reducir el alcance del ITF únicamente a la renta variable. Esta posibilidad se está debatiendo en reuniones recientes del ECOFIN, y como hemos observado en el análisis de resultados, si se aplicase el ITF de menor alcance en España, el descenso en el volumen de contratación sería del 1,55%. Este descenso se acerca más a la reducción deseada del volumen de contratación para la estabilización de los mercados, y además, aún se estarían generando ingresos para el Estado (aunque lógicamente menores por su menor alcance).

En conclusión, la naturaleza y complejidad de la actual crisis económica y financiera requiere la coordinación de muchas acciones para evitar la especulación y asegurar la estabilidad del sistema financiero. Queda en manos de los dirigentes políticos la elección de estas acciones, entre las cuales no se recomienda, en base a los resultados obtenidos de este análisis, se incluya el establecimiento del ITF propuesto por la CE.

10. Referencias

Autorité Marchés Financiers. (2013). “*Quels risques macrofinanciers pour 2014?*”. Disponible en: <http://www.amf-france.org/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives.html?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F42715c14-a052-43ff-9580-1ea0f52e6c38> [consulta: 12/06/2014].

Bank for International Settlements, (2013). “*Triennial Central Bank Survey of foreign exchange y derivatives market activity*”. Disponible en: <http://www.bis.org/publ/rpfx13.htm> [consulta: 12/06/2014].

Bolsas y Mercados Españoles, (2013). “*El mercado de renta fija*”. Disponible en: http://www.aiaf.es/docs/Ficheros/Informes/anual_esp.pdf [consulta: 12/06/2014].

Bolsas y Mercados Españoles, (2014). “*La bolsa española negocia en diciembre € 60.283 millones, un 5,4% más*”. Nota de prensa BME. Disponible en: http://www.bolsasymercados.es/asp/RevOnLine/NPrensa_BME.aspx?id=29968 [consulta: 12/06/2014].

Campbell, J. y Froot, K. (1993). “*International experiences with securities transaction taxes*”. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Cassimon, D. (2001). “*Financing Sustainable Development Using a feasible Tobin Tax*”.

Ericsson, J. y Lindgren, R. (1992). “*Transaction Taxes y Trading Volume on Stock Exchanges – An International Comparison*”. Stockholm School of Economics Working Paper.

European Commission. (2011). “*Proposal for a Council Directive on a common system of financial transaction tax y amending Directive 2008/7/EC*”.

European Commission. (2011). *“Impact Assesment accompanying the document Proposal for a Council Directive on a common system of financial transaction tax y amending Directive 2008/7/EC”*. Commission staff working paper

Felix, D. y Sau, R. (1996). *“On the revenue potential y phasing in of the Tobin Tax”*.

Jackson, P. y O'Donnell, A. (1985). *“The effects of stamp duty on equity transactions y prices in the UK stock Exchange”*. Bank of England.

Jetin, B. y Denys, L. (2005). *“Ready for implementation: Technical y legal aspects of a currency transaction tax y its implementation in the EU”*. CITY: World Economy, Ecology y Development.

Keynes, J. (1965). *“The general theory of employment, interest, y money”*. New York: Harcourt, Brace & World.

Lamothe González, F. (2013). *“El Impuesto sobre Transacciones Financieras”*. Disponible en: http://www.ief.es/documentos/recursos/publicaciones/revistas/cuadernos_formacion/2013_16_5.pdf [consulta: 12/06/2014].

Lindgren, R. y Westlund, A. (1990). *“How did the Transaction Costs on the Stockholm Stock Exchange Influence Trading Volume y Price Volatility?”*. Skyinaviska Enskilda Banken Quarterly Review.

M Labeaga, J. (2012). *“Análisis del impacto del establecimiento de impuestos al sector financiero”*. Fundación Impuestos y Competitividad. Disponible en: <http://www.fundacionic.com/wp-content/uploads/2012/12/Informe-Labeaga-con-formato-FIC21.pdf> [consulta: 12/06/2014].

Matheson, T. (2011). *“Taxing Financial Transactions”*. Washington: International Monetary Fund.

Ministerio de Finanzas de Finlandia. (2001). “*Promoting the stability of international capital movements*”. Disponible en:

http://www.vm.fi/vm/en/04_publications_y_documents/01_publications/07_financial_market/20010131Promot/3505.pdf [consulta: 12/06/2014].

Ministerio de Finanzas de Francia. (2000). “*Rapport présenté au Parlement en application de l’article 89 de la loi de finances initiale pour 2000*”. Disponible en:

<http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics//014000158/0000.pdf> [consulta: 12/06/2014].

Oxera, (2011). “*What would be the economic impact of the proposed financial transaction tax on the EU? Review of the European Commission’s economic impact assessment*”.

Pollin, R. y Heintz, J. (2011). “*Transaction Costs, Trading Elasticities y the Revenue Potential of Financial Transaction Taxes for the United States*”. Political Economy Research Institute University of Massachusetts, Amherst.

Rombiola, N. (2012). “*Tasa Tobin*”. Digital Finanzas y Economía. Disponible en: <http://www.finanzzas.com/tasa-tobin> [consulta: 12/06/2014].

Spahn, P. (1995). “*International financial flows y transactions-taxes*”. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Tobin, J. (1978). “*A Proposal for International Monetary Reform*”. Eastern Economic Journal, 4.

11. Anexos

Anexo I: Estimación *bid ask spread* Telefónica

Fecha	Precio oferta	Precio demanda	Diferencial
07/04/93	1,9058	1,9206	-0,78%
12/04/93	1,9353	1,9427	-0,38%
13/04/93	1,9279	1,9353	-0,38%
14/04/93	1,9279	1,9353	-0,38%
15/04/93	1,9206	1,9279	-0,38%
16/04/93	1,8984	1,9132	-0,78%
19/04/93	1,9058	1,9132	-0,39%
20/04/93	1,891	1,8984	-0,39%
21/04/93	1,8984	1,9132	-0,78%
22/04/93	1,9353	1,9427	-0,38%
23/04/93	1,9279	1,9353	-0,38%
26/04/93	1,8762	1,9427	-3,54%
⋮	⋮	⋮	⋮
18/03/14	11,15	11,24	-0,81%
19/03/14	11,11	11,20	-0,81%
20/03/14	11,13	11,21	-0,67%
21/03/14	11,14	11,25	-0,99%
24/03/14	11,06	11,16	-0,95%
25/03/14	11,07	11,12	-0,45%
26/03/14	11,04	11,14	-0,91%
27/03/14	11,20	11,25	-0,45%
28/03/14	11,38	11,48	-0,83%
31/03/14	11,46	11,55	-0,74%
01/04/14	11,47	11,52	-0,44%
02/04/14	11,45	11,52	-0,57%
03/04/14	11,60	11,62	-0,17%
04/04/14	11,64	11,70	-0,52%
07/04/14	11,70	11,75	-0,43%
08/04/14	11,63	11,70	-0,60%
09/04/14	11,76	11,77	-0,04%

Promedio diferencial
-0,30%

Los datos utilizados han sido obtenidos de un terminal Bloomberg. Los datos correspondientes a l 27/04/93 al 17/03/14 han sido tenidos en cuenta para calcular el promedio del diferencial entre el precio de oferta y precio de demanda (lo que entendemos como una aproximación a los costes de transacción), pero han sido

ocultados para ahorrar espacio, ya que si mostrásemos la tabla completa, ésta tendría más de 5.000 filas.

Anexo II: Volumen de negociación en el mercado español en 2013

Tipo activo	Volumen contratación	Peso
R VARIABLE	703.658	4,55%
R FIJA	6.350.000	41,03%
DERIVADOS	8.424.063	54,43%
TOTAL	15.477.721	100,00%

Anexo III: Resultados volumen de negociación renta variable (tabla completa)

RENDA VARIABLE €	Nivel de evasión Fiscal 8%		Nivel de evasión Fiscal 10%		Nivel de evasión Fiscal 15%	
	Reducción (%)	Reducción (M€)	Reducción (%)	Reducción (M€)	Reducción (%)	Reducción (M€)
-0,33	-16,3%	-114.923	-18,2%	-127.722	-22,7%	-159.718
-0,34	-16,6%	-116.614	-18,4%	-129.376	-22,9%	-161.281
-0,35	-16,8%	-118.301	-18,6%	-131.026	-23,1%	-162.839
-0,36	-17,1%	-119.982	-18,9%	-132.671	-23,4%	-164.393
-0,37	-17,3%	-121.659	-19,1%	-134.311	-23,6%	-165.942
-0,38	-17,5%	-123.331	-19,3%	-135.947	-23,8%	-167.486
-0,39	-17,8%	-124.998	-19,6%	-137.578	-24,0%	-169.027
-0,4	-18,0%	-126.660	-19,8%	-139.204	-24,2%	-170.562
-0,41	-18,2%	-128.318	-20,0%	-140.825	-24,5%	-172.094
-0,42	-18,5%	-129.971	-20,2%	-142.442	-24,7%	-173.621
-0,43	-18,7%	-131.619	-20,5%	-144.054	-24,9%	-175.144
-0,44	-18,9%	-133.262	-20,7%	-145.662	-25,1%	-176.662
-0,45	-19,2%	-134.901	-20,9%	-147.265	-25,3%	-178.176
-0,46	-19,4%	-136.535	-21,2%	-148.863	-25,5%	-179.685
-0,47	-19,6%	-138.164	-21,4%	-150.457	-25,7%	-181.190
-0,48	-19,9%	-139.788	-21,6%	-152.046	-26,0%	-182.691
-0,49	-20,1%	-141.408	-21,8%	-153.631	-26,2%	-184.188
-0,5	-20,3%	-143.023	-22,1%	-155.211	-26,4%	-185.680
-0,51	-20,6%	-144.634	-22,3%	-156.786	-26,6%	-187.168
-0,52	-20,8%	-146.240	-22,5%	-158.357	-26,8%	-188.652
-0,53	-21,0%	-147.841	-22,7%	-159.924	-27,0%	-190.131
-0,54	-21,2%	-149.438	-22,9%	-161.486	-27,2%	-191.607
-0,55	-21,5%	-151.030	-23,2%	-163.043	-27,4%	-193.077
-0,56	-21,7%	-152.617	-23,4%	-164.596	-27,6%	-194.544
-0,57	-21,9%	-154.200	-23,6%	-166.145	-27,9%	-196.007

-0,58	-22,1%	-155.779	-23,8%	-167.689	-28,1%	-197.465
-0,59	-22,4%	-157.352	-24,0%	-169.229	-28,3%	-198.919
-0,6	-22,6%	-158.922	-24,3%	-170.764	-28,5%	-200.369
-0,61	-22,8%	-160.487	-24,5%	-172.295	-28,7%	-201.815
-0,62	-23,0%	-162.047	-24,7%	-173.821	-28,9%	-203.257
-0,63	-23,3%	-163.603	-24,9%	-175.343	-29,1%	-204.694
-0,64	-23,5%	-165.154	-25,1%	-176.861	-29,3%	-206.127
-0,65	-23,7%	-166.701	-25,3%	-178.374	-29,5%	-207.557
-0,66	-23,9%	-168.244	-25,6%	-179.883	-29,7%	-208.982
-0,67	-24,1%	-169.782	-25,8%	-181.388	-29,9%	-210.403
-0,68	-24,3%	-171.316	-26,0%	-182.888	-30,1%	-211.820
-0,69	-24,6%	-172.845	-26,2%	-184.384	-30,3%	-213.233
-0,7	-24,8%	-174.370	-26,4%	-185.876	-30,5%	-214.642
-0,71	-25,0%	-175.890	-26,6%	-187.363	-30,7%	-216.046
-0,72	-25,2%	-177.406	-26,8%	-188.846	-30,9%	-217.447
-0,73	-25,4%	-178.918	-27,0%	-190.325	-31,1%	-218.844
-0,74	-25,6%	-180.425	-27,3%	-191.800	-31,3%	-220.237
-0,75	-25,9%	-181.928	-27,5%	-193.270	-31,5%	-221.625
-0,76	-26,1%	-183.427	-27,7%	-194.737	-31,7%	-223.010
-0,77	-26,3%	-184.922	-27,9%	-196.199	-31,9%	-224.391
-0,78	-26,5%	-186.412	-28,1%	-197.656	-32,1%	-225.768
-0,79	-26,7%	-187.898	-28,3%	-199.110	-32,3%	-227.140
-0,8	-26,9%	-189.379	-28,5%	-200.559	-32,5%	-228.509
-0,81	-27,1%	-190.857	-28,7%	-202.005	-32,7%	-229.874
-0,82	-27,3%	-192.330	-28,9%	-203.446	-32,9%	-231.235
-0,83	-27,5%	-193.799	-29,1%	-204.883	-33,1%	-232.592
-0,84	-27,7%	-195.263	-29,3%	-206.315	-33,2%	-233.946
-0,85	-28,0%	-196.724	-29,5%	-207.744	-33,4%	-235.295
-0,86	-28,2%	-198.180	-29,7%	-209.169	-33,6%	-236.640
-0,87	-28,4%	-199.632	-29,9%	-210.589	-33,8%	-237.982
-0,88	-28,6%	-201.080	-30,1%	-212.006	-34,0%	-239.320
-0,89	-28,8%	-202.524	-30,3%	-213.418	-34,2%	-240.654
-0,9	-29,0%	-203.963	-30,5%	-214.826	-34,4%	-241.984
-0,91	-29,2%	-205.399	-30,7%	-216.231	-34,6%	-243.310
-0,92	-29,4%	-206.830	-30,9%	-217.631	-34,8%	-244.632
-0,93	-29,6%	-208.258	-31,1%	-219.027	-35,0%	-245.951
-0,94	-29,8%	-209.681	-31,3%	-220.419	-35,1%	-247.266
-0,95	-30,0%	-211.100	-31,5%	-221.807	-35,3%	-248.577
-0,96	-30,2%	-212.515	-31,7%	-223.192	-35,5%	-249.884
-0,97	-30,4%	-213.926	-31,9%	-224.572	-35,7%	-251.188
-0,98	-30,6%	-215.332	-32,1%	-225.948	-35,9%	-252.488
-0,99	-30,8%	-216.735	-32,3%	-227.320	-36,1%	-253.784
-1	-31,0%	-218.134	-32,5%	-228.689	-36,3%	-255.076

Anexo IV: Resultados de recaudación renta variable (tabla completa)

R VARIABLE	Nivel de evasión Fiscal 8%			Nivel de evasión Fiscal 10%			Nivel de evasión Fiscal 15%		
	Reducción (%)	Base Imponible (Vr)	Recaudación (M€)	Reducción (%)	Base Imponible (Vr)	Recaudación (M€)	Reducción (%)	Base Imponible (Vr)	Recaudación (M€)
-0,33	-16,3%	588.735	589	-18,2%	575.936	576	-22,7%	543.940	544
-0,34	-16,6%	587.044	587	-18,4%	574.282	574	-22,9%	542.377	542
-0,35	-16,8%	585.357	585	-18,6%	572.632	573	-23,1%	540.819	541
-0,36	-17,1%	583.676	584	-18,9%	570.987	571	-23,4%	539.265	539
-0,37	-17,3%	581.999	582	-19,1%	569.347	569	-23,6%	537.716	538
-0,38	-17,5%	580.327	580	-19,3%	567.711	568	-23,8%	536.172	536
-0,39	-17,8%	578.660	579	-19,6%	566.080	566	-24,0%	534.631	535
-0,4	-18,0%	576.998	577	-19,8%	564.454	564	-24,2%	533.096	533
-0,41	-18,2%	575.340	575	-20,0%	562.833	563	-24,5%	531.564	532
-0,42	-18,5%	573.687	574	-20,2%	561.216	561	-24,7%	530.037	530
-0,43	-18,7%	572.039	572	-20,5%	559.604	560	-24,9%	528.514	529
-0,44	-18,9%	570.396	570	-20,7%	557.996	558	-25,1%	526.996	527
-0,45	-19,2%	568.757	569	-20,9%	556.393	556	-25,3%	525.482	525
-0,46	-19,4%	567.123	567	-21,2%	554.795	555	-25,5%	523.973	524
-0,47	-19,6%	565.494	565	-21,4%	553.201	553	-25,7%	522.468	522
-0,48	-19,9%	563.870	564	-21,6%	551.612	552	-26,0%	520.967	521
-0,49	-20,1%	562.250	562	-21,8%	550.027	550	-26,2%	519.470	519
-0,5	-20,3%	560.635	561	-22,1%	548.447	548	-26,4%	517.978	518
-0,51	-20,6%	559.024	559	-22,3%	546.872	547	-26,6%	516.490	516
-0,52	-20,8%	557.418	557	-22,5%	545.301	545	-26,8%	515.006	515
-0,53	-21,0%	555.817	556	-22,7%	543.734	544	-27,0%	513.527	514
-0,54	-21,2%	554.220	554	-22,9%	542.172	542	-27,2%	512.051	512
-0,55	-21,5%	552.628	553	-23,2%	540.615	541	-27,4%	510.581	511
-0,56	-21,7%	551.041	551	-23,4%	539.062	539	-27,6%	509.114	509
-0,57	-21,9%	549.458	549	-23,6%	537.513	538	-27,9%	507.651	508
-0,58	-22,1%	547.879	548	-23,8%	535.969	536	-28,1%	506.193	506
-0,59	-22,4%	546.306	546	-24,0%	534.429	534	-28,3%	504.739	505
-0,6	-22,6%	544.736	545	-24,3%	532.894	533	-28,5%	503.289	503

-0,61	-22,8%	543.171	543	-24,5%	531.363	531	-28,7%	501.843	502
-0,62	-23,0%	541.611	542	-24,7%	529.837	530	-28,9%	500.401	500
-0,63	-23,3%	540.055	540	-24,9%	528.315	528	-29,1%	498.964	499
-0,64	-23,5%	538.504	539	-25,1%	526.797	527	-29,3%	497.531	498
-0,65	-23,7%	536.957	537	-25,3%	525.284	525	-29,5%	496.101	496
-0,66	-23,9%	535.414	535	-25,6%	523.775	524	-29,7%	494.676	495
-0,67	-24,1%	533.876	534	-25,8%	522.270	522	-29,9%	493.255	493
-0,68	-24,3%	532.342	532	-26,0%	520.770	521	-30,1%	491.838	492
-0,69	-24,6%	530.813	531	-26,2%	519.274	519	-30,3%	490.425	490
-0,7	-24,8%	529.288	529	-26,4%	517.782	518	-30,5%	489.016	489
-0,71	-25,0%	527.768	528	-26,6%	516.295	516	-30,7%	487.612	488
-0,72	-25,2%	526.252	526	-26,8%	514.812	515	-30,9%	486.211	486
-0,73	-25,4%	524.740	525	-27,0%	513.333	513	-31,1%	484.814	485
-0,74	-25,6%	523.233	523	-27,3%	511.858	512	-31,3%	483.421	483
-0,75	-25,9%	521.730	522	-27,5%	510.388	510	-31,5%	482.033	482
-0,76	-26,1%	520.231	520	-27,7%	508.921	509	-31,7%	480.648	481
-0,77	-26,3%	518.736	519	-27,9%	507.459	507	-31,9%	479.267	479
-0,78	-26,5%	517.246	517	-28,1%	506.002	506	-32,1%	477.890	478
-0,79	-26,7%	515.760	516	-28,3%	504.548	505	-32,3%	476.518	477
-0,8	-26,9%	514.279	514	-28,5%	503.099	503	-32,5%	475.149	475
-0,81	-27,1%	512.801	513	-28,7%	501.653	502	-32,7%	473.784	474
-0,82	-27,3%	511.328	511	-28,9%	500.212	500	-32,9%	472.423	472
-0,83	-27,5%	509.859	510	-29,1%	498.775	499	-33,1%	471.066	471
-0,84	-27,7%	508.395	508	-29,3%	497.343	497	-33,2%	469.712	470
-0,85	-28,0%	506.934	507	-29,5%	495.914	496	-33,4%	468.363	468
-0,86	-28,2%	505.478	505	-29,7%	494.489	494	-33,6%	467.018	467
-0,87	-28,4%	504.026	504	-29,9%	493.069	493	-33,8%	465.676	466
-0,88	-28,6%	502.578	503	-30,1%	491.652	492	-34,0%	464.338	464
-0,89	-28,8%	501.134	501	-30,3%	490.240	490	-34,2%	463.004	463
-0,9	-29,0%	499.695	500	-30,5%	488.832	489	-34,4%	461.674	462
-0,91	-29,2%	498.259	498	-30,7%	487.427	487	-34,6%	460.348	460
-0,92	-29,4%	496.828	497	-30,9%	486.027	486	-34,8%	459.026	459

-0,93	-29,6%	495.400	495	-31,1%	484.631	485	-35,0%	457.707	458
-0,94	-29,8%	493.977	494	-31,3%	483.239	483	-35,1%	456.392	456
-0,95	-30,0%	492.558	493	-31,5%	481.851	482	-35,3%	455.081	455
-0,96	-30,2%	491.143	491	-31,7%	480.466	480	-35,5%	453.774	454
-0,97	-30,4%	489.732	490	-31,9%	479.086	479	-35,7%	452.470	452
-0,98	-30,6%	488.326	488	-32,1%	477.710	478	-35,9%	451.170	451
-0,99	-30,8%	486.923	487	-32,3%	476.338	476	-36,1%	449.874	450
-1	-31,0%	485.524	486	-32,5%	474.969	475	-36,3%	448.582	449