

## Resumen

*En los últimos meses se viene produciendo un intenso debate internacional sobre la conveniencia o no de introducir nuevos impuestos en el ámbito financiero. Han surgido numerosas voces a favor del establecimiento de un impuesto internacional sobre las transacciones financieras. Y han aparecido también propuestas encaminadas a introducir impuestos sobre ciertos tipos de entidades financieras, especialmente para aquellas que imponen riesgos sistémicos.*

*El debate impositivo se produce después de que la crisis económica haya puesto de manifiesto los riesgos que el sistema financiero puede plantear para la estabilidad macroeconómica global. Y tiene lugar, también, en un momento que las finanzas públicas de muchos países se enfrentan a retos espectaculares como consecuencia de la crisis.*

*El artículo analiza el enorme crecimiento del sector financiero en las últimas décadas, repasa los principales argumentos a favor y en contra del establecimiento de impuestos sobre las transacciones o actividades financieras, y describe los tipos de propuestas que centran el debate a nivel internacional.*

## Índice

1. Introducción
2. Un sistema financiero demasiado grande, hiperactivo e inestable
3. Impuesto sobre las actividades o sobre las transacciones financieras
  - a. Impuesto sobre las transacciones financieras (FTT)
  - b. La tasa sobre la actividad financiera del FMI (FAT)
4. Impuestos sobre algunas instituciones o sobre ciertos pasivos financieros
5. Conclusiones
6. Bibliografía recomendada

# El debate internacional sobre la fiscalidad de la actividad financiera

Carlos Arenillas y Álvaro Sanmartín <sup>1</sup>

## 1. Introducción

La mejor forma de acercarse al tema de la fiscalidad de las transacciones financieras internacionales es haciéndose algunas preguntas ¿Por qué el uso o consumo de productos financieros está exento de impuestos? ¿Tendrá alguna relación esta ausencia de fiscalidad con el inquietante desarrollo de los mercados financieros en la últimas décadas? Dado el impacto de la crisis financiera en las cuentas públicas, ¿no debería asignarse un impuesto a la industria financiera?

El debate sobre si debe ponerse un impuesto a las transacciones financieras ha estado en la agenda internacional durante el último año. Desde que Keynes lo propusiera durante la Gran Depresión y posteriormente el premio Nóbel de economía Tobin rescatara la idea en la década de los 70 del siglo pasado nunca se había planteado esta idea en la agenda política internacional con tanta fuerza como ahora. Ninguno de las dos propuestas anteriores ganó suficiente aceptación. Veremos qué ocurre esta vez.

Lo que muchos políticos y economistas se plantean es que ha llegado el momento de imponer una tasa sobre la actividad financiera con el objetivo de financiar las deudas generadas por la crisis del sector financiero y buscando al mismo tiempo mejorar la arquitectura financiera global.

Recientemente en el debate se ha abogado por la introducción de un impuesto sobre las entidades financieras, en especial sobre las de carácter sistémico, o sobre algunos pasivos bancarios. La existencia de diferentes iniciativas hace que el debate sea complejo. El FMI, por encargo del G20, ha estudiado tasas de este tipo y ha hecho dos propuestas.

Por un lado, la presión social y política, junto con la delicada situación de las finanzas públicas de la mayoría de los países desarrollados –sólo comparable a los periodos de las dos grandes guerras mundiales-, empuja a los gobiernos en la dirección de aprobar la introducción de nuevos impuestos en el sector financiero. Por otro, La diversidad de propuestas y la presión ejercida por los *lobbies* financieros dificulta los acuerdos en un tema que requiere de consensos lo más globales posible. Todo parece indicar que en la próxima cumbre del G20 en junio en Canadá se discutirán figuras impositivas sobre el sector financiero. El posible resultado es incierto.

El artículo analiza el enorme crecimiento del sector financiero en las últimas décadas y su tendencia a generar crisis; repasa los principales argumentos a favor y en contra del establecimiento de impuestos sobre las transacciones o actividades financieras; y describe los tipos de propuestas que centran el debate.

---

<sup>1</sup> Carlos Arenillas Lorente es economista, miembro del Consejo Internacional de Normas de Valoración (IVSC en inglés) y ex vicepresidente de la CNMV. Álvaro Sanmartín Antelo es Técnico Comercial y Economista del Estado.

## 2. Un sistema financiero demasiado grande, hiperactivo e inestable

Desde que Tobin planteó por primera vez el establecimiento de un impuesto sobre las transacciones en divisas se han producido muchos cambios en la economía, en general, y en el mundo financiero, en particular. Son precisamente esos cambios los que explican las diferencias entre aquella propuesta defendida por Tobin y las actuales.

Así, el número y tipo de instrumentos, intermediarios y mercados financieros ha crecido violentamente en los últimos veinte años, convirtiendo los mercados financieros en algo extremadamente complejo y exponiendo a la luz pública la importancia de conceptos como la estabilidad financiera. Estos mercados complejos y globalizados están en el origen de la crisis. El coste para salvar al sistema financiero primero, rediseñarlo después, y evitar que la economía se precipitara a una depresión está siendo muy elevado en términos de dinero y esfuerzo públicos. Esto ha producido una comprensible indignación en los ciudadanos de todo el globo, que han visto cómo las tasas de desempleo se disparaban y cómo los niveles de deuda pública aumentaban a ritmos nunca vistos, excepción hecha de los periodos de las dos guerras mundiales.

Desde 1980 el sector financiero empezó a expandirse de una manera que desafía el sentido común. Cuatro datos pueden ilustrar esta afirmación:

- La relación entre activos financieros y PIB de las economías avanzadas pasó de representar poco más del 50% del PIB en 1980 al 350% en el 2006.
- En los EEUU, como en muchos países desarrollados, los beneficios de la industria financiera pasaron de suponer el 10% del total de los beneficios en la renta nacional en la década de 1950 al 22% en la de 1980 y a un increíble 40% en 2005.<sup>2</sup>
- El volumen de las transacciones financieras mundiales en 2007 llegó a ser 73 veces el PIB nominal mundial, cuando en 1990 era “sólo” de 15 veces.
- Entre 1997 y 2007, el peso de los salarios pagados por el segmento de valores y de inversión en el total de los salarios privados en Estados Unidos se multiplicó por cuatro<sup>3</sup>.

Parte del crecimiento que ha experimentado el sistema financiero se ha traducido en un apoyo al crecimiento económico, a través de una asignación más eficiente del capital y una mejor distribución de los riesgos. Pero otra parte de ese fuerte desarrollo del sistema financiero se ha traducido en comportamientos excesivamente “arriesgados” por parte de los diversos agentes financieros y en periodos de inestabilidad financiera demasiado frecuentes. En las últimas décadas, las crisis con origen –total o parcial- en el sector financiero han aumentado en número, intensidad y extensión geográfica. La crisis actual ha impactado fuertemente en la actividad económica global y ha deteriorado las cuentas públicas de forma muy preocupante. Ofrecemos tres datos que ilustran estas afirmaciones:

- Episodios críticos con origen en el sector financiero en los últimos 30 años: la

---

<sup>2</sup> BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS

<sup>3</sup> BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS: “Securities and investment sector” ,*National Income and Product Accounts, Tablas 6.3B y 6.3C.*

crisis de las cajas de ahorro en EEUU (principios de los 80); la crisis financiera de Japón (finales de los 80); la crisis de los mercados bursátiles (el “lunes negro” de 1987); las turbulencias en los mercados de bonos de los países del G-10 (1994); la crisis en México (1994); la crisis de los países del sudeste asiático (1997) y de Rusia (1998); el desplome del *hedge fund Long-Term Capital Management* en (1998); la bancarrota de Argentina (1999); las violentas fluctuaciones cambiarias en Europa (principios de los 90); la explosión de la burbuja tecnológica y los escándalos contables (2000 y 2001). Y sobre todo la actual.

- En la actualidad, en las economías avanzadas, el déficit público se sitúa de media en niveles del 9% del PIB y la deuda sobre PIB alcanzará (o sobrepasará) en 2014 el 100% del PIB de dichas economías. Esto supone unos 35 puntos de deuda pública sobre PIB más que antes de la crisis.<sup>4</sup>
- Del total de todo ese deterioro, una cuarta parte vendría directamente explicada por las políticas fiscales discrecionales y por las medidas de apoyo directo al sector financiero.<sup>5</sup>

Los datos comentados alertan de una hipertrofia e hiperactividad financieras que muchos consideran que no aportan beneficios a la sociedad y que sí, sin embargo, pueden generar episodios de inestabilidad financiera de consecuencias severas para el crecimiento económico y el empleo, como hemos comprobado en los últimos años a nivel local y global, y muy especialmente con la reciente crisis conocida como “la gran recesión”. Muchos piensan que el sistema financiero es demasiado “caro” para la sociedad.

En este contexto se plantea el debate sobre el establecimiento de impuestos sobre el sector financiero. Existen dos grandes tipos de propuestas. El primero persigue gravar la actividad financiera en general. Dentro de este grupo, existen a su vez dos aproximaciones básicas: un impuesto sobre las transacciones financieras del tipo tasa Tobin (*Financial Transactions Tax*, o FTT) y la propuesta del FMI, el *Financial Activity Tax* (FAT), que pretende gravar el “valor añadido”, entendido este como la suma de beneficios y salarios, generado por el sector financiero.

El segundo tipo de propuestas no busca gravar la actividad financiera en su conjunto sino que propone gravar valores o entidades financieras concretas. En concreto, el FMI ha propuesto crear una *Financial Stability Contribution* (FSC), que sería compatible con el FAT (y, en nuestra opinión, también con el FTT) y que buscaría gravar los pasivos emitidos por las entidades bancarias y que no constituyan ni depósitos ni capital puro. Dentro de este tipo de propuestas habría que enmarcar también las que han promovido el establecimiento de impuestos específicamente dirigidos a las entidades sistémicas. Éstas últimas, sin embargo, han quedado algo diluidas en el período más reciente y parece que quedarán integradas en la FSC promovida por el FMI.

Todas las propuestas que han ido viendo la luz tienen un doble objetivo: buscan corregir los excesos del sistema financiero e intentan al mismo tiempo obtener recursos para unas cuentas públicas muy deterioradas.

---

<sup>4</sup> Fuente: World Economic Outlook, abril 2010, FMI.

<sup>5</sup> Fuente: World Economic Outlook, abril 2010, FMI.

Por lo demás, parece claro que el debate impositivo sobre el sector financiero debe enmarcarse dentro de la nueva arquitectura financiera internacional que se está discutiendo y que tiene aspectos de regulación y supervisión importantes, además de los aspectos fiscales.<sup>6</sup>

En los siguientes apartados se describen los dos grupos de propuestas impositivas que han estado encima de la mesa en el período más reciente.

### **3. Impuestos sobre las actividades o sobre las transacciones financieras**

Una opción sería crear un impuesto que recayera sobre la generalidad de los valores financieros e intermediarios financieros, evitando generar discriminaciones no deseadas entre activos e intermediarios financieros y permitiendo, al mismo tiempo, una base imponible de gran volumen, capaz de generar ingresos públicos significativos.

Los defensores de este tipo de figura impositiva destacan su potencia recaudatoria, incluso con tipos bajos y por tanto poco distorsionantes, y también inciden en que podría convertirse en un elemento desincentivador de lo que consideran un funcionamiento inadecuado del sistema financiero. Un sistema financiero que se habría vuelto demasiado grande, demasiado complejo y propenso a generar volatilidades y riesgos excesivos.

Hay quienes establecen un paralelismo entre un impuesto de este tipo y los impuestos “verdes” en el sentido de que, en ambos casos, son figuras impositivas que generan recaudación y que, al mismo tiempo, ayudan a corregir externalidades negativas. En sentido contrario, los críticos con el establecimiento de impuestos sobre el sector financiero se esfuerzan por poner de manifiesto los potenciales efectos perniciosos que tendrían sobre la liquidez de los mercados financieros, sobre el coste de capital y, en definitiva, sobre las decisiones de ahorro e inversión de los agentes.

Para formarse una idea de las ventajas e inconvenientes asociados a un impuesto sobre la actividad financiera haremos un muy breve repaso de los principales argumentos a favor y en contra.

De forma muy sintética podemos destacar los siguientes argumentos a favor de un impuesto sobre las transacciones financieras:

- Existe una excesiva actividad en los mercados de activos financieros porque predomina la especulación a corto plazo. Las sobre reacciones, al alza o a la baja, de los precios de los diversos activos denotan una “preeminencia de la especulación sobre la actividad real empresarial” –en palabras de Keynes en 1936- y afectan al crecimiento económico y al empleo. Los movimientos bruscos y continuos generados por la especulación a corto plazo alejan en exceso y de una forma volátil los precios de sus niveles fundamentales de equilibrio.

---

<sup>6</sup> Recuérdense -por ejemplo- las nuevas y más exigentes propuestas sobre requerimientos de capital y liquidez que el BIS está elaborando, o las medidas sobre los derivados que se discuten entre los reguladores de los mercados financieros en diversos foros como IOSCO o el FSB.

- Un impuesto sobre las transacciones financieras uniforme y que tomara como “base imponible” el valor nocional de las operaciones aumentaría los costes de las transacciones especulativas tanto más cuanto más a corto plazo sean éstas o más “apalancadas” estén. Así, un FTT tendría un efecto estabilizador sobre los precios de los diversos activos financieros y mejoraría el crecimiento económico y el empleo.<sup>7</sup>
- Un impuesto como el que se está analizando compensaría la distorsión causada por el hecho de que los servicios financieros están exentos del IVA. Además, proporcionaría a los gobiernos y a las autoridades multilaterales unos ingresos considerables que podrían ser utilizados para paliar los desequilibrios fiscales y/o para financiar importantes objetivos sociales y de política económica a nivel global

Los argumentos en contra, podríamos resumirlos así:

- El elevado volumen negociado en los mercados financieros podría no ser más que la liquidez necesaria para que los procesos de descubrimiento y fijación de precios funcionen “suavemente” y los precios de los activos financieros se muevan en torno a su precio de equilibrio fundamental.
- Relacionado con lo anterior, un impuesto sobre las transacciones o actividades financieras incrementaría los costes de transacción y reduciría la liquidez, lo que provocaría un aumento de la volatilidad a corto plazo de los precios de los activos financieros.
- Un Impuesto de este tipo sería difícil de crear y gestionar y los participantes en los mercados financieros encontrarían formas de evadirla.

Es evidente que un impuesto sobre las actividades o transacciones financieras podría derivar en una reducción de éstas y del propio tamaño del sector financiero en relación con la economía “real”. Es uno de sus objetivos. Los defensores de este tipo de figuras señalan que una reducción del sector financiero asociada al establecimiento de una figura impositiva *ad hoc* no debería entenderse como una distorsión sino como la corrección de una externalidad negativa. Los tamaños alcanzados por los mercados financieros son tan grandes en algunos casos que una reducción no debería afectar sensiblemente a sus funciones fundamentales, esto es: canalizar al ahorro hacia la inversión y valorar riesgos.

Un impuesto sobre las transacciones o actividades financieras proporcionaría unos ingresos considerables que podrían ser utilizados para paliar los desequilibrios fiscales y/o para financiar importantes objetivos de política económica a nivel global, como la lucha contra la pobreza o el cambio climático. Incluso los que quieren que el esfuerzo de consolidación fiscal que el mundo desarrollado debe afrontar se aborde exclusivamente por la vía de reducir el gasto público tienen que admitir que un impuesto sobre la actividad del sector financiero establecido a nivel internacional puede ser una vía de reducir otro tipo de impuestos, como mínimo igual de distorsionantes y en muchas ocasiones menos equitativos.

---

<sup>7</sup> Este punto aplicaría para un impuesto sobre las transacciones financieras tipo tasa TOBIN, pero no para un impuesto sobre las actividades financieras como el que propone el FMI.

Tasas sobre el sector financiero ya existen o han existido en varios países. En Estados Unidos – o en España- han existido impuestos sobre las transacciones financieras durante mucho tiempo, hasta hace alrededor de dos décadas cuando la presión ejercida por la industria financiera fue logrando su práctica eliminación. En el Reino Unido la *Stamp Duty* -que existe desde hace más de cien años- grava en un 0,5% cualquier transacción de la bolsa de Londres, reporta unos ingresos de 7.000 millones de dólares anuales, es el impuesto británico más barato de gestionar en proporción a los ingresos que genera y respecto del cual no podría decirse, precisamente, que haya expulsado a los inversores de la *City* . El desarrollo de la tecnología permite que este tipo de tasas sea una fuente de ingresos estable, barata, predecible y eficiente, en la medida en que el rastro electrónico que dejan las transacciones financieras es relativamente fácil de seguir.

Parece claro que los argumentos a favor y en contra de un impuesto sobre las transacciones o actividades financieras derivan de dos interpretaciones muy diferentes del comportamiento de los participantes en los mercados financieros, de la dinámica de formación de los precios y, sobre todo, del concepto de la eficiencia de los mercados, un supuesto que ha quedado muy dañado a raíz de la crisis.

A favor de una FTT se pronunciaron durante el año 2009 economistas, políticos y supervisores financieros de países como Alemania, Reino Unido, China, EEUU o Francia.<sup>8</sup> En marzo de este año el Parlamento de la Unión Europea aprobó una solicitud al FMI para que estudiara la posibilidad de implantar una FTT de este tipo. En contra también hay voces, encabezadas por el Secretario de Estado de Economía de EEUU, Timothy Geithner. En los últimos meses parecen haberse enfriado las voces en defensa de una FTT, posiblemente por la oposición de EEUU y la presión de los *lobbies* financieros. Pero el tema no está cerrado.

Recientemente, el FMI ha desvelado una propuesta llamada *Financial Activity Tax* (FAT) que tiene diferencias con una FTT , pero que persigue los mismos objetivos. El artículo analiza más adelante esta propuesta del FMI, pero antes se detiene a considerar lo que podría ser una propuesta concreta de diseño de una FTT, pues el éxito de una figura de este tipo dependerá crucialmente de aquél.

### **3. a. Impuesto sobre las transacciones financieras (FTT)**

La clave del éxito de un impuesto sobre las transacciones financieras (FTT) depende de su diseño. El objetivo de una FTT es doble: reducir la hiperactividad e hipertrofia de los mercados financieros, y recaudar fondos. Definir a quién afecta la tasa (sujeto pasivo), qué se grava (hecho imponible) y quién recauda es clave.

Para ser eficiente, una FTT tiene que ser global, porque los mercados financieros son globales. Un acuerdo sobre una FTT en el G20, implicando al FMI, reduciría el riesgo de evasión o arbitraje casi a cero, puesto que los países representados suponen el 90% de las transacciones realizadas en los mercados financieros. Por otro lado, las transacciones financieras dejan siempre un rastro. Se realizan a través de un mercado organizado o de un intermediario financiero , y generalmente se compensan y liquidan

---

<sup>8</sup> Uno de los autores de este artículo defendió recientemente un Impuesto sobre las transacciones financieras. Ver artículo en el diario EL PAIS, suplemento Negocios. 20 de diciembre de 2009 “¿ Se deberían pagar impuestos por consumir productos financieros?”.

en alguna cámara. Es más fácil que haya –que la hay- evasión en el IVA que en una FTT.

Existen diversas propuestas de FTT que coinciden en muchos puntos pero no son iguales. Una FTT debería aplicarse a todas las operaciones con valores financieros, sean estos negociados en mercados organizados o no (OTC). Por valores hay que entender, sin ánimo de exhaustividad,:

- Instrumentos de capital (acciones) y sus derivados
- Instrumentos de deuda de todo tipo y sus derivados
- Divisas y sus derivados
- Derivados sobre las materias primas
- Índices y fondos de inversión de todo tipo

La base imponible de la tasa serían el valor nominal de las operaciones gravadas. Y el sujeto pasivo serían todos los consumidores finales de productos financieros: hogares, empresas e intermediarios financieros<sup>9</sup>. Una parte de estos últimos son los más activos; en algunos casos parecen adictos compulsivos al consumo de productos financieros. ¿Cuál es la función económica real de comprar y vender mediante sofisticados programas de ordenador el X% de una empresa varias veces a la hora o al segundo?

Los encargados de recaudar el impuesto serían los intermediarios financieros y/o las bolsas y/o las cámaras de compensación y registro, que después lo abonarían a los diferentes gobiernos. El reparto de estos ingresos a nivel nacional y/o internacional es uno de los puntos que debe formar parte del diseño de una FTT.

El nivel de la tasa que se está planteando en diversos foros está entre el 0,05% y 0,01% del valor de las transacciones (en lo referente a los derivados se utiliza el valor nominal del activo subyacente). Esto produce cifras muy elevadas. Una tasa del 0,01% es razonable. Se estima que una FTT de este tipo podría suponer el 0,6% del PIB mundial, suponiendo que la aplicación de la FTT implicará una reducción del 25% en los volúmenes negociados. Obviamente si la tasa fuera del 0,05% hablaríamos de cantidades muy superiores. Para España, estaríamos hablando de cifras del entorno de los 6.000 millones de euros anuales, lo que coincide con el 0,6% del PIB de nuestro país que mencionábamos. Si parece mucho, compárese con el monto total de sueldos, bonos, pensiones y beneficios del sector financiero, no sólo de los bancos.

Más allá de su potencia recaudatoria, un diseño como el comentado tendería a reducir lo que muchos consideran como una hiperactividad en el mundo financiero, y ayudaría también a mitigar los enormes niveles de apalancamiento que se han venido observando en la práctica. En primer lugar, porque al tomar como base imponible el valor nominal de cada instrumento se estaría penalizando más que proporcionalmente a las operaciones apalancadas (el peso del impuesto en relación con el capital invertido en cada caso aumentaría con el nivel de apalancamiento). En segundo lugar, porque al ser un impuesto que recaería en cada transacción, tendería a penalizar las operaciones más especulativas y de más corto plazo.

---

<sup>9</sup> Entidades de crédito, bancos de inversión, instituciones de inversión colectiva (fondos de inversión y de pensiones), *hedge funds*, sociedades de capital riesgo, etc.

### **3. b. La tasa sobre la actividad financiera del FMI (FAT)**

Este mes de abril, justo antes de la reunión de primavera del FMI en Washington de los Ministros de Economía del G20, se filtró una propuesta del FMI. Éste habría elaborado una propuesta para tasar la actividad financiera. Es conocida como la FAT (*Financial Activity Tax*).<sup>10</sup>

Es muy relevante que el FMI haya introducido una propuesta de este tipo. Nunca hasta ahora lo había hecho, lo que demuestra cuán lejos ha llegado la idea de que debe introducirse algún tipo de impuesto en el sector financiero. El hecho de que la propuesta parta del FMI acerca, aunque no garantiza, la posibilidad de un acuerdo en el G20, algo imprescindible para que sea viable cualquier impuesto de este tipo.

A diferencia de un FTT, la FAT no gravaría directamente la generalidad de las transacciones financieras descritas en el punto anterior. Busca gravar el valor añadido en el sector financiero, definido como la suma de salarios (incluidos los *bonus*) y beneficios. La propuesta del FMI propone gravar este concepto. Esa sería la base imponible.

En la FAT, los sujetos pasivos serían todos los intermediarios financieros: instituciones con licencia bancaria, instituciones de inversión colectiva de todo tipo (incluyendo *hedge funds* y empresas de capital riesgo), compañías de seguros, etc. Recordemos que en un FTT tipo tasa Tobin los sujetos pasivos son todos los usuarios de valores financieros (hogares, empresas e intermediarios financieros). En la FTT se paga por cada transacción sea quien sea el que la realice; en la FAT pagan sólo los intermediarios financieros según su nivel de salarios y beneficios.

El impacto de una FAT sería relevante sobre la actividad financiera y aportaría recursos importantes a las arcas públicas; no obstante, su efecto sobre la hiperactividad de los mercados financieros es más dudosa.

De los datos disponibles no tenemos información sobre el nivel de la tasa FAT. No podemos hacer ninguna indicación cuantificada de qué volumen se pretende recaudar, aunque seguramente sería muy parecido a las estimaciones realizadas para una FTT.

### **4. Impuestos sobre algunas instituciones o sobre ciertos pasivos financieros.**

En los últimos meses, como se ha señalado, han proliferando las propuestas relativas al establecimiento de impuestos en el ámbito financiero. Junto a las ya comentadas FTT y FAT, han aparecido también propuestas específicamente dirigidas a las entidades bancarias. Este debate se ha mezclado también con la discusión sobre los mecanismos necesarios para hacer frente a los problemas de riesgo moral creados por las conocidas como entidades “demasiado grandes para caer” o entidades sistémicas.

EEUU ha defendido la introducción de un impuesto sobre los pasivos bancarios que no son ni depósitos (garantizados por los fondos de garantía de depósitos), ni capital puro

---

<sup>10</sup> En el momento de escribir este artículo (abril de 2010) trabajamos con informaciones indirectas, ya que en este momento no se ha tenido acceso a ningún documento del FMI sobre este asunto.

(acciones básicamente). El FMI también ha lanzado una propuesta de este tipo.

Alemania, Francia y Reino Unido –que anteriormente parecían inclinarse por un FTT– apoyan también un impuesto similar, pero centrándose sobre todo en las entidades sistémicas.

Canadá, Australia y Japón (todos ellos miembros del G20) se oponen a la introducción de figuras impositivas de este tipo, alegando que sus bancos no han tenido los problemas que se quieren abordar. Insisten en que los problemas aparecidos a raíz de la crisis se resuelven mejor con regulación y supervisión. No se conoce por el momento que se pongan a una FTT o a una FAT.

Dentro de este grupo de propuestas, y pese a que la información de que se dispone es todavía relativamente escasa, destaca la realizada por el FMI. Junto a la FAT, el FMI propone el establecimiento de un impuesto, la *Financial Stability Contribution* (FSC), que grava específicamente los pasivos bancarios, excepción hecha de aquéllos que representen depósitos o capital puro. El objetivo de esta propuesta es el de incentivar que los bancos se centren en su actividad tradicional, que no es otra que la de captar depósitos y otorgar créditos en condiciones razonables y siempre dentro de niveles de capitalización que garanticen la estabilidad del conjunto del sistema. Al penalizar los pasivos distintos de los depósitos y del capital puro se restan incentivos tanto el apalancamiento excesivo como la realización de actividades distintas del negocio bancario tradicional.

El FMI propone que los ingresos públicos que se lograrían con un impuesto de este tipo se destinen a la creación de fondos de rescate bancario. Consciente de que la expectativa de rescate podría generar problemas de riesgo moral, señala que el establecimiento de este impuesto debería ir acompañado de la aprobación de esquemas de resolución de bancos. Estos esquemas de resolución, conocidos en la jerga financiera como *living wills* o planes de recuperación y resolución (PRR), permitirían a los supervisores dejar caer entidades de un modo ordenado cuando eso fuera la mejor opción para el interés público. Lógicamente, para evitar problemas de arbitraje regulatorio, el FMI aboga por una armonización internacional en el diseño de esos *living wills*.

La presente crisis ha demostrado que a las entidades sistémicas no se las ha dejado caer, por los peligros que ello implicaría para la estabilidad del conjunto del sistema financiero y la economía en su conjunto. Como las entidades conocen la existencia de esta especie de seguro público gratuito, existe el peligro de que aparezcan comportamientos demasiado arriesgados, que acaben perjudicando a la estabilidad global. Estamos, pues, ante un ejemplo claro de lo que los economistas conocen como problema de “riesgo moral”.

Los que defienden la implantación de un impuesto como la FSC, y también los que han argumentado a favor de un impuesto sobre las entidades sistémicas, señalan que su existencia serviría para que estas entidades sistémicas “internalizaran” los riesgos que su existencia supone para la estabilidad del sistema financiero. El seguro del que ahora disfrutan dejaría de ser gratuito.

Al penalizar los pasivos que no sean depósitos y capital puro, la FSC estaría reduciendo el apalancamiento y la interconexión entre las distintas entidades del sistema

financiero, reduciendo así la probabilidad de problemas sistémicos.

Como se ha señalado, el FMI es consciente de que proponer un impuesto con el que financiar fondos de rescate bancario puede complicar el problema de azar moral. Las entidades más grandes no solo podrán pensar que serían apoyadas por el sector público en un momento de necesidad, sino que pasaría a existir un fondo específicamente diseñado con esa finalidad.

Por eso la propuesta de una FSC se ha acompañado de una llamada por parte del FMI para que se aprueben los denominados *living wills* o planes de recuperación y resolución bancaria y se armonicen a nivel internacional. En la medida en que estos *living wills* ayudan a hacer creíble la posibilidad de que las autoridades públicas decidan no intervenir cuando una entidad sistémica quiebre, se reduce el problema de riesgo moral. A través del establecimiento de un marco común que ayude a conocer ex ante se reducirían o anularían los “daños colaterales” asociados a la caída de una gran entidad.

Visto de esta forma, la propuesta del FMI de establecer una FSC parece tener todo el sentido: incentiva que las entidades bancarias vuelvan a dedicarse a su actividad tradicional de captar depósitos y conceder créditos; incentiva su adecuada capitalización; ayuda a generar recursos para evitar que los contribuyentes acaben “pagando el pato” de los rescates bancarios; y se acompaña del establecimiento de un esquema de resolución ordenada de entidades bancarias que puede ayudar a reducir los problemas de riesgo moral asociados a la existencia de entidades sistémicas.

Cabe preguntarse acerca de la compatibilidad de una FSC con la otra figura impositiva propuesta (la FAT). El hecho de que el FMI haya propuesto simultáneamente una FAT y una FSC parece indicar que lo son. Al menos en la opinión, nada sospechosa en este caso, del FMI.

¿Qué pasa con una FTT? Los autores de este artículo opinan que es posible la compatibilidad entre el FTT y la FSC, teniendo en cuenta los diferentes fines perseguidos por una y otra figura.

En primer lugar, los que persigue el FTT no podrían alcanzarse simplemente con una FSC como la propuesta por el FMI. ¿Por qué? Porque la tendencia a la hiperactividad que pretendería acometer un FTT no desaparecería con un impuesto que sólo sería pagado por algunas instituciones. En sentido contrario, una FTT no serviría en sí misma para enfrentar los problemas de azar moral creados por las entidades sistémicas. Por tanto, como en el caso del FAT, el debate no es si uno u otro. Ambos son compatibles.

## **5. Conclusiones**

Reconducir el sistema financiero para que sea más estable y eficiente y preste un mejor servicio a la sociedad implica actuar en varios frentes: mejorar las estructuras de capital de los diversos intermediarios financieros, establecer sistemas de seguro bancario financiados por los que generan riesgo, mejorar la transparencia y solidez de los mercados y sus infraestructuras de liquidación y de los productos que en ellos se negocian, mejorar la supervisión y gobierno del sistema financiero y promover la educación financiera de hogares, empresas y gobiernos.

Pero todo esto no es incompatible con figuras impositivas sobre las transacciones (FTT) o sobre la actividad financieras (FAT), correctamente diseñadas y universalmente aplicadas, que contribuyan a reconducir el tamaño y la actividad del sistema global - que no está formado sólo por los bancos- . Se buscaría obtener unos fondos que, dado el tamaño del esfuerzo público realizado para rescatar el sistema financiero, asignen parte de los costes a aquel sector que “ha contaminado”.

Tampoco es incompatible una tasa sobre los mercados financieros (sea una FTT o una FAT) con el establecimiento de un impuesto que incentive a las entidades bancarias a concentrarse en sus actividades tradicionales (una FSC) y que se acompañe del diseño de instrumentos de resolución “eficiente” de las conocidas como entidades sistémicas. Pero los argumentos sobre los peligros de un exceso de gravámenes en el sector financiero deben tenerse en cuenta. Además, en el caso de una FSC puede argumentarse que existen objetivos que pueden ser alcanzados mejor con medidas regulatorias que fiscales.

Dado que el establecimiento de impuestos en el ámbito financiero sólo es eficiente si se adopta a nivel global, su introducción debe ser decidida por el G20 en colaboración con el FMI. La inmensa mayoría de los ciudadanos vería en un acuerdo de este tipo una magnífica señal de que es posible una gobernanza global. Y, por qué no decirlo, veríamos con satisfacción que también los “consumidores” de productos financieros pagaran, pagáramos, un pequeño impuesto, que en el caso de los consumidores compulsivos (actividades de banca de inversión, operaciones por cuenta propia de bancos, *hedge funds*, etc....) sería significativo y probablemente eficiente.

El endurecimiento de los requisitos de capital y liquidez, el aumento de los requisitos de transparencia, la regulación de los instrumentos derivados para promover su estandarización y su negociación en mercados regulados con cámara de compensación central, junto con el establecimiento de impuestos financieros (con una combinación de la FSC con el FTT o el FAT) podrían suponer una reforma histórica de la arquitectura financiera internacional en beneficio de ciudadanos y empresas.

Confiemos en que se sepa aprovechar la ventana de oportunidad que hoy tenemos para diseñar un sistema financiero más estable, más racional, más transparente, más equitativo y más consciente de los riesgos que su actividad genera para la estabilidad macroeconómica mundial. Para ello la introducción de figuras impositivas en el ámbito financiero parece casi inexcusable.

## **7. Bibliografía recomendada**

- DELONG, J.B., A. SCHLEIFER, L. SUMMERS, AND R. WALDMAN: “The Economic Consequence of Noise Trading”, National Bureau of Economic Research, 1997
- POLLIN, BAKER AND SCHABERG: “Financial Transactions Taxes for the U.S. Economy”, Amherst: MA: Political Economy Research Institute.2002
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL: Global Financial Stability Report, abril 2010,
- PARLAMENTO EUROPEO: Resolución de 10 de marzo de 2010, sobre el impuesto sobre las transacciones financieras .
- DARVAS; ZSOLT & JACOB WEIZSÄCKER: *Finantial transaction tax. Bruegel Policy*

*Contribution, Issue 2010/02, Brussels, February 2010*

- SCHULSMEISTER, STEPHAN: *A general financial transaction tax*. WiFO Working papers, Nº 344/2009. October 2009
- ARENILLAS, CARLOS. *¿Se deberían pagar impuestos por consumir productos financieros?* . EL PAIS, suplemento Negocios. 20 de diciembre de 2009
- OECD, *Exchange market volatility and securities transaction taxes*. París, 2002