



**Universidad**  
Zaragoza

# Trabajo Fin de Máster

## ANÁLISIS DEL IMPUESTO SOBRE TRANSACCIONES FINANCIERAS Y ESTIMACIÓN DE SUS EFECTOS

Analysis of the Financial Transactions Tax and of its effects

Autor

Carlos Francisco Escudero Gil

Director

Julio López Laborda

## **Resumen**

El trabajo estudia el Impuesto sobre Transacciones Financieras (FTT) que, tras describir las experiencias comparadas y los elementos más relevantes de los proyectos de la UE y España, se realiza un análisis económico del impuesto desde la perspectiva de los principios impositivos: *Equidad, Eficiencia, Suficiencia y Sencillez*. Finalmente se estiman sus efectos sobre la recaudación y sobre la distribución de la renta.

## **Abstract**

This paper studies the Tax on Financial Transactions (FTT) that after describing the comparative experiences and the most relevant elements of the EU and Spain projects, an economic analysis of the tax has been carried out from the perspective of the tax principles: *Equity, Efficiency, Sufficiency and Simplicity*. Finally, its effects on the collection and income distribution are estimated.

## Índice

Introducción .....	3
1. Diferencias entre el Impuesto sobre la actividad bancaria y el Impuesto sobre Transacciones Financieras y sus tipos.....	4
2. Experiencia comparada del Impuesto sobre Transacciones Financieras.....	6
3. La propuesta de la Comisión Europea y el proyecto español.....	12
4. Análisis económico del Impuesto sobre Transacciones Financieras.....	16
5. Estimaciones de los efectos de la aplicación del Impuesto sobre Transacciones financieras en España .....	23
Conclusiones .....	33
Bibliografía .....	34
Anexos.....	37
Anexo 1 .....	37
Anexo 2 .....	37
Anexo 3 .....	38
Anexo 4.....	38

## **Introducción**

En los últimos años se ha establecido una corriente política y social con el objetivo de implementar un pago impositivo al sector financiero para sufragar los costes que conllevó el rescate financiero acaecido durante la crisis del 2008. Esta idea de gravar al sector financiero surgió por la propia crisis anteriormente mencionada donde las entidades financieras y en concreto el mercado financiero, fueron los causantes principales de ésta. Para evitar que el sistema cayese, se inyectó al sistema financiero español, una cantidad neta de 59.959 millones de euros, a cierre del ejercicio 2015, un equivalente del 5,6% del PIB español del 2015, correspondiendo un 84,86% de esas ayudas a los fondos públicos aportados por el FROB (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria) y un 15,13% del fondo de garantías de depósitos de entidades de crédito (FGDEC), de los cuales, la mayor parte, parece no poderse recuperar, tal y como recoge un informe elaborado por el Banco de España (2017). De ahí que se defiende la idea de gravar al sector para que de alguna manera esas ayudas puedan retornar a las cuentas públicas.

Por otro lado, también se defiende la implementación del impuesto de transacciones financieras ITF (en adelante FTT en terminología anglosajona) con el fin de reducir las operaciones especulativas de los diferentes activos en el mercado financiero, además de intentar reducir la volatilidad. Esta idea fue propuesta en 1978 por el economista James Tobin (1978) con el objetivo de reducir la volatilidad de los mercados de divisas y evitar de alguna manera la especulación en dicho mercado.

Así, la idea de gravar al mercado financiero no es nueva y puede ser un instrumento que presenta dos objetivos claros, el primero debido al potencial recaudatorio que tendría el establecimiento de este impuesto, ya que con un tipo de gravamen bajo la capacidad recaudatoria es muy elevada y el segundo la reducción de la volatilidad en los mercados financieros para disminuir la especulación en los activos financieros.

Por otra parte, hay que señalar que existen otros tipos de impuestos que no estarían gravando las transacciones financieras, sino que afectan directamente a la actividad financiera (*Financial Activity Tax* o FAT), como aquellos que gravan los beneficios bancarios antes de impuestos. Un caso de implementación de este tipo de impuesto es el ya aplicado en 2011 en Alemania, en donde la base imponible son los pasivos bancarios exceptuando el capital bancario y los depósitos minoristas, o en Hungría (2010) donde se grava el conjunto de activos bancarios.

El objetivo que se persigue en este trabajo consiste en realizar un análisis económico del impuesto sobre transacciones financieras en base a los principios impositivos, un análisis sobre los efectos que conllevaría la implementación de dicho impuesto en la economía española y, los efectos que se producirían en los mercados financieros, así como un análisis de la capacidad recaudatoria y su incidencia impositiva.

Por tanto, se realizará en primer lugar, un análisis de las principales diferencias existentes entre los impuestos que gravan a la actividad del sector financiero incluyendo el impuesto de transacciones financieras, además de efectuar un estudio sobre las distintas variedades de este último impuesto. Posteriormente se realiza una experiencia comparada del FTT con el objetivo de conocer cuáles son los países en los que dicho impuesto se ha implementado o se está en proceso de implementación, para, en tercer lugar, analizar el impuesto en base a los cuatro principios de la imposición (Equidad, Suficiencia, Sencillez y Eficiencia). En cuarto lugar, se realiza un estudio para conocer cómo pueden afectar a la economía los impuestos sobre la actividad del sector financiero (FAT) y el impuesto sobre las transacciones financieras (FTT). Por último, se exponen las conclusiones a las que se ha llegado.

## **1. Diferencias entre el Impuesto sobre la actividad bancaria y el Impuesto sobre Transacciones Financieras y sus tipos**

Actualmente, en algunos sectores del mundo económico, prevalece la idea de que el impuesto sobre transacciones financieras es un impuesto que, además de gravar las adquisiciones onerosas de los distintos instrumentos financieros, también los beneficios bancarios, siendo ésta una convicción errónea ya que el impuesto que grava los beneficios bancarios es el impuesto sobre la actividad bancaria (FAT) y no el impuesto sobre las transacciones financieras (FTT). De esta manera el impuesto sobre la actividad bancaria es un impuesto sobre las ganancias de las instituciones financieras y, dependiendo de cómo se defina su base imponible, puede gravar al igual que el FTT las transacciones financieras. En cambio, en el caso del impuesto sobre transacciones financieras, su base imponible queda limitada a las transacciones de una amplia gama de instrumentos financieros como acciones, bonos, divisas o derivados.

Otra de las diferencias que podemos apreciar entre estos dos tipos de impuestos radica en aspectos técnicos como la implementación, en donde el FAT es más sencillo de implementar que el FTT, debido a que su base imponible está muy definida y limitada, mientras que el FTT presenta dos tipos de bases imponibles: una de instrumentos derivados y otra de instrumentos no derivados. Por otro lado, es necesario señalar que la incidencia en el FAT es más sencilla de establecer ya que, al gravar los beneficios, puede ser algo más difícil de trasladar el impuesto a otros niveles, todo lo contrario a lo que sucede con el FTT. Por último, a la hora de conocer los efectos que se producirían en la economía a la hora de implementar un impuesto u otro, vemos que son más perceptibles los efectos causados por el FAT que por el FTT ya que, como se ha mencionado anteriormente, el FAT presenta un hecho imponible definido observable y de fácil cuantificación, en cambio el FTT al presentar un hecho imponible menos definido debido a la gran variedad de productos financieros, la dificultad de conocer realmente los datos y su gran variedad de

intervinientes, hacen que las estimaciones que se realicen de este impuesto sean dispares e incluso contradictorias.

Es necesario mencionar que el FTT es un impuesto de tipo Pigouviano ya que uno de los objetivos que persigue es el de reducir los efectos negativos que se producen en los mercados financieros, los cuales afectan de manera directa o indirecta a la economía; destacar como ejemplo, la especulación o la alta volatilidad de los precios en dichos mercados. Queda así establecido que ambos impuestos FTT y FAT persiguen un objetivo común de ayuda a la suficiencia presupuestaria, pero al FTT le corresponde también la neutralización o reducción de todos aquellos comportamientos dañinos para la economía nacional ocasionados por los propios mercados financieros.

El impuesto sobre transacciones financieras incluye diferentes figuras impositivas, como queda recogido en el trabajo de Contreras y Contreras (2014), donde se destacan cuatro categorías diferentes:

1. *Impuesto sobre las transacciones de valores (ITV)*: grava las transacciones que se realizan en el mercado secundario bursátil como en el caso de acciones o bonos. Se justifica por que intenta evitar la especulación sobre la empresa y así prevenir posibles efectos negativos para el crecimiento económico.
2. *Impuesto sobre el registro de emisión de valores (IREV)*: a diferencia del anterior, grava las operaciones llevadas a cabo en el mercado primario de acciones, de bonos y de concesión de créditos hipotecarios. No ha tenido una gran aceptación, debido a que suscita problemas para la financiación empresarial ya que esta se ve encarecida por dicho impuesto, es decir, al gravarse la emisión de nuevas acciones o bonos en una empresa, puede ocurrir que la empresa no obtenga suficiente financiación o bien que le resulte más cara.
3. *Impuesto sobre transacciones cambiarias (ITC)*: En este caso, este impuesto sólo grava las transacciones de divisas. Fue propuesto por Tobin (1978) para tratar de corregir el problema de las fuertes oscilaciones y desviaciones que experimentaron las divisas en la década de 1970 con la disolución del sistema de Bretton Woods.
4. *Impuesto general sobre las transacciones financieras*: Es de carácter general y uniforme aplicado a todas las transacciones financieras de todo tipo de activos financieros, por lo que no existen diferencias entre dichos activos ni se establece discriminación entre unos mercados frente a otros (organizados frente a los no organizados). De esta forma, al estar gravados todos los tipos de activos financieros, la base imponible es elevada, lo que permite a su vez gravar un gran volumen de transacciones financieras, cumpliendo el objetivo de obtener una recaudación elevada con tipos de gravamen bajos.

Hay que notar que el *impuesto general sobre transacciones financieras* está en fase de discusión en algunos países como España o en organizaciones como la Unión Europea. Nos referiremos a ello en el apartado cuarto.

## **2. Experiencia comparada del Impuesto sobre Transacciones Financieras**

En este apartado se realiza un análisis exploratorio con el fin de comprobar la situación actual en la que se encuentra el FTT basándome, principalmente, en el trabajo de Domínguez y López (2017), donde se analizan aquellos países europeos en los que se ha implementado dicho impuesto. Estos países son:

### a) Suecia

Este país implementó el impuesto a principios de los años 80 y consistía en el gravamen de la compra y venta de acciones sujeto al 0,5%, duplicándose en 1986 llegando al 1%. Provocó una reducción del tamaño y liquidez del mercado financiero ya que la mayoría de los servicios financieros se deslocalizaron a otras plazas financieras como Londres, además no se alcanzó uno de sus principales objetivos que era la de reducir la volatilidad, por lo que finalmente fue eliminado en 1991.

### b) Francia

Se implementó en 2012 tras la crisis financiera de 2008. Se estableció un tipo de gravamen del 0.1%, que posteriormente se incrementó al 0.2% volviéndose a incrementar en el 2017 hasta el 0.3%, sobre las transferencias de propiedad de las acciones de sociedades francesas con una capitalización de más de 1.000 millones de euros, pero también sobre los derivados financieros y las operaciones de alta frecuencia. En cambio, las transacciones realizadas en los mercados primarios, compras vinculadas a un contrato de liquidez, así como adquisiciones de bonos convertibles (aunque su conversión o canje de estos bonos en acciones están sujetos al impuesto) quedaban exentos del mismo. Debe señalarse que los encargados de informar y de pagar dicho impuesto son: los propios proveedores de servicios de inversión (por la parte compradora de la transacción), el corredor que ejecuta la orden o el custodio de las acciones que posea el comprador.

Este impuesto, inicialmente, se aplicaba una vez por transacción, por lo que no era importante la cantidad de intermediarios intervinientes en la transacción, es decir, no existía efecto cascada, aunque en 2014 se introdujo una enmienda por la que se establecía que el proveedor de servicios de inversión fuera el responsable de informar y pagar el impuesto cuando se esté involucrado en una cadena de intermediarios.

Un análisis realizado por Le Maire y Darmanin (2017), detectaron que desde la implementación del impuesto se produjo un descenso de la contratación a largo plazo de aproximadamente un 10% en el volumen de transacciones. También, se comprobó que dicho impuesto recaía sobre los clientes de los servicios de inversión (ISP), en vez de sobre los propios servicios financieros que legalmente son los que liquidan y adeudan el impuesto. Además, se señaló el incumplimiento de uno de los objetivos principales que persigue el FTT como es la reducción de la especulación, ya que empresas francesas dedicadas a operaciones de “alta frecuencia” (especulativas), trasladaron sus operativos a otros países para evitar, así, el pago del impuesto. Por tanto, los objetivos primordiales del impuesto como frenar la especulación, la volatilidad y que las instituciones financieras contribuyesen al sistema fiscal, no se lograron. También se destacó que los ingresos obtenidos en el periodo de 2013 hasta 2015 oscilaron desde 766 millones de euros hasta 1.058 millones de euros; comparando estas cifras con las estimadas por la Comisión Europea, que ascendían a 8.550 millones de euros para Francia, encontramos que la cifra de la estimación dista bastante con la de los ingresos reales.

Por otro lado, al analizar el perfil del accionista francés, se observa que el 58% de los agentes que operan en el mercado francés presentan unos ingresos de menos de 3.000 euros al mes, que un 65% es mayor de 50 años y que el 47% presenta un patrimonio entre 150.000 y 600.000 euros (datos obtenidos por Castillo (2017.a)). Por tanto, aunque el impuesto recaiga en los agentes individuales y no tanto en las instituciones financieras, esto provoca que el impuesto presente una mejoría en la equidad vertical y en la redistribución del sistema fiscal francés, ya que los “contribuyentes” presentan altos niveles de renta o de patrimonio, lo que finalmente favorece la redistribución.

### c) Italia

Fue establecido a lo largo de 2013 en dos fases, siendo la primera en marzo para las transacciones al contado y la segunda en septiembre para las transacciones con derivados. El impuesto grava tres categorías de transacciones: acciones e instrumentos financieros emitidos por compañías residentes en Italia con una capitalización superior a 500 millones de euros, los derivados (opciones, warrants...), y la negociación de alta frecuencia para definir a aquellas operaciones que son generadas por un algoritmo informático que determina automáticamente las distintas órdenes, tanto en su envío como en su modificación o cancelación en Bolsa con un intervalo mínimo inferior de medio segundo y que se calcula como el tiempo que transcurre entre la emisión de una orden de adquisición o de venta y la sucesiva modificación o cancelación de la misma orden.

El hecho imponible para las acciones y otros instrumentos financieros está compuesto por el valor de la transacción, es decir, es el valor del saldo neto de las transacciones que se liquidan en un

mismo día respecto al mismo instrumento financiero. El tipo de gravamen que soportan este tipo de operaciones es del 0.1% y sobre quien recae dicho impuesto (contribuyente) es el adquirente de la transacción y no la entidad intermediaria.

Por otro lado, para las operaciones realizadas en mercados no regulados (OTC), el hecho imponible es valor nominal del contrato y el tipo de gravamen aplicado es el 0.2%. En cambio, quien soporta dicho impuesto son tanto el comprador como el vendedor, a diferencia de las acciones o instrumentos negociados en los mercados regulados que lo soportan los compradores.

Para las operaciones de alta frecuencia o HFT (High Frequency Trading) la base imponible que viene definida es el contravalor de cada orden anulada o modificada en una misma jornada de Bolsa que supere el umbral del 60% de cada instrumento financiero, es decir, la suma de las órdenes modificadas o anuladas en el intervalo de medio segundo han de ser superiores en un 60% de la suma de las ordenes enviadas y modificadas en la misma jornada de negociación. Por otro lado, el gravamen que soporta este tipo de operaciones, a diferencia de los anteriores, es de un 0.02% y el sujeto al que se le grava es aquel que ejerce las ordenes, es decir, aquel que, a través del algoritmo, emite las distintas órdenes de adquisición, venta, cancelación o modificación.

Las operaciones exentas del impuesto son: aquellas que se realizan en el mercado primario (emisión de nuevas acciones), las actividades de creación de mercado, las operaciones para garantizar la liquidez de las acciones recién emitidas, compras con fondos de pensiones, productos financieros considerados como “éticos” o “socialmente responsables”, transacciones con la UE y el BCE, la conversión de bonos, transferencias por herencia o donación, etc.

Este impuesto es similar al *impuesto francés* en cuanto a las operaciones de compra y venta en los mercados negociados, ya que el impuesto recae sobre las transacciones netas al final del día. Además, ambos impuestos se basan en el principio de emisión para evitar la evasión fiscal. En cambio, en el caso del impuesto francés, el sujeto pasivo es el operador o proveedor de servicios de inversión, mientras que en el impuesto italiano es el adquirente de los instrumentos financieros negociados.

Los responsables del cobro y pago del FTT son los intermediarios financieros tanto residentes como no residentes (bancos nacionales y extranjeros, sociedades de inversión...), las sociedades de gestión (ya sean residentes dentro o fuera de Italia) que realicen actividades de inversión colectiva o de cartera, compañías fiduciarias (residentes dentro o fuera de Italia) y notarios públicos.

Algunos de los efectos originados por la implementación de este impuesto en el mercado de valores italiano fueron recogidos por Rühl y Stein (2014). Dichos efectos consistieron en: primero, un aumento de la volatilidad, efecto totalmente contrario al objetivo que se persigue con

la introducción de dicho impuesto, generándose incluso incrementos. Un segundo efecto consistió en un aumento en los diferenciales de oferta y demanda de los valores cotizados, producido por el aumento de restricción de liquidez por la implementación de dicho impuesto y un tercero consistente en una reducción del volumen negociado, efecto que los autores no pueden afirmar con rotundidad ya que en sus resultados dicho efecto les aparece como no significativo, aunque remarcan que al ser un impuesto introducido en dos fases, este hecho pudo provocar distorsión en dicho análisis.

Por otro lado, el nivel de recaudación que presentó este impuesto fue menor de lo que se evaluó en la propuesta de cooperación reforzada por la Comisión Europea para la implementación del FTT en el que se estimaba que Italia podría recaudar en el año 2013 en torno a los 31 mil millones de euros mientras que dicha recaudación fue de 260 millones de euros y que durante los años posteriores no se alcanzaron los 500 millones de euros, por lo que las cifras reales se encuentran muy alejadas de la cifra estimada.

El estudio sobre los contribuyentes concluye que la incidencia recae principalmente en aquellos individuos que presentan una riqueza financiera de más de 50.000 euros, representando el 80% de los agentes que operan en el mercado bursátil italiano, dato recogido por Castillo (2017. b). A tenor de esta información podemos establecer la idea de que este tipo de impuesto podría mejorar la redistribución del sistema fiscal al suponer que aquellos que más tienen, contribuyen más al sistema.

#### d) Reino Unido

Denominado en este país como “Stamp Duty”. Con él se grava con un 0,5% la transferencia de la propiedad de acciones de las empresas emisoras, participaciones en fondos de inversión y los bonos convertibles. En cambio, los elementos exentos de tributación son las transferencias de acciones valoradas en menos de £ 1.000, las transferencias de valores del gobierno del Reino Unido, los valores de renta fija como pueden ser los bonos corporativos y del gobierno y las transacciones en futuros y opciones, aunque el ejercicio de una opción estará sujeta al impuesto. También están exentos del impuesto aquellos que se consideren creadores de mercado, así como las empresas que sean miembros de la LIFFE (London International Futures and Options Exchange).

En este caso y a diferencia de los demás países, el Stamp Duty grava tanto las operaciones en el mercado primario como en el secundario. Para el caso de las operaciones que se desarrollen en el mercado primario, el sujeto pasivo será aquel que emite el instrumento financiero nuevo, en cambio, el sujeto pasivo en el mercado secundario será aquel que adquiera dicho instrumento.

Como se ha mencionado anteriormente de manera indirecta, el Stamp Duty británico grava la transferencia de la propiedad legal del instrumento financiero (principalmente acciones) y por tanto se está gravando al adquirente de dichos instrumentos financieros. De esta forma se evita hacer una distinción entre los inversores extranjeros y los nacionales, por lo que deja de existir el problema de la deslocalización del sujeto pasivo y del lugar de la negociación como así ocurrió en Suecia.

A pesar de que el hecho imponible sea la adquisición o la propiedad de las acciones, existen riesgos. Uno de ellos es que los inversores cambien la pauta del comportamiento, como por ejemplo reduciendo el volumen de transacciones financieras o la búsqueda de sustitutos de estos instrumentos, como adquirir renta fija o instrumentos derivados como los futuros o las opciones. Otro riesgo recogido por Campbell y Froot (1994) es que el inversor opte por no recibir el instrumento cediéndoselo a otro inversor (custodio), para, de esta manera, no incurrir en la obligación tributaria. Para corregir este último problema, la autoridad fiscal británica diferencia entre los “custodios” (instituciones encargadas de custodiar los activos, como, por ejemplo, bancos de inversión) y los que efectivamente realizan las operaciones de adquisición o venta de los instrumentos financieros denominados “nominees” ADRs o títulos al portador. De esta manera, cuando se intenta realizar esta transferencia de títulos a dichas figuras, se aplica un tipo impositivo tres veces mayor al tipo estándar, con lo que se consigue desincentivar la realización de esta práctica. También, los mismos autores recogen el problema de las elasticidades de las bases imponibles en un contexto a largo plazo ya que, como bien se destaca en los trabajos de Jackson y O’Donnell (1985) y de Ericsson y Lindgren (1992), la elasticidad de largo plazo que presentan las transacciones financieras está en un rango entre un -1 y un -1.7, es decir, aumentos del 10% de los costes de las transacciones financieras, como, por ejemplo, un aumento del tipo impositivo, provocaría una disminución del nivel de rotación de activos entre un 10% y 17% a largo plazo. Esto conllevaría a una disminución de los ingresos ya que, a menor nivel de rotación de activos, menores serían los ingresos que se obtendrían por el impuesto.

Por tanto, uno de los problemas a los que se enfrenta el Stamp Duty en la actualidad ya mencionado por Alonso – Majagranzas (2016) es la existencia de sustitutos como los instrumentos derivados o futuros, ya que son elementos que no están sujetos al impuesto, por lo tanto, pueden llegar a cumplir la misma función que una acción, de ahí que los inversores prefieran estos tipos de instrumentos a las acciones.

e) Otros países que han implementado un impuesto relacionado con las transacciones financieras son:

- Bélgica: En 2007 se implementó un impuesto sobre la bolsa de valores para la compra y venta de los mismos en el mercado secundario, quedando exentos los valores de nueva emisión, es decir, del mercado primario. En un principio, este impuesto gravaba aquellas transacciones de acciones, bonos y acciones de capitalización de los fondos de inversión colectiva de intermediarios financieros que tenían residencia belga y cuya transacción se hiciera en Bélgica, por tanto, para que existiese obligación de pago del impuesto en la operación, debían cumplirse esas dos características. Tras una reforma en 2016, quedaron sujetas al impuesto aquellas operaciones realizadas por intermediarios financieros no residentes, aumentando así el alcance del impuesto. Los tipos impositivos son de un 0.09% (hasta un máximo de 1.300€ por transacción) para las transacciones en bonos; 0.27% (un máximo de 1.600€ por transacción) para transacciones de acciones y determinados fondos de inversión; 1.32% (un máximo de 4.000 € por transacción) para las transacciones en fondos de inversión. Las transacciones exentas del impuesto son aquellas en las que las instituciones financieras (compañías de seguros, organizaciones para financiar pensiones) realizan por cuenta propia y por cuenta propia de contribuyentes.
- Hong Kong: Con la ley “Stamp Duty Ordinance”, están sujetos a gravamen los bienes inmuebles, acciones, instrumentos al portador y las transferencias de acciones de compañías que operan en Hong Kong o cotizan en la bolsa de valores. El tipo de gravamen es “ad valorem” la cual queda establecida en el 0.1% sobre el total de la contraprestación en cada momento de venta y compra. Sin embargo, están exentas aquellas operaciones que en las que haya una transferencia de acciones o propiedades entre el 90% de los miembros del mismo grupo y la transferencia de acciones o unidades de los fondos cotizados (Exchange Traded Fund) de Hong Kong.
- India: El impuesto se aplica a la compra y la venta de acciones en el mercado de valores, a los bonos y obligaciones, así como a los derivados y a las participaciones emitidas por las instituciones de inversión colectiva (por ejemplo, fondos de inversión). En este caso, las exenciones afectan a las operaciones en divisas y a la conversión de valores en acciones. Es el vendedor quien es sujeto pasivo, es decir, el que debe de pagar el tributo, exceptuando que sea en el ejercicio de una opción en valores en cuyo caso, el que debe de ingresar el tributo es el comprador. El tipo de gravamen varía según el tipo transacciones, siendo para la venta de acciones o de participaciones de fondos de inversión del 0.001%; para la venta de futuros se aplica un 0.01%; para la venta de opciones un 0.05%; la venta de una opción donde se ejerza dicha opción estará gravada con un 0.125%.

Queda así realizado un breve recorrido por Europa y por el resto del mundo para conocer en qué países se aplican un tipo de impuesto sobre las transacciones financieras. Como es lógico, los países pertenecientes a la Unión Europea como Francia, Italia o Bélgica tienen en común bastantes puntos en la normativa de dicho impuesto ya que están en cierta forma guiados por la propuesta que desarrolló la Comisión Europea en el año 2011 (exceptuando Bélgica, en donde el impuesto es de tipo *ITV* en vez de *FTT*), en la que se esgrimen las razones para implementar un impuesto de transacciones financieras a nivel europeo y cuál debe ser su funcionamiento. A tenor de lo expuesto, no sólo algunos países europeos lo aplican, sino que hay que tener en consideración los casos de Hong Kong, Reino Unido, Brasil, China e India. Por otro lado, existen países en los que se está planteando la implementación de este impuesto como Portugal o Hungría, además de España cuyo proyecto se examina en el siguiente apartado.

### **3. La propuesta de la Comisión Europea y el proyecto español**

En la propuesta realizada por la Comisión Europea (2013) se justifica la implementación del impuesto *FTT* en la UE a través de tres puntos: 1) que sean las propias entidades financieras las que contribuyan equitativamente a la financiación de costes generados a raíz de la crisis, 2) desincentivar acciones que perjudiquen la eficiencia de los mercados financieros y 3) evitar la fragmentación del mercado interior de servicios financieros ya que, como se ha analizado antes, existen diversos países de la UE que han implementado este impuesto, por lo que serviría para evitar desplazamientos de la actividad a otros Estados miembros donde no exista o su gravamen sea menor.

La propuesta establece como *hecho imponible* todas las operaciones que se realicen en territorio de la UE – 11 (inicialmente los 27 Estados miembros pero 16 abandonaron la propuesta) y tanto en los mercados organizados como los no organizados, quedando sujetas las transacciones relacionadas con todo tipo de activos financieros (aquellos que se establecen en anexo I de la directiva 2004/39/CE<sup>1</sup> (MiFID I)), pero también se deben someter al impuesto la compraventa o cesión de productos como pagarés, certificados de opción de compra, titulizaciones bancarias y las de seguros.

Por otro lado, las *exenciones* que establece la propuesta de la Comisión Europea son: las operaciones realizadas en los mercados primarios, las transacciones con el BCE y bancos nacionales, las operaciones de divisas al contado, las operaciones realizadas con materias primas (no sus derivados que sí estarían gravados). Además, los contratos de seguros, préstamos hipotecarios, créditos al consumo estarían *no sujetos* al impuesto. Debe de señalarse que estarían sujetas al impuesto y no exentas aquellas negociaciones que se realicen con préstamos

---

<sup>1</sup> La compraventa de acciones y bonos, *repos*, las recompras inversas, los préstamos de valores, las cesiones del riesgo entre empresas del mismo grupo, las transacciones sobre derivados, etc.

hipotecarios o créditos al consumo que se realizasen a través de productos estructurados como los CDs (Credit Default Swap, en castellano permuta de incumplimiento crediticio).

La propuesta establece como momento del *devengo* la fecha en la que tiene lugar dicha transacción financiera, no pudiendo existir retrocesión en caso de cancelar posteriormente la operación. También se tiene en cuenta que, en caso de que la transacción no se llevase a cabo mediante los medios electrónicos, se da un plazo de tres días laborables para la tramitación manual del pago del impuesto.

Se establece como *sujeto pasivo* del impuesto la entidad financiera que ejecute la operación de adquisición del activo sujeto a gravamen, siendo este mismo sujeto pasivo quien deberá abonar el pago de dicho impuesto. En caso de que esta entidad financiera actúe en nombre o por cuenta de otra institución financiera, la normativa establece que la obligación de pago será de la otra institución financiera. Por tanto, en el caso de dos entidades financieras establecidas en la UE – 11 pero en distintos países, han de pagar cada una su correspondiente tipo de gravamen (0.1%) en el país en el que se encuentren establecidas, siendo el tipo efectivo, por tanto, de un 0.2%; en cambio, si una de las entidades financieras se encuentra fuera de la UE – 11 pero utiliza cualquier instrumento financiero sujeto y no exento al impuesto, ésta ha de abonar dicho impuesto; en el caso de que ambas instituciones financieras se encuentren fuera del territorio de aplicación del impuesto y no operen con ningún instrumento sujeto y no exento del impuesto, no deberán abonar el impuesto.

La *base imponible* establecida para los derivados, corresponde al importe nominal subyacente que figure en el contrato, mientras que para el resto de activos financieros es la contraprestación pagada o adeudada a cambio de una cesión por la contraparte o un tercero, por todo ello, la base imponible será el precio de mercado. En este caso, la propuesta de la Comisión Europea difiere con las normativas ya existentes en otros países como Francia o Italia, en donde las bases imponibles que se aplican recaen sobre las transacciones netas al final del día. Esta diferencia es reseñable porque en la propuesta europea, al tratarse la base imponible del precio de mercado, se estarán gravando todas las operaciones que se realicen en el día, es decir, se están gravando las operaciones intra – día, efecto que no sucede en los países mencionados.

Ante la variedad de los distintos tipos de instrumentos financieros existentes, la propuesta comunitaria establece distintos *tipos de gravamen*:

- Para la compraventa, cesión, celebración o modificación de los contratos de derivados, el tipo impositivo será al menos del 0.01%,
- La compraventa del resto de instrumentos financieros como las acciones, bonos, obligaciones, el tipo de gravamen será al menos del 0.1%.

Cabe destacar que se establecen dos principios para la *aplicación del impuesto* para evitar su elusión, siendo: a) el principio de residencia, según el cual la imposición se establece en el Estado en cuyo territorio se encuentre la entidad financiera que participa en la operación, independientemente de donde se dé lugar dicha operación, excepto en el caso de que las entidades participantes no estén situadas en la UE, en cuyo caso estaría exenta dicha operación; b) principio de emisión: independientemente de donde se realice la negociación, fuera o dentro de la UE, la operación estará gravada si el instrumento ha sido emitido por alguna entidad establecida en la UE.

En Cambio, en España desde el año 2012, se ha querido implementar un impuesto que grave a las entidades financieras para compensar los daños ocasionados por ellas en la sociedad española y al mismo tiempo, recuperar los gastos soportados por la administración pública para rescatar a las entidades financieras. Han sido varias las fórmulas propuestas para realizar dicho cometido, desde impuestos que gravasen los depósitos financieros, los préstamos y finalmente las transacciones financieras (FTT), siendo este último el que más ha calado en la sociedad, e incluso se ha llegado a establecer una propuesta de implementación de dicho impuesto. Por tanto, el 25 de enero de 2019, se aprobó el proyecto de ley del FTT<sup>2</sup>, en el que se recogen los motivos por los que se debe implementar este impuesto: la consolidación de las finanzas públicas, reforzar el principio de equidad del sistema tributario y someter a tributación aquellas operaciones que actualmente no están sujetas a impuesto alguno en el ámbito de la imposición indirecta.

El Proyecto de Ley establece como *hecho imponible* la adquisición onerosa de acciones de sociedades admitidas a negociación en un mercado español o de otro Estado de la UE cuya capitalización bursátil sea superior a 1.000 millones de euros, así como la ejecución/liquidación de obligaciones o bonos convertibles o canjeables y cualquier otro instrumento financiero como derivados financieros, con independencia del lugar de residencia de las personas o entidades que intervengan en la operación, por tanto, la aplicación de este impuesto se basa en el principio de emisión para evitar así la elusión de este impuesto y la deslocalización de los servicios financieros.

Las operaciones e instrumentos que presentan una *exención* del pago de dicho impuesto son: la emisión de nuevas acciones, es decir, el mercado primario; adquisiciones derivadas de una OPV de acciones; operaciones que tengan como finalidad la estabilización de precios y mantenimiento de liquidez en el mercado o actividades de creación de mercado, y otras (artículo 3).

El *devengo* del impuesto se realiza cuando se ejecuten las transacciones financieras, es decir, cuando se produzca la adquisición y la liquidación de dicho instrumento financiero. Así mismo, la normativa recoge que, en caso de que la transacción no se produzca en un centro de

---

<sup>2</sup> Boletín Oficial de las Cortes Generales: 121/000040 Proyecto de Ley del Impuesto sobre Transacciones Financieras del 25 de enero de 2019 serie A, número 41-1, páginas 1 – 9, artículos 1 al 7.

negociación, el devengo se producirá en el momento en el que se produzca la anotación registral de los valores a favor del adquirente.

La propuesta española establece como *sujeto pasivo* del impuesto a la empresa de servicios de inversión o a la entidad de crédito que realice la adquisición por cuenta propia y que, en aquellas situaciones de no adquisición por cuenta propia, sean sujetos pasivos los intermediarios financieros que reciban la orden del adquirente o los miembros del mercado que ejecuten la orden si la adquisición se realiza en un centro de negociación. De esta manera, se pone en línea con lo establecido en la propuesta de la Comisión Europea.

La *base imponible*, como se recoge en el artículo 5, es de tres tipos:

- Los instrumentos financieros negociados en el mercado regulado, como acciones, para los que la base imponible que se aplicará será el importe de la contraprestación de las operaciones sujetas al impuesto, sin incluir los costes de transacción ni las comisiones por la intermediación, es decir, el precio de negociación.
- Los instrumentos de renta fija como bonos u obligaciones, en los que la base imponible será el valor establecido en el documento de emisión.
- Los derivados financieros y los instrumentos negociados en mercados no regulados, para los que la base imponible será el precio de ejercicio fijado en el contrato, teniendo en cuenta de que si se constituye una transacción a plazo será el precio pactado, a no ser que se negocie en un mercado regulado, cuya base imponible pasa a ser el precio de entrega al vencimiento.

El *tipo impositivo* establecido es del 0.2% para todos los tipos de instrumentos financieros, a diferencia de aquellos países europeos y de la propuesta de la Comisión Europea, que establecen varios tipos impositivos diferenciando entre los instrumentos que se negocian en los mercados organizados y los no organizados.

Analizando las diferentes leyes y proyectos del impuesto de transacciones financieras, se puede resumir que el objetivo principal es la sostenibilidad de las finanzas públicas y la mejora de la eficiencia de los mercados financieros. También se encuentran coincidencias sobre qué tipo de instrumentos financieros han de gravarse, es decir, todos aquellos que se negocian en los mercados organizados (renta variable, renta fija...) y no organizados. En cambio, existen diferencias tanto en la definición del sujeto pasivo como en el tipo de gravamen; algunos países europeos establecen que el sujeto pasivo es el adquirente del instrumento financiero mientras que otros, y la propia Comisión Europea, determinan como sujeto pasivo a las entidades, servicios e intermediarios financieros; en el caso de los tipos impositivos, también existe una cierta variabilidad ya que se observa cómo, para la adquisición de acciones u otros instrumentos

financieros, el rango va desde el 0.1% hasta el 0.5%, mientras que para instrumentos que se negocian fuera de los mercados negociados el rango oscila desde el 0.01% hasta el 0.2%.

#### **4. Análisis económico del Impuesto sobre Transacciones Financieras**

Este impuesto, como se ha mencionado anteriormente, surge para intentar corregir las ineficiencias de los mercados financieros, pero también para aumentar la recaudación del Estado y contribuir a la suficiencia presupuestaria.

Pero, como todo impuesto, produce tanto efectos positivos como, por ejemplo, el impuesto sobre la renta que ocasiona efectos positivos en la desigualdad, pero a su vez puede ocasionar efectos negativos en el comportamiento de los agentes económicos como un posible aumento de la evasión o una disminución de la oferta de trabajo. Otro ejemplo lo encontramos en un impuesto medioambiental que grava, por ejemplo, la contaminación, en donde a priori presenta efectos positivos al alcanzar los objetivos que persigue como la reducción de la contaminación, pero también puede provocar efectos adversos como la traslación del impuesto a otros sujetos que no son los sujetos pasivos del impuesto. Es por ello que a la hora de implementar un impuesto en la economía es necesario realizar un análisis previo que nos indique si dicho impuesto generará más efectos positivos en la sociedad que compensen los posibles efectos negativos.

Si analizamos el impuesto de transacciones financieras con base a los principios de la imposición, podemos encontrar en cada principio, aproximadamente, la misma cantidad de efectos positivos que negativos. Es por ello por lo que este tipo de impuesto puede dar lugar a tanta controversia a la hora de implementarlo en el sistema económico. A continuación, se realiza una elaboración del FTT conforme a los principales principios de la imposición.

##### **A) Principio de Equidad**

El principio de equidad se basa en la distribución de las cargas que conlleva un impuesto teniendo en cuenta la capacidad económica de un individuo. De ahí que haya una distinción entre la equidad vertical y equidad horizontal, siendo esta última la que trata imponer por igual a individuos en circunstancias económicas similares, así, individuos con la misma capacidad económica se han de enfrentar a la misma carga impositiva. En cambio, la equidad vertical impone que el impuesto trate de manera diferente a los individuos que presentan circunstancias diferentes.

Introducida brevemente la definición de este principio, el impuesto de transacciones financieras a priori cumple con el principio de equidad ya que es un impuesto que grava a un sector, que diferentes autores como la Comisión Europea (2011, 2013) consideran que está infra gravado, ya que el sector financiero está exento de IVA, con lo cual, una imposición de las características del FTT mejoraría la equidad del sistema. Por otra parte, como destacan Contreras y Contreras (2014), la especulación bursátil a muy corto plazo es similar a los “juegos de azar”, por lo que, si los

juegos de azar están gravados, también han de estarlo las transacciones financieras. Además, en principio y suponiendo que el sector financiero pueda repercutir una parte de este impuesto a los clientes de este servicio (como manifiesta el informe de la autoridad fiscal francés mencionado anteriormente) este impuesto afectaría más a aquellos individuos que manifiesten una capacidad de renta más elevada, ya que son los que más capacidad económica tienen para poder realizar las operaciones que gravan el FTT. Por tanto, si consideramos estas dos proposiciones, el FTT es un impuesto que mejoraría la equidad del sistema tributario ya que, analizando la equidad vertical, el impuesto estaría tratando de manera diferente a individuos con distintas capacidades económicas, y analizando la equidad horizontal, el impuesto estaría gravando una actividad que podría ser considerada como un “juego de azar” y por tanto trataría de igual manera a aquellos que opten por juegos de azar o por las transacciones financieras consideradas como tales.

Por otro lado, se espera que este impuesto recaiga sobre todo en aquellos que tengan una renta más elevada, pero puede ocurrir que se traslade finalmente a aquellos cuya renta sea menor, con lo cual el impuesto ya no estaría cumpliendo el principio de equidad vertical. Por ejemplo, puede ocurrir que las instituciones financieras repercutan más a aquellos con capacidades de renta menores que a aquellos con una capacidad económica mayor, pero también, que la proporción de individuos que realizan actividades de inversión con una capacidad económica más baja sea mayor que aquellos que presentan una capacidad económica mayor, en tal caso, la equidad vertical no se cumpliría.

#### B) Principio de Eficiencia

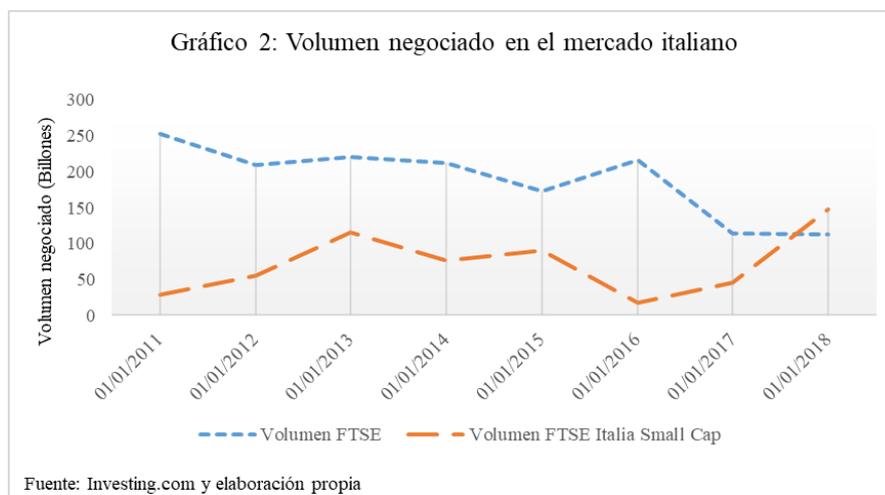
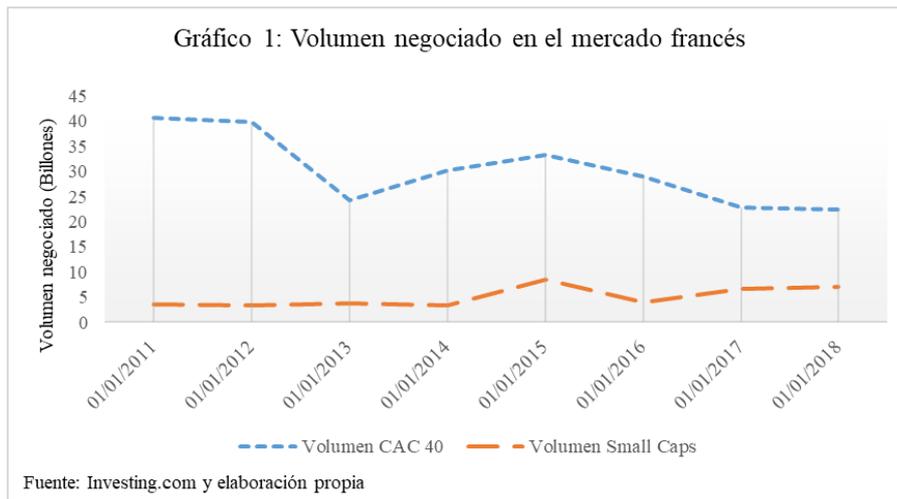
Un impuesto se considera que es eficiente si logra reducir las externalidades negativas que produce una actividad económica, o bien si el coste de bienestar que puede producir a un agente económico es bajo.

Para el caso del FTT que grava a un sector y a una actividad como la financiera, considerada como la causante de la última crisis económica, haría que a priori el impuesto fuera eficiente ya que busca reducir dicha actividad u obligar a contribuir más que el resto para paliar los efectos negativos causados por la crisis económica. Por otro lado, autores como Keynes (1936), Summers y Summers (1989), establecen que con la introducción de este impuesto se favorecería el crecimiento económico ya que se lograría reducir la especulación sobre las empresas favoreciendo que estas puedan llevar a cabo planes empresariales a largo plazo; actualmente estos planes son cortoplacistas debido a la exigencia de los inversores de obtener cuanto antes los mayores rendimientos que les puedan reportar las empresas. Este comportamiento provoca que se pierda en crecimiento potencial e impide que se tomen decisiones de inversión que, aunque conllevan más riesgo y sean a más a largo plazo, son mucho más beneficiosas para la economía. Además, este impuesto provoca una mayor estabilidad de los mercados financieros debido a que se reduce

la volatilidad por la minoración del comportamiento de euforia o de pánico en los inversores ante ciertas eventualidades ajenas al mercado, así como una mayor eficiencia en los precios, es decir, los precios negociados se asemejarían más a la valoración fundamental de la empresa.

Entre los aspectos negativos sobre la eficiencia que genera este impuesto, como indica Matheson (2011), pueden encontrarse aumentos en los costes de transacción y en los costes del capital de las empresas, provocando efectos negativos sobre la economía de un país ya que, al aumentar el coste de financiación, las empresas pueden no realizar inversiones productivas y por ende se reduce el crecimiento económico. Otros efectos negativos que produce este impuesto son, por un lado, una reducción de la rentabilidad de las inversiones, que genera cambios en las decisiones de ahorro de los agentes, bien tomando inversiones más arriesgadas o más especulativas (por lo que entonces, dicho impuesto, en vez de reducir la especulación, la aumentaría) o un aumento del gasto en consumo lo que conlleva una reducción del ahorro en la economía. Esta última decisión, aunque a corto plazo pueda ser beneficiosa, ya que el aumento del consumo apoya el crecimiento económico, podría provocar que, desde una perspectiva a largo plazo, se redujese el ahorro, por lo que se reduciría la capacidad de inversión y por ende el crecimiento económico potencial. Todos estos efectos han sido estimados por autores como Davis et al. (2013) en base a la propuesta de la Unión Europea, donde se subraya que los costes de financiación de las empresas de la UE – 11 aumentarían entorno a unos 8.000 – 10.000 millones de euros, representando entre un 4% - 5% de los beneficios. Por otro lado, los inversores presentarían pérdidas entre un 4% y un 5% por la pérdida de valor de los activos como consecuencia del impuesto, de ahí que habría menos incentivos en invertir y ahorrar.

Otro de los efectos que puede producir el impuesto es un cambio en el comportamiento de los inversores a la hora de invertir, como, por ejemplo, un efecto de traslación de la inversión de los instrumentos sujetos al impuesto a aquellos que no lo están. Este efecto se puede observar en los gráficos 1 y 2 en donde las compañías que presentan una capitalización superior al límite de sujeción, ven reducido su volumen de negociación a favor de aquellas compañías que no alcanzan dicho límite.



El análisis de ambos gráficos permite distinguir una continua disminución de los volúmenes de negociación desde que se estableció el FTT en los principales índices bursátiles de Francia (CAC 40) e Italia (FTSE MIB). Se aprecia que la caída que experimenta el índice CAC 40 es de un 7,24% a largo plazo (similar a las estimaciones que realizaron Haferkorn y Zimmermann (2013), que establecían una caída del 7%) mientras que para el FTSE MIB es de un 9,76%. En cambio, el volumen negociado de los índices que representan a las empresas con pequeña capitalización (CAC Small y FTSE Italia Small Caps), que no superan los límites para estar sujetos sus instrumentos financieros, la tendencia es creciente, incluso el índice italiano de Small Caps supera en volumen de negociación al principal índice. Este efecto puede estar ocasionado por el cambio de comportamiento del inversor ya que puede operar sin tener que hacer frente al impuesto y por tanto no tiene penalizado el rendimiento, pero este cambio, puede generar un efecto negativo en la eficiencia ya que provoca que la inversión pase de empresas con alta capitalización a aquellas con baja capitalización haciendo que las empresas con alta capitalización presenten un aumento de la horquilla de precios entre oferta y demanda, como recogen Contreras y Contreras (2015), hecho que conlleva que el rendimiento de la inversión sea menor junto con un encarecimiento de la financiación para las empresas afectadas, pudiendo provocar efectos negativos en la inversión.

Este encarecimiento a su vez genera un estrechamiento de la financiación en los mercados de capitales que afecta de manera diferente a las distintas empresas por sus diferentes características, como márgenes de rentabilidad, solvencia o tipo de sector donde opera. Esto supone que los inversores exigirán a cada una un nivel determinado de rentabilidad y que, por el efecto del impuesto, esta exigencia puede verse aumentada, lo que se traduce en una mayor estrechez del mercado para unas empresas que para otras.

En relación a la estrechez de la financiación, ésta puede desencadenar dos efectos: uno beneficioso, ya que las empresas que estén por debajo del nivel de exigencia, querrán mejorar para poder obtener una financiación más barata, mejorando así la eficiencia de los mercados; mientras que el efecto negativo consiste en que podría haber una incorrecta asignación de los capitales, potenciándose, por ejemplo, sectores que presenten rendimientos elevados, pero a su vez mayores riesgos, con lo que surgen mayores probabilidades de provocar problemas financieros. Una última consecuencia es que al aumentar el volumen negociado en aquellas empresas con baja capitalización (no sujetas a tributación), se pueden generar comportamientos no deseados por parte de estas mismas, ya que pasan a obtener una financiación más barata que induce a inversiones no productivas o no deseadas y por ende afectar de manera negativa a la economía.

En conclusión, podemos observar que este impuesto, en términos de eficiencia económica, presenta ciertas controversias ya que por un lado puede generar efectos positivos para la economía como incentivar a que las empresas hagan planes de inversiones más a largo plazo favoreciendo el crecimiento económico o alcanzar un óptimo de eficiencia empresarial, pero a su vez, limita o aumenta los costes de financiación para realizar dichas inversiones afectando de manera negativa al crecimiento.

### C) Principio de Suficiencia

Este principio exige que el impuesto ha de presentar una capacidad recaudatoria para compensar los gastos crecientes del Estado, como el impuesto sobre la renta, el impuesto sobre el valor añadido o el impuesto sobre sociedades, todos ellos con una elevada capacidad recaudatoria, por lo que son los responsables de las principales partidas de ingresos de cualquier Estado cubriendo parte de los gastos que tiene la administración pública.

En cambio, otros impuestos como el impuesto sobre patrimonio o el impuesto sobre sucesiones o donaciones, poseen una capacidad recaudatoria baja, por lo que no logran cubrir el gasto que realiza el Estado. Ilustrándolo con cifras, para el caso español, la tasa de cobertura que ofrecen los distintos impuestos es la reflejada en el cuadro 1, en donde se observa como el IRPF o el IVA son los impuestos que más compensan los gastos que presenta el Estado español a diferencia del de patrimonio que es el que menos cubre los gastos de la administración (queda excluido del

análisis el *impuesto sobre sucesiones y donaciones* debido a los cambios legislativos y a las diferencias autonómicas).

Cuadro 1: Recaudación de los principales impuestos en España		
Millones de euros	Recaudación (2017)	Tasa cobertura
Total Impuestos directos	104.454	32,80%
- Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas	77.038	24,19%
- Impuesto sobre Sociedades	23.143	7,27%
- Impuesto sobre No Residentes	2.274	0,71%
- Fiscalidad medioambiental	1.807	0,57%
- Otros	193	0,06%
Total Impuestos indirectos	87.518	27,48%
- IVA	63.647	19,99%
- Otros	3.563	1,12%
Tasas	1.978	0,62%
Patrimonio	1.112	0,35%
Ingresos Tributarios	193.950	60,91%
Total ingresos no financieros	223.558	70,20%
Total gastos no financieros	318.444	
PIB (2017)	1.161.878	

Fuente: Presupuestos generales del Estado (libro amarillo (2018): 166 ) y elaboración propia

Para el impuesto objeto de análisis de este trabajo, observamos que presenta una capacidad recaudatoria mucho menor que la que se está estimando, por ejemplo, para los casos de Francia o Italia en donde las estimaciones de la recaudación eran mayores de lo que en realidad son. Para el caso español, la capacidad recaudatoria sería similar a la obtenida con el impuesto del patrimonio, ya que las estimaciones realizadas por Contreras y Contreras (2015) se sitúan en torno a los 4.680 millones de euros y 5.430 millones de euros lo que supone entre un 0.4% y 0.46% sobre el PIB. Además, si establecemos una relación entre la cantidad que recauda el impuesto y el coste del rescate bancario sufrido, por ejemplo, en España, observamos que tampoco se cumple este principio ya que cubriría en torno un 8% y un 9% del coste financiero, por lo que se tardaría al menos 11 años en cubrir todo el gasto.

Por tanto, uno de los principales objetivos que persigue la implementación de este impuesto como es el de contribuir a la suficiencia presupuestaria, podría no conseguirse.

#### D) Principio de Sencillez

Dicho principio hace referencia a que cualquier impuesto debe presentar bajos costes administrativos y de cumplimiento, así como ser lo más transparente posible, es decir, que los elementos impositivos como el hecho imponible, la base imponible, exenciones...etc. estén claramente definidos para evitar posibles comportamientos no deseados como, por ejemplo, la evasión fiscal.

Ciñéndonos al impuesto sobre transacciones financieras, se observa que puede presentar cierta complejidad debido a las dificultades técnico fiscales como es la definición del hecho imponible y los instrumentos financieros que grava. El problema se debe a que la innovación financiera es más rápida que la legislación, ya que surgen nuevos productos financieros para los que no hay prevista una legislación concreta por lo que no quedan sujetos al impuesto, provocando posibles desviaciones de rentas y aumentando así el riesgo de evitar el pago del impuesto.

Otro problema técnico fiscal que presenta este impuesto, como detalla Zunzunegui (2016) en su análisis de la propuesta de la UE, es la disponibilidad de la información o la falta de datos, por lo que surgen problemas a la hora de determinar la base imponible ya que a día de hoy existe una complejidad en identificar qué valores están emitidos en la zona del ITF, como también a la hora de establecer si distintas transacciones financieras están sujetas o no, o si la contraparte de la transacción financiera estará sujeta o no al impuesto. Así lo recoge el informe de Le Maire y Darmanin (2017), que incide en el alto coste administrativo que conlleva gestionar el impuesto francés, así como la elevada exigencia de colaboración con el sistema de compensación francés (Euroclear France) junto con la Dirección General de Finanzas de Francia y la Dirección General del Tesoro francés para poder obtener los datos precisos con el fin de conocer a los intervinientes y los instrumentos que se negocian en el mercado francés para poder realizar el cumplimiento del impuesto.

Otros de los problemas que Zunzunegui (2016) detalla es que el impuesto tendría un problema de doble imposición entre aquellos países que ya tienen un impuesto sobre transacciones financieras y los países miembros participantes del FTT, por ejemplo, las transacciones que se puedan dar entre Reino Unido y los miembros participantes del FTT, donde las instituciones establecidas en la zona FTT tendrían doble imposición: una el FTT y otra el *Stamp Duty* inglés. También destaca que podría existir una sobreimposición sobre la misma manifestación de la capacidad económica tanto para el cliente como para la entidad financiera. Esta sobreimposición vendría dada por la sujeción que tienen los servicios financieros sobre el IVA, generándose al aplicar el FTT, aunque actualmente no ocurre ya que en la mayoría de los países de la Unión Europea estos servicios financieros están exentos de IVA.

Por tanto, se concluye que, a la hora de implementar y gestionar, este impuesto genera varios problemas en términos de cumplimiento y de costes administrativos, así como una mayor claridad posible en términos normativos, lo que hace que en principio sea un impuesto que no cumple el principio de sencillez.

En definitiva, la evaluación del impuesto de acuerdo con los principios impositivos, presenta efectos diversos debido a los distintos aspectos positivos y negativos. Probablemente esta disyuntiva es lo que hace que el impuesto sea tan controvertido y provoca que exista una gran

variedad de puntos de vista en los diferentes autores. Así, al analizar el impuesto desde la perspectiva del cumplimiento de algunos de los objetivos que tiene el FTT como la reducción de la volatilidad de los precios o el aumento de las “inversiones *value*” (inversiones basadas en la información “*fundamental*” de la empresa) y la reducción de las inversiones especulativas (inversiones basadas en la información “*técnica*”) se encuentra que el efecto generado, por ejemplo en el caso de la volatilidad, es ambiguo, como ya se indica en el trabajo de Contreras y Contreras (2015), ya que, si el impuesto llega a reducir las operaciones relacionadas con el análisis técnico (reducción de los *operadores ruido*), se lograría reducir la volatilidad de los precios y que éstos se ajusten al valor real de la empresa. En cambio, si el impuesto afecta a aquellas operaciones que sean de tipo *fundamental* (inversores no especulativos) se provocan efectos negativos en precios (aumentando la volatilidad) en la empresa; también puede ocurrir que, con la introducción del impuesto, disminuya el volumen de la contratación y por ende un aumento en la volatilidad de los precios. Por tanto, el objetivo de reducción de la volatilidad de los precios y de una mayor eficiencia de los mismos, o lo que es lo mismo, el reflejo del valor real de las empresas, es indeterminado, así se aprecia en los resultados que obtiene Hau (2001, 2006) para Francia, en el que aprecia una relación negativa entre la volatilidad y los precios de los instrumentos financieros, mientras que, en su segundo estudio, encuentra una relación positiva. Por tanto, son diversos los efectos que se producen en la volatilidad de los precios por el impuesto, ya que podemos encontrar para un mismo país distintas relaciones, positivas o negativas, por lo que la introducción del FTT puede producir: un aumento de la volatilidad de los precios, una reducción de la misma, e incluso no puede existir efecto alguno.

Estos resultados obtenidos para la volatilidad de los precios se obtienen también para el caso de la recaudación que reportaría el impuesto, es decir, las estimaciones son variadas y no concluyentes, ya que la variabilidad de las mismas no indica claramente si dicho impuesto tendría la capacidad recaudatoria como sus defensores así lo indican.

## **5. Estimaciones de los efectos de la aplicación del Impuesto sobre Transacciones financieras en España**

Actualmente existe poca literatura económica sobre los efectos económicos que puede producir la implementación de impuestos que gravan al sector financiero como, por ejemplo, los impuestos que gravan a la actividad financiera (FAT), los depósitos, los préstamos o el caso que se analiza en este trabajo, el impuesto sobre transacciones financieras (FTT), en España. Por ello, en este apartado se realiza un breve resumen de la literatura existente actualmente sobre los impuestos mencionados anteriormente, posteriormente un análisis sobre los efectos que puede provocar en el mercado de la renta variable por la implementación del FTT en base al proyecto aprobado por el gobierno español y, por último, un análisis de incidencia impositiva.

El primer tipo de impuestos (FTA, depósitos y préstamos), han sido analizado por los autores Boscá et al. (2018). Los autores parten de la base de un modelo macroeconómico desarrollado por Gerali et al. (2010), en donde existen siete agentes económicos, hogares (pacientes (ahorradores), no pacientes (deudores) y restringidos), empresas intermedias, empresas finales, sector público, sector exterior, bancos y banco central. Todos ellos, interactúan entre sí, es decir, los *hogares* consumen, ahorran, ofrecen empleo y acumulan riqueza bien en forma de activos fijos como la vivienda u otro tipo de activos como los depósitos; las *empresas* demandan empleo y alquilan el capital para producir bienes para que posteriormente los vendan; los *bancos* son los que ofrecen los depósitos a los ahorradores y los préstamos a los hogares impacientes y empresarios, además de prestar también al gobierno mediante la adquisición de la deuda pública; el sector público proporciona bienes de consumo público, invierte en capital público, pide prestado y fija impuestos que son distorsionantes en la economía; el *banco central* se dedica a fijar un tipo de interés en base a la regla de Taylor, haciendo que sea el referente para establecer la remuneración de los depósitos y el coste de los préstamos; por último el *sector exterior* proporciona el comercio de bienes de consumo y de inversión con el resto del mundo. Los resultados obtenidos concluyen que los efectos que ocasionan son similares, así, si se establece un impuesto sobre los beneficios bancarios, el impacto que produce en el crecimiento económico a largo plazo se traduce en una reducción de un 0.09% debido principalmente a las disminuciones que se producen en el consumo privado, en la inversión y en los salarios y favorecido por los incrementos en los tipos de interés ya que experimentan un incremento de 9 puntos básicos. Por otro lado, si los gravámenes afectan a los depósitos o préstamos, la pérdida en el crecimiento que se produce a largo plazo es menor que en el gravamen de los beneficios de las entidades financieras, siendo dicha pérdida de un 0.08% Los efectos que se producirían en el resto de variables serían prácticamente similares.

A raíz de este informe, se puede concluir que gravar al sector financiero mediante impuestos afectando a su actividad en el caso de préstamos o depósitos, provoca efectos negativos en el crecimiento económico viéndose afectadas las variables macroeconómicas como inversión, salarios, consumo, etc. Por tanto, tras haber analizado las características del impuesto sobre transacciones financieras, éste puede ocasionar efectos similares a nivel macroeconómico que el gravar los préstamos, ya que se incide en la forma de financiación de las empresas ya que utilizan el mercado de capitales para obtener financiación y poder realizar las distintas inversiones. Por ello, el capital se encarece, como bien se ha mencionado anteriormente, por lo que las empresas han de pagar más por su financiación, estrechándose los márgenes de rentabilidad del proyecto, por lo que la empresa puede decidir que le es más rentable no realizar ningún tipo de inversión. De esta forma, se estrecha la financiación de las distintas empresas que operan en el mercado de capitales. Todo ello provoca efectos negativos sobre el crecimiento económico, como bien recoge

el propio proyecto de la Comisión Europea, en donde estima un impacto negativo sobre el PIB en el área euro de un 0.53% anual. Para el caso de España, las estimaciones que realiza Labeaga (2012), prevén reducciones en el PIB de entre un 0.40% y un 0.61%; comparando estos resultados con los obtenidos por Boscá et al. (2018), el impuesto sobre transacciones financieras (FTT) supondría una mayor pérdida en el crecimiento económico a largo plazo que el impuesto sobre los préstamos o sobre los depósitos.

Por otro lado, Contreras y Contreras (2015) analiza el impuesto sobre las transacciones financieras (FTT) aplicado para el caso español en base al proyecto de la Comisión Europea. En dicho trabajo se estima la recaudación que se obtendría por implementar el impuesto en España y los efectos que se producirían en los distintos mercados financieros. La metodología utilizada consiste en estimar la base imponible en base a los siguientes puntos:

- Estimación del plazo medio tanto de las inversiones financieras como de las rentabilidades esperadas de las operaciones, ya que ambas se verán afectadas debido a que el impuesto afecta de manera negativa a la rentabilidad, lo que hace que aumenten los plazos medios de inversión para recuperar la inversión y obtención de beneficios. Por tanto, si las rentabilidades esperadas son bajas como consecuencia del impuesto, provocará que los plazos de tenencia de los instrumentos financieros aumenten, por lo que habrá un menor volumen de negociación, la base imponible será menor y como consecuencia habrá una menor recaudación.
- Cálculo del diferencial de precios entre oferta y demanda. Como se ha analizado en el apartado anterior, la inclusión del impuesto provocará aumentos en los diferenciales de los precios como consecuencia de las pérdidas de rentabilidad de los instrumentos que se negocian.

Se prevé así una reducción del volumen de negociación de los mercados financieros regulados entre un 84% - 87%, que, si se desglosa, se observa que el mercado prácticamente desaparece en los activos de renta fija (repos y simultáneas Letras del Tesoro) ya que presentaría una reducción del volumen negociado de un 99.5% además de que casi la mitad del volumen negociado de la renta variable desaparecería; para los mercados no regulados, las reducciones del volumen de negociación se encontrarían entre un 21% y un 28%. Por tanto, los niveles de recaudación que se obtienen en base a los resultados anteriores, oscilarían entre 4.680 millones de euros y 5.430 millones de euros.

Tras haber analizado los efectos obtenidos por Contreras y Contreras (2015), mi objetivo con este trabajo es el de poder obtener una estimación de los efectos que podría ocasionar la implementación del FTT en el mercado financiero español, concretamente para la renta variable a largo plazo, y ver si podemos esperar un comportamiento similar al ocurrido en Francia o Italia,

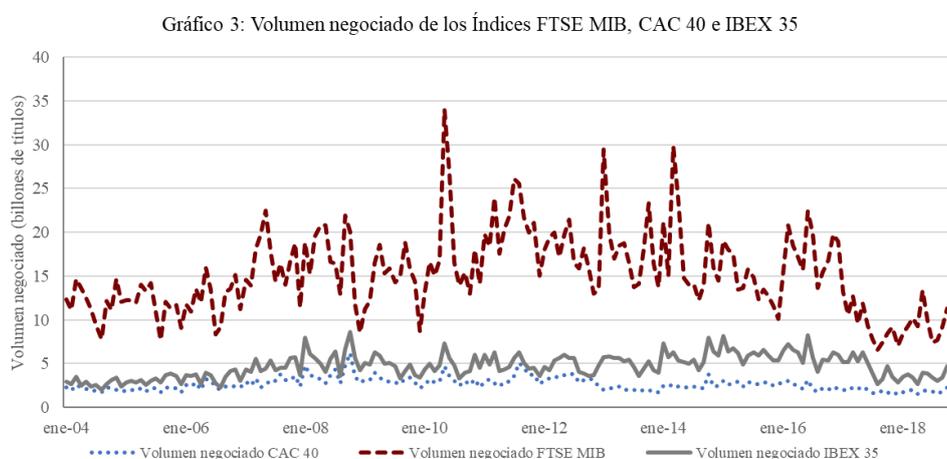
donde los volúmenes de los instrumentos negociados sujetos al impuesto, en este caso las acciones, han experimentado caídas desde su implementación. Para ello, partiré de la hipótesis de que el índice francés y/o italiano están cointegrados con el índice español, es decir, ambos índices pueden presentar una relación a largo plazo con el español.

Para comprobar esta hipótesis se ha realizado un análisis de cointegración, por tanto, las variables presentarán una relación de cointegración, si cumplen los siguientes requisitos:

- Las variables a analizar han de ser integradas de orden uno y presentar el mismo orden de integración.
- Los residuos estimados de la relación de cointegración han de ser integrados de orden cero, es decir, presentar estacionariedad.

Si ambos requisitos se cumplen, las variables presentan una relación a largo plazo y, por ende, estarán cointegradas.

Para el caso que se analiza, el primer análisis se cumple para el índice francés (CAC 40) con el índice español (IBEX 35), mientras que no se cumple para el índice italiano (FTSE MIB) ya que este último presenta un orden de integración de orden cero (anexo 1). Esta afirmación se observa en el gráfico 3:



Fuente: Investing.com y elaboración propia.

En dicho gráfico se aprecia, efectivamente, cómo los volúmenes negociados de los índices francés y español presentan cierta correlación, mientras que el italiano no presenta ningún grado de correlación. Debido a ello, y para continuar con el análisis de cointegración, se desecha del análisis el índice italiano para completar la regresión.

Tras haber comprobado que los índices francés y español presentan el mismo orden de integración, se procede a realizar la regresión de cointegración para testar la estacionariedad de los residuos de dicha regresión siendo ésta la siguiente:

$$\log(IBEX\ 35_t) = \alpha + \beta_1 \log(CAC40_t) + u_t$$

Reflejamos los resultados en el cuadro 2:

Cuadro 2: Regresión OLS del IBEX 35	log(Vol. IBEX 35)
<b>Constante</b>	7,8611 (5,33)
<b>log (Vol. CAC 40)</b>	0,6631 (9,73)
<b>Número de observaciones</b>	180
<b>R - Cuadrado</b>	0,3473
Las cifras entre paréntesis son los t ratios de los parámetros	

Fuente: Elaboración propia

Concluimos que los residuos obtenidos de la regresión son estacionarios, ya que se rechaza la hipótesis nula de no estacionariedad (ver anexo 2). Por tanto, se cumpliría la segunda de las condiciones para que dos variables presenten una relación a largo plazo, es decir, los índices IBEX 35 y CAC 40 son variables cointegradas. Además, para confirmar dicha relación, se realiza el test de cointegración de Engle – Granger (1987), en donde se obtiene que los volúmenes de los índices IBEX 35 y CAC 40 presentan una relación a largo plazo (ver anexo 3).

Con estos resultados, podemos concluir que la hipótesis planteada se puede aplicar, por lo que es posible estimar los efectos que puedan llegar a producirse al implementar el impuesto sobre las transacciones financieras en España tomando como punto de partida los efectos que se han producido en Francia, tanto en la estimación de la variación en el volumen negociado en el mercado de valores, así como para la recaudación. La disminución en el volumen negociado en el IBEX 35, podría producirse por el mismo efecto observado en Francia, en donde los volúmenes negociados de las empresas con una capitalización superior al límite de sujeción se trasladan a las empresas que presentan un nivel de capitalización por debajo de dicho límite, siendo para el caso español igual o superior a 1.000 millones de euros, o como ocurrió en Suecia, en donde el volumen negociado se trasladó a otras plazas financieras. Por tanto, para calcular la reducción del volumen de negociación que podría experimentar España ante la implementación del FTT en la renta variable a largo plazo, principalmente en el IBEX 35, se parte de la relación de cointegración (cuadro 2) en donde se indica que, ante variaciones en el volumen negociado del índice francés de un 1%, el cambio que experimentará el índice español será de un 0.663% (significativo al 5%), y con lo observado en el gráfico 1 y estimado por Haferkorn y Zimmermann (2013), vemos que el índice francés presenta una disminución a largo plazo del volumen de negociación del 7%, por lo que, aplicando la relación a largo plazo para España, podría experimentar una reducción de su volumen a largo plazo del 4.64%. En cambio, si se toma la estimación de la reducción del volumen de negociación que realizan Maire y Darmanin (2017) para Francia, de una reducción del 10% a largo plazo, el índice español experimentará una reducción del 6.63% a largo plazo.

Las estimaciones obtenidas anteriormente sobre la reducción del volumen de negociación del índice español a largo plazo se realizan para un tipo impositivo del 0.1%, pero el proyecto que se ha elaborado para España prevé un tipo impositivo del 0.2% para cualquier instrumento financiero, con lo cual hay que tener en cuenta que el efecto negativo que se podría producir en el volumen de negociación podría ser mayor. Suponiendo que la reducción es el doble de lo obtenido para un tipo impositivo del 0.1%, se espera que el volumen de negociación para el IBEX 35 presente una reducción del 9.28% (resultado similar al obtenido por Labeaga (2012) que estimó una reducción en el IBEX 35 del 9.43% a largo plazo para el mismo tipo impositivo), y del 13.26% a largo plazo. Estas estimaciones, contrastan con las obtenidas por Contreras y Contreras (2015) que preveían una reducción del volumen de negociación entre el 49% y 57% para la renta variable con un tipo impositivo del 0.1%.

Tras haber analizado y estimado las distintas reducciones que se podrían dar lugar en el volumen de negociación en España, se procede a estimar la recaudación que se obtendría al establecer el tipo de gravamen del 0.2% y del 0.1% para la renta variable española tomando en cuenta las reducciones del volumen calculadas anteriormente. Los resultados obtenidos de la recaudación se observan en el cuadro 3, en donde la recaudación promedio de los diez años es de 1.451,59 millones de euros para una reducción del volumen del 9.28%, mientras que para una reducción del volumen del 13.26% se obtendría una recaudación de 1.387,90 millones de euros. Comparándola con la obtenida por Labeaga (2012), que prevé una recaudación de 1.167,62 millones de euros para el mismo tipo de gravamen, se puede establecer que las estimaciones que se han realizado se ajustan a los resultados obtenidos en la literatura económica al respecto.

Cuadro 3: Estimación de la recaudación para diferentes tipos impositivos para el IBEX 35

Periodo	Efectivo (Mill. Euros)	Recaudación con el Ti=0.2% (Mill. Euros)	Recaudación con el Ti=0.2% (Mill. Euros)	Recaudación con el Ti=0.1% (Mill. Euros)	Recaudación con el Ti=0.1% (Mill. Euros)
2009	897.187	1.556,44	1.627,86	837,70	855,56
2010	1.037.277	1.799,47	1.882,04	968,51	989,15
2011	925.321	1.605,25	1.678,90	863,97	882,39
2012	698.950	1.212,54	1.268,18	652,61	666,52
2013	703.669	1.220,72	1.276,74	657,02	671,02
2014	883.869	1.533,34	1.603,69	825,27	842,86
2015	962.166	1.669,16	1.745,75	898,37	917,52
2016	652.925	1.132,70	1.184,67	609,64	622,63
2017	651.489	1.130,20	1.182,06	608,30	621,26
2018	587.507	1.019,21	1.065,97	548,56	560,25
Promedio	800.036	1.387,90	1.451,59	746,99	762,91
		Reducción del vol. del 13.26%	Reducción del vol. del 9.28%	Reducción del vol. del 6.63%	Reducción del vol. del 4.64%

Fuente: BME y elaboración propia

*Efectivo*: es el importe de la contraprestación de las operaciones sujetas al impuesto, sin incluir los costes de transacción, ni comisiones por la intermediación, ni ningún otro gasto asociado a la operación.

Por otro lado, comparando los resultados de la recaudación para un tipo de gravamen del 0.1% para una reducción del volumen del 4.64%, se aproximan a las estimaciones realizadas por Contreras y Contreras (2015), ya que como se aprecia en el cuadro 3 en la última columna, la recaudación promedio obtenida es de 762,91 millones de euros, mientras que la recaudación

estimada por Contreras y Contreras rondaría los 611 millones de euros. Hay que notar que al pasar de un tipo de gravamen del 0.1% al 0.2% se produce un incremento en la recaudación del 90% por lo que atendiendo a estos resultados surge la pregunta de dónde se situaría el tipo de gravamen que maximizaría la recaudación. Para ello se plantean cuatro escenarios, el primero de ellos presenta una reducción del volumen de la renta variable a largo plazo del 4.64%, en el segundo escenario, la reducción es de 6.63% y un tercer y cuarto escenarios para unas reducciones del volumen del 49% y 57% (estimaciones obtenidas por Contreras y Contreras (2015) comentadas anteriormente).

Para ello partimos de Saez et al. (2012), que demuestran que el tipo de gravamen que maximiza la recaudación en función de la elasticidad de la base imponible, cumple la siguiente función:

$$\tau^* = \frac{1}{1 + e}$$

en donde,  $\tau^*$  indica el tipo impositivo que maximiza la recaudación y  $e$  representa la elasticidad de la base imponible de la renta variable, que, en este caso, se calcula a partir de las reducciones del volumen negociado de la renta variable.

Esta relación indica que, para elasticidades de la base imponible elevadas, el tipo de gravamen máximo deberá ser bajo, en cambio para elasticidades bajas, el tipo de gravamen será elevado. Por tanto, si se implementa el impuesto en España para un tipo impositivo del 0.1% y en relación a los cuatro escenarios comentados anteriormente, surgen cuatro tipos de elasticidades, en donde para el primer escenario la elasticidad de la base es -46.4, para el segundo escenario de -66.3, para el tercer escenario de -490 y para el último escenario de -570. Con estas elasticidades se puede calcular el tipo de gravamen que maximizaría la recaudación para los distintos escenarios, obteniendo para el primero un tipo de gravamen del 2.1%, para el segundo de 1.48%, para el tercero del 0.2% y para el cuarto del 0.17%.

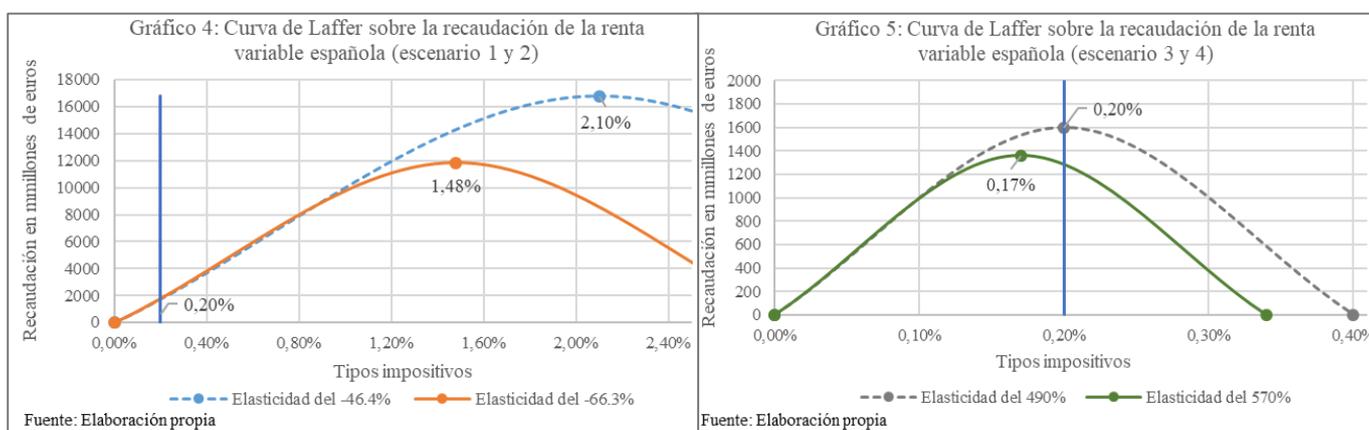
Escenarios	Reduccion del Volumen negociado	Elasticidad de la Base Imponible	Tipo de gravamen máximo	Resultado comparativo con el tipo de gravamen propuesto por España
1	4.64%	-46.4	2.1%	> 0.2% No se estaría maximizando la recaudación
2	6.63%	-66.3	1.48%	> 0.2% No se estaría maximizando la recaudación
3	49%	-490	0.2%	= 0.2% Se estaría maximizando la recaudación
4	57%	-570	0.17%	< 0.2% No se estaría maximizando la recaudación

Fuente: Elaboración propia

Por tanto, en el cuadro 4 se puede apreciar que en base a los resultados que se han obtenido los dos primeros escenarios el tipo de gravamen máximo es muy superior al propuesto por España, por tanto, no se estaría maximizando la recaudación, pero observando el tercer escenario, el tipo de gravamen propuesto por el gobierno es el mismo que maximizaría la recaudación para la renta variable, pero con una pérdida de volumen de negociación a largo plazo de casi la mitad, en cambio para el cuarto escenario, se observa que el tipo impositivo que maximizaría la recaudación

es menor que el propuesto por el gobierno, por lo que con un tipo impositivo del 0.2% no habría una mayor recaudación que con el 1.7% ya que los costes de eficiencia producidos serán elevados ya que para un tipo impositivo superior del 1.7% se perdería más de la mitad del volumen de negociación.

Representando estos resultados en un gráfico se obtiene la curva de Laffer, representada en los gráficos 4 y 5, en donde se observa que los puntos situados a la izquierda del punto máximo indicarían una capacidad de aumentar la recaudación ya que no se estaría maximizando la recaudación, en cambio, si se sitúan a la derecha del punto máximo estaría indicando que la recaudación disminuye como consecuencia de aumentos en los excesos de gravamen. De ahí que tomando como referencia los tipos máximos de gravamen obtenidos anteriormente respecto a los cuatro escenarios, vemos que los dos primeros se podría aumentar el tipo de gravamen propuesto por España ya que se situarían al margen izquierdo del punto máximo, por lo que se incrementaría la recaudación (gráfico 4), en cambio, para los otros dos escenarios (gráfico 5), concretamente para el tercer escenario, el tipo de gravamen propuesto por el gobierno se situaría en el máximo, por lo que no habría que realizar ningún cambio impositivo para aumentar la recaudación, pero para el último escenario, el tipo de gravamen propuesto se debería reducir para aumentar la recaudación ya que la pérdida de la base imponible es elevada como consecuencia de la elevada elasticidad de la base imponible.



Como conclusión al análisis económico y recaudatorio del proyecto español para la renta variable, se observa que las estimaciones de la recaudación realizadas para los tipos impositivos del 0.1% y del 0.2%, se ajustan a los datos referidos en la literatura económica, es decir, los niveles de recaudación se encontrarían entre un intervalo de 700 – 800 millones de euros para un tipo impositivo del 0.1%, mientras que para un tipo del 0.2% se situaría en un nivel entre los 1.300 a los 1.500 millones de euros. Por otro lado, en base a los cuatro escenarios planteados para las distintas reducciones del volumen negociado y sus respectivas elasticidades se encuentra que existen tres escenarios en donde tipo de gravamen planteado por el gobierno no sería un máximo de recaudación, en cambio, existe un tercero que se encontraría en dicho máximo. Cabe destacar que, en los cuatro escenarios planteados, los tipos impositivos máximos son muy bajos ya que

están próximos al 1% (exceptuando el primer escenario), por tanto, es un impuesto que necesita que los tipos impositivos sean los más bajos posibles, debido a que se grava al capital financiero, que si ya de por sí es muy móvil, al estar en un entorno de globalización e interconexión financiera, aumenta aún más su movilidad, de ahí que las elasticidades de la base sean tan elevadas y por ende los tipos impositivos tan bajos.

Tras haber analizado los efectos económicos que produciría la implementación del impuesto en España, así como, los efectos que se producirían en el mercado de valores español, y los ingresos que se obtendrían por gravar este mercado, nos lleva, a continuación, a analizar el perfil inversor español. Este análisis es interesante ya que en países en donde se ha implementado dicho impuesto, como Francia, en donde el sujeto pasivo son las instituciones financieras, se ha producido un efecto de traslación del impuesto a los inversores, es decir, a los consumidores de los servicios financieros, de ahí que sea interesante realizar un análisis de incidencia impositiva para comprobar qué tipo de inversor (en función de su renta) soportaría dicho impuesto en caso de que se produjese en España el mismo efecto observado en Francia.

En caso de que exista este efecto de traslación del impuesto, se defiende que en gran medida será repercutido a los individuos que presentan alta capacidad económica, es decir, que presenten un nivel de renta elevado, con lo cual se cumple el objetivo de mejorar la equidad en el sistema con un efecto redistributivo de la renta. En cambio, si el efecto traslación no se llegase a dar, serían las instituciones financieras quienes absorberían dicho impuesto, es decir, el sujeto pasivo, afectando a los beneficios empresariales, por lo que sería un impuesto similar al impuesto de sociedades. Con ello tendría lugar un efecto redistributivo mayor ya que, al recaer en los beneficios empresariales, se estaría trasladando a la retribución del accionista. Este efecto, por el lado de la redistribución de la renta sería beneficioso ya que afectaría a un número concreto de individuos con alta capacidad económica, pero a su vez, a nivel rentabilidad de las instituciones financieras, tendría un efecto negativo ya que podría provocar pérdidas en la valoración de estas instituciones generando problemas financieros como los ya vividos durante la crisis del 2008 y 2012.

Por todo ello, en caso de que se produjese un efecto traslación del impuesto hacia los inversores y para analizar si efectivamente se mejora la capacidad redistributiva del sistema y con ello la equidad, es necesario realizar un análisis del perfil inversor en España, es decir, conocer quiénes son los tenedores de los instrumentos financieros sujetos al impuesto. Realizando un análisis de los tenedores de acciones de las sociedades españolas, comprobamos, a partir de los datos reunidos en el cuadro 5 que, en promedio de los últimos 24 años, las familias españolas poseen el 25.31% de las acciones en circulación seguido por los no residentes que presentan un 36.78%.

Suponiendo que el impuesto sea trasladado a los inversores, se verían afectados por ello estos dos grandes grupos sociales.

Porcentaje S/Valor de mercado	2012	2013	2014	2015	Promedio
<b>Bancos y Cajas</b>	5,20%	5,10%	4,30%	3,60%	9,15%
<b>IC, Seguros y Otras</b>	8,40%	7,40%	7,80%	7,90%	7,74%
<b>Adm. Públicas</b>	0,50%	2,30%	1,90%	2,90%	3,64%
<b>Emp. no Financieras</b>	21,70%	19,00%	17,10%	18,90%	17,41%
<b>Familias</b>	25,10%	26,10%	26,20%	24,40%	25,31%
<b>No Residentes</b>	39,20%	40,10%	43,00%	42,30%	36,78%

Fuente: Servicios de estudios BME y elaboración propia.

Al mismo tiempo, un análisis de la declaración del IRPF en España nos permite conocer qué número de agentes estarían expuestos a la posible traslación del impuesto. En base a los datos obtenidos por el ministerio de Hacienda y por la Agencia Tributaria española, podemos obtener información del número de declarantes que realizan inversiones en el capital mobiliario y la distribución de la renta de estos declarantes.

En el cuadro 6<sup>3</sup> se puede observar que, en caso de que hubiese un efecto de traslación del impuesto a los inversores (como se ha comprobado en Francia), este recaería principalmente en los tramos de renta media alta – alta ya que representan el 63% de los inversores, mientras que los tramos de renta media<sup>4</sup>– baja (18.000 € - 36.000€) representan el 37%.

Tramos de base imponible (euros)	Número de declarantes (2015)	En porcentaje
Menor o igual a 9.000	581.008	10%
9.000 - 18000	490.507	8%
18.000 - 36.000	1.104.889	19%
36.000 - 84.000	1.259.633	22%
84.000 - 240.000	893.677	15%
Más de 240.000	1.507.484	26%
<b>TOTAL</b>	<b>5.837.197</b>	<b>100%</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda y elaboración propia.

Con estos resultados se puede afirmar que, en caso de implementarse dicho impuesto, este mejoraría la redistribución de la renta y la equidad. Sería preciso observar que, en caso de que se produjese el efecto de traslación del impuesto y los clientes de rentas elevadas pudieran beneficiarse de algún tipo de descuento en los servicios financieros, el impuesto terminaría repercutiendo en el resto de tramos de la renta, dejando de ser equitativo.

<sup>3</sup> Ver metodología en el anexo 4

<sup>4</sup> La renta media en España en el 2015 fue de 26.475 euros.

## **Conclusiones**

Con este trabajo trato de analizar económicamente el impuesto sobre transacciones financieras desde los diferentes principios impositivos (Equidad, Eficiencia, Suficiencia y Sencillez), realizo un análisis sobre los efectos económicos que conllevaría su implementación en España, así como un análisis del poder recaudatorio que presentaría este impuesto.

Los resultados obtenidos me permiten concluir que es un impuesto que permite una mejoría en *equidad*, tanto vertical como horizontal, ya que grava a aquellos que manifiestan una capacidad económica mayor y a un sector que se considera infragravado. En cambio, atendiendo al principio de *eficiencia* dicho impuesto presentaría más aspectos negativos que positivos ya que provoca distorsiones en los mercados de capitales con sus correspondientes consecuencias a nivel económico. Por el lado de la *Suficiencia o Sencillez* su relevancia no es clara, ya que se trata de un impuesto con bajo poder recaudatorio si lo comparamos con los grandes impuestos, pero sin embargo, en relación con el coste sufrido ocasionado por los problemas financieros, es un impuesto capaz de cubrir parte de estos costes; la sencillez del mismo radica en que ha de ser implementado por todos los países con una misma normativa ya que de lo contrario puede generar problemas a la hora de su aplicación.

Los resultados obtenidos en base a la propuesta del impuesto FTT español, señalan disminuciones del volumen negociado de la renta variable de entre el 9.28% y del 13.26% para un tipo impositivo del 0.2% junto con unas recaudaciones que varían entre los 1.300 – 1.500 millones de euros para la renta variable, además, en caso de que el impuesto fuera trasladado a los inversores, provocaría una mejoría en la equidad vertical ya que repercutiría en los tramos altos de la renta.

Con este trabajo, por lo tanto, trato de aportar un análisis económico del impuesto en base a los principios impositivos, así como de estimar las consecuencias que tendría la implementación del proyecto del impuesto español en la renta variable y de realizar un análisis de incidencia impositiva, debido a que hasta ahora, solamente se han realizado estimaciones de la recaudación y de los efectos económicos en base a la propuesta de la Unión Europea.

Constatar que una de las principales limitaciones que he encontrado a la hora de realizar este estudio ha sido la falta de disponibilidad de información concreta, ya que no se pudo tener acceso a los distintos datos de los diferentes instrumentos financieros que no fueran las acciones, debido a lo cual el análisis económico solo se ha podido realizar para la renta variable. Por tanto, para futuras líneas de investigación sería interesante analizar las consecuencias que se producirían en el resto de productos financieros como los que se negocian en los mercados no negociados, así como estimar los efectos en el volumen de negociación para dichos instrumentos.

## **Bibliografía**

Alonso – Majagranzas B. (2016), “Impuesto sobre transacciones financieras: impacto sobre los mercados y la negociación”, en R. Martínez – Pardo, F.J. Zapata Cirugeda (2016): *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2016)*, Instituto Español de Análisis Financieros – Fundación de Estudios Financieros, Madrid, pp. 171 – 182.

Banco de España (2017), “Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014”, *Nota informativa del Banco de España*, Madrid, Banco de España.

BME (2016), “El sector financiero reduce su participación en la Bolsa española al mínimo histórico”, *Informe*, Madrid, Bolsa y Mercados Españoles (BME).

BME. Estudios y Publicaciones. Estadísticas. Capitalización y negociación de acciones. Volumen negociado en acciones. <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Estadisticas>.

BNY MELLON (2018): *Financial Transaction Taxes (FTT): A Global Perspective*, New York, BNY MELLON.

Boscá J.E, Doménech R., Ferri J., Méndez R., Rubio – Ramírez J. y Ulloa C. (2018): “Efectos macroeconómicos de los impuestos al sistema financiero”, *Observatorio Económico BBVA Research*, Madrid, BBVA.

Camera dei deputati. XVII Legislatura. Resoconti. Giunte e Commissioni. <https://www.camera.it/leg17/824?tipo=A&anno=2015&mese=06&giorno=04&view=&commissione=06>.

Campbell J. Y. y Froot K. A. (1994), “International Experiences with Securities Transaction Taxes, The Internationalization of Equity Markets”, en J.A. Frankel (1994), *The Internationalization of Equity Markets*, University of Chicago Press US, capítulo 6, pp. 227 – 308.

Castillo A. (2017.a), “El impuesto italiano sobre transacciones financieras”, *Impacto económico de un impuesto sobre transacciones financieras en los ciudadanos. Los casos de Francia e Italia*, Madrid: Universidad Pontificia Comillas de Madrid, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, pp. 198 – 209.

Castillo A. (2017.b), “El impuesto francés sobre transacciones financieras”, *Impacto económico de un impuesto sobre transacciones financieras en los ciudadanos. Los casos de Francia e Italia*, Madrid: Universidad Pontificia Comillas de Madrid, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, pp. 210 – 218.

Castillo A. (2017.c), “Estudio empírico”, *Impacto económico de un impuesto sobre transacciones financieras en los ciudadanos. Los casos de Francia e Italia*, Madrid: Universidad Pontificia Comillas de Madrid, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, pp. 219 – 298.

Comisión Europea (2011) “Impact assessment accompanying the document Proposal for a Council Directive on a common system of financial transaction tax and amending Directive 2008/7/EC”, *Commission Staff Working Paper*, 1103.

Comisión Europea (2013), “Council Directive implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax”, Bruselas.

- Comisión Europea (2013). “Impact Assessment Accompanying the Document Proposal for a Council Directive Implementing Enhanced Cooperation in the Area of Financial Transaction Tax”, *Commission Staff Working Document SWD (2013) 28 final*. Comisión Europea, Bruselas.
- Contreras C. y Contreras M. (2014): “El impuesto sobre transacciones financieras como impuesto Pigouviano: introducción a una controversia”, *Análisis financiero*, 127, pp. 01 – 33.
- Contreras C. y Contreras M. (2015): “Estimación de la recaudación del Impuesto sobre Transacciones Financieras: el caso español”. *Hacienda Pública Española / Review of Public Economics*, 2013 – (2/2015), pp. 109 – 143.
- Davis J., Smith B., Wagner M. y O’Kelly R., (2013), “Repercusión para los usuarios finales del impuesto sobre las transacciones financieras de la UE – 11”, *Informe*, OLIVER WYMAN.
- Domínguez J.M. y López J.M. (2017), “El impuesto sobre transacciones financieras en la Unión Europea: aspectos jurídicos y económicos”, *Instituto Universitario de Análisis Económico y Social*, nº 01/2017, Alcalá: Universidad de Alcalá.
- Engle. R.F. y Granger C.W.J (1987), “Co-integration and error correction: Representation, estimation and testing”, *Econometrica* 55, 251-276.
- Ericsson, J. y Lindgren J. (1992), “Transaction taxes and trading volume on stock Exchanges-An international comparison,” *Working paper*, Stockholm School of Economics.
- Gerali, A., S. Neri, L. Sessa y F. M. Signoretti (2010): “Credit and Banking in a DSGE Model of the Euro Area.” *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(1), 107-141.
- Gobierno Español (2019), *Proyecto de Ley del Impuesto sobre las Transacciones Financieras*, Boletín oficial de las cortes generales, Núm. 41 – 1, Serie A: Proyectos de Ley, Madrid.
- Griffith – Jones S. y Persaud A. (2012), “Financial transaction taxes”, Bruselas: ECOFIN.
- Haferkorn, M. y Zimmermann K. (2013), “Securities transaction tax and market quality – The case of France”, *European Financial Management*, Vol. 22, Issue 2, pp. 313-337.
- Hau, H. (2006): “The role of transaction costs for financial volatility: Evidence from the Paris Bourse,” *Journal of the European Economic Association*, Vol. 4, 862-90.
- Hau, H., (2001), “Estimating the volatility effects of a Tobin tax” (mimeo).
- Hylleberg S., Engle R.F., Granger C.W.J. y Yoo B.S. (1987), “Seasonal integration and cointegration”, *Journal of Econometrics* 44, pp: 215 – 238.
- Investing.com. CACS (CAC Small). Información histórica, <https://es.investing.com/indices/cac-small-historical-data>.
- Investing.com. FCHI (CAC 40). Información histórica, <https://es.investing.com/indices/france-40-historical-data>.
- Investing.com. FTITSC (FTSE Italia Small Cap). Información histórica, <https://es.investing.com/indices/ftse-italia-small-cap>.
- Investing.com. FTMIB (FTSE MIB). Información histórica, <https://es.investing.com/indices/itmib-40-historical-data>.

- Investing.com. IBEX (IBEX 35). Información histórica, <https://es.investing.com/indices/spain-35-historical-data>.
- Jackson, P. D., y O'Donnell, A. T. (1985), "The effects of stamp duty on equity transactions and prices in the UK stock exchange", Bank of England.
- Keynes, J. M. (1936), "*General Theory of Employment, Interest Rates and Money*", Harcourt Brace & World, New York.
- Labeaga J.M. (2012), "Análisis del impacto económico del establecimiento de impuestos al sector financiero", *Informe*, Madrid, Fundación Impuestos y Competitividad.
- Le Maire B. y Darmanin G. (2017), "Financial transaction tax and its management", *Informe S2017 – 19860*, Francia: Cour des comptes.
- Martínez Carrascal C. (2012), "El impuesto sobre transacciones financieras. Descripción de la propuesta de la Comisión Europea", *Servicio de estudios del Banco de España*, Madrid, Banco de España, pp. 47 – 54.
- Matheson, T. (2011): "Taxing financial transactions: Issues and evidence", *IMF Working Paper* 11/54, International Monetary Fund, Washington DC.
- Ministerio de Hacienda y Función Pública (2018), *Presentación del Proyecto de Presupuestos generales del Estado 2018*. Libro amarillo, Madrid: Secretaría General Técnica.
- Ministerio de Hacienda. Áreas temáticas. Impuestos. Dirección General de Tributos. Año 2015. [https://www.hacienda.gob.es/ES/Areas%20Tematicas/Impuestos/Direccion%20General%20de%20Tributos/Paginas/Estadisticas\\_IRPF.aspx](https://www.hacienda.gob.es/ES/Areas%20Tematicas/Impuestos/Direccion%20General%20de%20Tributos/Paginas/Estadisticas_IRPF.aspx).
- Rühl T.R y Stein M. (2014), "The impact of financial transaction taxes: Evidence from Italy", *Economics Bulletin*, Vol. 34 No. 1 pp. 25 – 33.
- Saez E., Slemrod J., y Giertz S.H (2012): "The Elasticity of Taxable Income with Respect to Marginal Tax Rates: A Critical Review", *Journal of Economic Literature*, 50 (1): 3-50
- Summers, L. H., y Summers V.P (1989). "When financial markets work too well: A cautious case for a securities transactions tax". *Journal of Financial Services Research* 3, pp. 261-86.
- Tobin, J. (1978) "A proposal for international monetary reform", *Eastern Economic Journal*, 4 (3-4), pp. 153-159.
- Zunzunegui A. (2016), "Impuesto sobre transacciones financieras: Dificultades técnico – fiscales para su implementación", en R. Martínez – Pardo, F.J. Zapata Cirugeda (2016): *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2016)*, Instituto Español de Análisis Financieros – Fundación de Estudios Financieros, Madrid, pp. 183 – 191.

## Anexos

### Anexo 1

Hipótesis de cointegración 1: Variables IBEX 35, CAC 40 y FTSE MIB han de presentar el mismo orden de integración para existencia de cointegración. Los resultados del análisis de Dickey – Fuller aumentado son los representados en el cuadro A1:

Cuadro A.1: Test de DFA para 4 retardos		Puntos críticos		
Variable	Estadístico de contraste	1%	5%	10%
Log (CAC 40)	-2.328			
Log (FTSE MIB)	-3.197	-3.485	-2.885	-2.575
Log (IBEX 35)	-2.167			
Número de observaciones 175				

Fuente: Elaboración propia

Para la variable Log (CAC 40) no se rechaza la hipótesis nula al 5% con lo que la variable es integrada de orden 1; la variable Log (FTSE MIB) se rechaza la hipótesis nula al 5%, por lo que la variable no es integrada de orden 1; y para la variable Log (IBEX 35) no se rechaza la hipótesis nula al 5% por tanto, la variable es integrada de orden 1.

### Anexo 2

Test de raíz unitaria (DF – aumentado) para los residuos de la regresión de las variables integradas de orden 1, siendo las variables CAC 40 como variable explicativa e IBEX 35 como variable endógena (cuadro 2). El resultado del contraste de DFA para los residuos se representa en el cuadro A.2:

Cuadro A.2: Test de DFA		
Variable	Estadístico de contraste	Punto crítico Engle - Yoo (1987)
Residuo de la regresión	-4.204	-3.485
Número de observaciones 179		

Fuente: Elaboración propia

Se rechaza la hipótesis nula de que los residuos presenten un orden de integración 1, debido a que el t-ratio obtenido es -4.204 y el punto crítico indicado por Engle y Yoo (1987) es de -3.17.

Al cumplirse las dos *hipótesis de cointegración* (Anexo 1 y Anexo 2), las variables IBEX 35 y CAC 40 son variables cointegradas, por tanto, ambas variables presentan una relación a largo plazo.

### Anexo 3

Se realiza el test de cointegración propuesto por Engle – Granger (1987) para comprobar la existencia de cointegración entre los volúmenes de negociación del índice IBEX 35 frente a los índices CAC 40 y FTSE MIB. La hipótesis nula es la no existencia de cointegración entre las variables, frente a la alternativa de que si la hay. El resultado del contraste se representa en el cuadro A.3:

Cuadro A.3: Test de Engle – Granger (1987) de cointegración		Puntos críticos		
Variable dependiente Log(IBEX 35)	Estadístico de contraste	1%	5%	10%
Log (CAC 40)	-4.204	-3.958	-3.370	-3.068
Log (FTSE MIB)	-5.070			
Número de observaciones 179				

Fuente: Elaboración propia

Para el test de cointegración entre el Log (IBEX 35) y Log (CAC 40) se rechaza la hipótesis nula de la no existencia de cointegración entre el volumen negociado de los índices Log (IBEX 35) y Log (CAC 40) al 1% de significación, por tanto, son variables cointegradas; y entre Log (IBEX 35) y Log (FTSE MIB) también se rechaza la hipótesis nula de la no existencia de cointegración al 1% de significación, por tanto, son variables cointegradas.

A pesar de que el test de cointegración indica que los índices italiano y español están cointegrados, se rechaza del análisis de la *estimación de los efectos de la aplicación del FTT en España*, debido a que el análisis realizado anteriormente en el anexo 1, la variable FTSE MIB no era una variable integrada de orden 1 al nivel de significación del 5% por lo que se rechaza la cointegración entre las dos variables analizadas.

### Anexo 4.

El cuadro 6 se obtiene a partir del cálculo sobre la distribución del número de declarantes de la base del ahorro del capital mobiliario escogiendo el porcentaje del valor declarado de las IIC, fondos de pensiones y la inversión directa (sujeto al impuesto) del cuadro A4.1:

Cuadro A4.1: Peso relativo de los diferentes instrumentos financieros		
Activo	Año 2015	
	Saldo (millones de euros)	Peso relativo
<b>Depósitos y efectivo</b>	<b>847.546</b>	<b>42,2%</b>
Efectivo	71.276	3,5%
Depósitos	776.271	38,6%
<b>Instituciones de inversión colectiva</b>	<b>251.517</b>	<b>12,5%</b>
<b>Fondos de pensiones</b>	<b>113.876</b>	<b>5,7%</b>
<b>Inversión directa</b>	<b>534.980</b>	<b>26,6%</b>
Renta fija	38.382	1,9%
Renta variable	419.062	20,9%
Otras participaciones	77.536	3,9%
<b>Seguros</b>	<b>220.206</b>	<b>11,0%</b>
<b>Créditos</b>	<b>13.721</b>	<b>0,7%</b>
<b>Otros</b>	<b>26.828</b>	<b>1,3%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>2.008.675</b>	<b>100%</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda de España

Una vez calculada la suma de las IIC (Instituciones de Inversión Colectiva), Fondos de pensiones y la Inversión (44.8%), el resultado obtenido se multiplica el número de declarantes totales (cuadro A4.2) que declaran rendimientos del capital mobiliario a integrar en la base del ahorro, obteniéndose el número de declarantes a los que podrían afectarles el impuesto.

Cuadro A4.2: COMPONENTES DE LOS RENDIMIENTOS DEL CAPITAL MOBILIARIO. IRPF 2015			
CONCEPTO	Número de declaraciones	Importe (millones de euros)	Media (euros)
<b>RENDIMIENTOS DEL CAPITAL MOBILIARIO A INTEGRAR EN LA BASE IMPONIBLE DEL AHORRO:</b>			
Ingresos íntegros	12.982.829	15.355,8	1.183
<i>Intereses de cuentas, depósitos y activos financieros en general (*)</i>	<i>11.703.315</i>	<i>6.015,8</i>	<i>514</i>
<i>Intereses de activos financieros con derecho a bonificación (*)</i>	<i>51.006</i>	<i>51,7</i>	<i>1.014</i>
<i>Dividendos y participación en fondos propios de entidades</i>	<i>4.098.471</i>	<i>7.281,4</i>	<i>1.777</i>
<i>Transmisión o amortización de Letras del Tesoro</i>	<i>20.577</i>	<i>29,9</i>	<i>1.455</i>
<i>Transmisión, amortización o reembolso de otros activos financieros (*) (**)</i>	<i>245.171</i>	<i>36,7</i>	<i>150</i>
<i>Contratos de seguros de vida o invalidez y operaciones de capitalización</i>	<i>1.394.270</i>	<i>1.858,2</i>	<i>1.333</i>
<i>Rentas que tengan por causa la imposición de capitales y otros rendimientos</i>	<i>47.318</i>	<i>86,2</i>	<i>1.822</i>
<i>Valores de deuda subordinada o de participaciones preferentes</i>	<i>10.915</i>	<i>-16,6</i>	<i>-1.525</i>
<i>Planes de Ahorro a largo plazo</i>	<i>4.554</i>	<i>12,4</i>	<i>2.731</i>
Gastos deducibles	1.930.293	197,1	102
Rendimiento neto	13.022.407	15.158,7	1.164
Reducciones para determinados contratos de seguros (DT 4ª LIRPF)	23.045	25,1	1.089
<b>RENDIMIENTO NETO REDUCIDO</b>	<b>13.022.417</b>	<b>15.133,6</b>	<b>1.162</b>

(\*) Salvo que procediesen de entidades vinculadas con el contribuyente, en cuyo caso se integraron en la base imponible general.  
(\*\*) Salvo si se trata de valores de deuda subordinada o de participaciones preferentes.

Fuente: AEAT y Ministerio de Hacienda de España

Posteriormente se separa la muestra en tramos de renta en base a la declaración del IRPF de la base de los rendimientos del capital mobiliario en la base del ahorro, cuyos tramos de rentas son 10%, 20%, 40%, 60%, 80% y el 100% (cuadro A4.3). De esta manera se obtiene el porcentaje de lo que representa cada tramo y se multiplica el número de declarantes (5.837.197), obteniéndose la distribución de la renta de los declarantes.

Cuadro A4.3: Distribución de la base imponible del capital mobiliario a integrar en la base del ahorro		
Tramos de base imponible (euros)	Millones de euros	
	A integrar en base imponible del ahorro	A integrar
Menor o igual a 9.000	1.524,8	10,0%
9.000 - 18000	1.287	8,4%
18.000 - 36.000	2.899,6	18,9%
36.000 - 84.000	3.305,7	21,6%
84.000 - 240.000	2.345,3	15,3%
Más de 240.000	3.956,2	25,8%
<b>TOTAL</b>	<b>15.318,8</b>	

Fuente: Ministerio de Hacienda de España

Con la información aportada en estos tres cuadros, se obtiene el cuadro 6 (ver página 32).