

REPERCUSIÓN PARA LOS USUARIOS FINALES DEL IMPUESTO SOBRE LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS DE LA UE-11

AUTORES

James Davis
Ben Smith
Michael Wagner
Ronan O'Kelly

CALIFICACIÓN DEL INFORME/SUPUESTOS, LÍMITES Y CONDICIONES

Oliver Wyman fue encargado por la Asociación de Mercados Financieros en Europa (AFME) para evaluar el impacto de la FTT propuesta por la Unión Europea para los usuarios finales europeos. El informe se fundamenta en unas claras fuentes de datos y aplica metodologías apoyadas por estudios empíricos existentes. Además, para la preparación de este informe fueron entrevistados más de 30 participantes del mercado, incluidos los inversores a largo plazo, tesoreros corporativos y operadores primarios y secundarios. Oliver Wyman no tendrá responsabilidad alguna frente a terceros en relación con este informe o cualquier acción tomada o decisiones tomadas como consecuencia de los resultados, consejos o recomendaciones que figuran en el presente documento. Las opiniones expresadas en el mismo son válidas sólo para el propósito indicado en este documento y a partir de la fecha del presente. La información facilitada, sobre la cual se basan todo o partes de este informe, se entiende que es veraz, pero no se ha verificado. No ha sido dada ninguna garantía sobre la exactitud de dicha información. La información pública, la industria y de los datos estadísticos son de fuentes que Oliver Wyman considera fiables, sin embargo, Oliver Wyman no se hace responsable de la exactitud o completitud de dicha información y ha aceptado la información sin ninguna verificación. No asume ninguna responsabilidad por los cambios en las condiciones del mercado o las leyes o reglamentos y tampoco asume ninguna obligación de revisar este informe para reflejar los cambios, eventos o condiciones, que se produzcan con posterioridad a la fecha del presente.

RESUMEN

El presente informe evalúa el impacto que el Impuesto sobre las transacciones financieras (FTT) propuesto por la Unión Europea ejerce sobre los usuarios finales. A pesar de que los usuarios finales no son el sujeto pasivo del impuesto, consideramos que es probable que estos tengan que hacer frente a importantes costes que han sido subestimados hasta la fecha. Estas consecuencias afectarán a la economía real y reducirán los ingresos que generen las inversiones de las empresas y los ahorros a largo plazo.

En concreto, consideramos que se han subestimado dos efectos:

- Los impuestos en cascada pagados dentro del sistema financiero son demasiado elevados para que este pueda absorberlos y, por tanto, se repercutirán en gran medida a los usuarios finales
- La reducción de la liquidez en el sistema incrementaría los costes de las transacciones para los usuarios finales

Estimamos que se producirá un freno del flujo de efectivo anual de 30.000–50.000 millones de euros como resultado de este impuesto, lo que se materializaría de tres formas diferentes:

- Los títulos valor emitidos por entidades de la UE 11 se devaluarían debido a la disminución de los flujos de efectivo que se prevé que se deriven de dichos títulos en el futuro, lo que conllevaría pérdidas para sus titulares
- Las empresas y gobiernos de la UE 11 se enfrentarían a un futuro encarecimiento de las captaciones de fondos a través del mercado de capitales, como resultado de estas bajas valoraciones
- La gestión de riesgos financieros, tales como los riesgos de tipos de interés y de tipos de cambio, se encarecería para todas las partes de forma continuada

Estos efectos supondrían costes materiales para los usuarios finales:

- Las empresas afrontarían unos costes anuales de 8.000–10.000 millones de euros, lo que equivale al 4–5 % de los beneficios después de impuestos en las economías afectadas
- Los gobiernos afrontarían unos costes anuales de 15.000–20.000 millones de euros, lo que equivale a aproximadamente el 1 % de su emisión de deuda anual
- Los inversores afrontarían una devaluación puntual de sus inversiones del 4–5 % (equivalente a una disminución de 260.000–340.000 millones de euros en el valor de los activos). Asimismo, harían frente a unos costes anuales de 5.000–15.000 millones de euros por el incremento de los costes de gestión del riesgo

Asimismo, es probable que se produzcan efectos materiales relevantes que afecten a los mercados de financiación bancaria, los mecanismos de transmisión de política monetaria, la competitividad de los bancos de la UE 11 en mercados de derivados y en servicios bancarios al sector empresarial. El presente estudio no cuantifica estos efectos secundarios.

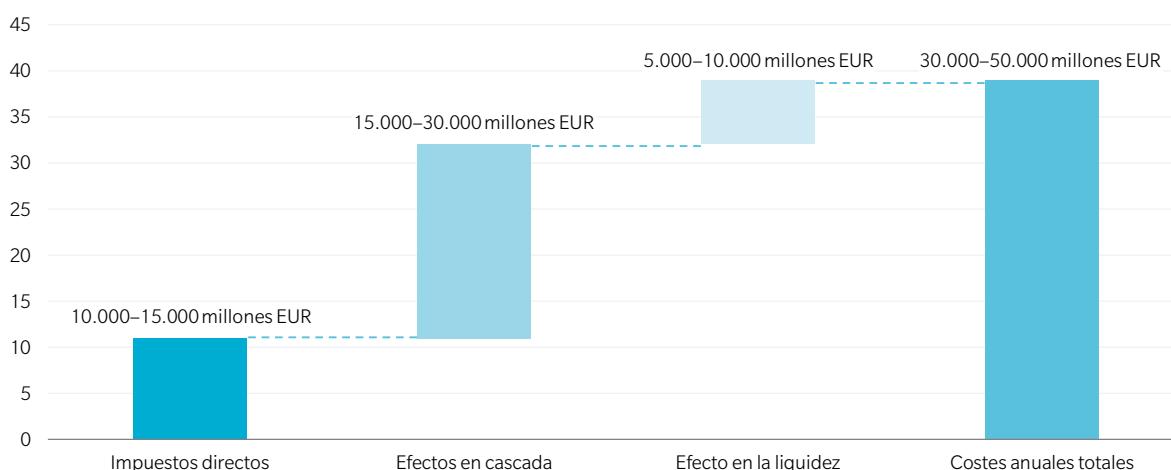
SUMMARY FINDINGS

REPERCUSIONES DEL IMPUESTO PARA LOS USUARIOS FINALES

El presente informe evalúa el impacto que el Impuesto sobre las transacciones financieras propuesto por la Unión Europea ejerce sobre los usuarios finales, tales como los inversores a largo plazo, los gobiernos y las empresas. El impuesto propuesto se aplicaría en 11 Estados miembros de la Unión Europea (conocidos como «UE 11»¹) y a todas las transacciones realizadas por las instituciones financieras de la UE 11, así como a todas aquellas transacciones que impliquen títulos valor emitidos por las entidades de la UE 11. Se ha propuesto la introducción de dicho impuesto para mediados de 2014.

Hemos estimado un coste total para los usuarios finales de 30.000–50.000 millones de euros anuales, en tres categorías distintas:

FIGURA 1: IMPACTO ANUAL SOBRE USUARIOS FINALES (MILLONES EUR)



Fuente: Análisis de Oliver Wyman

- **Impuestos directos:** Los usuarios finales pagarán directamente 10.000–15.000 millones de euros. El impuesto será abonado por inversores a largo plazo, tales como fondos de pensiones, aseguradoras y gestores de activos, quienes continuarán teniendo la necesidad de negociar periódicamente para gestionar sus inversiones y riesgos. El impuesto se aplica únicamente a las instituciones financieras, de forma que los gobiernos y las empresas no pagarían el impuesto directamente
- **Efecto en cascada:** Otros 15.000–30.000 millones de euros reflejan los impuestos pagados por los operadores de mercados pero repercutidos a los usuarios finales a través de diferenciales más amplios entre la oferta y la demanda. El tipo impositivo propuesto (1 punto básico para derivados, 10 puntos básicos para otros productos) es un múltiplo de los diferenciales actualmente en curso en la mayoría de los mercados. De esta forma, los operadores de mercados solo podrían absorber una parte del impuesto: la gran mayoría se repercutiría a los usuarios finales
- **Efecto en la liquidez:** Otros 5.000–10.000 millones de euros reflejan el aumento de los costes de transacción, ya que los diferenciales entre la oferta y la demanda aumentan en respuesta a la reducción de volúmenes y a la menor liquidez. Existen pruebas empíricas muy significativas que demuestran que la reducción en el volumen de operaciones está asociada al aumento del diferencial entre oferta y demanda, lo que conlleva un aumento aún mayor en los costes de transacción para los usuarios finales

¹ Alemania, Austria, Bélgica, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Francia, Grecia, Italia y Portugal

EFFECTO EN CASCADA – LOS IMPUESTOS DE LOS OPERADORES DE MERCADOS SERÁN REPERCUTIDOS

Un elemento esencial de nuestro argumento es que los clientes finales no sólo tendrían que afrontar los costes de los impuestos que deben abonar ellos mismos, sino también un «efecto en cascada», dado que se repercuten los impuestos pagados por operaciones comerciales asociadas entre intermediarios financieros. Esta consecuencia es importante: el coste que este efecto en cascada supone para los usuarios finales es considerablemente mayor que los impuestos que deben abonar ellos mismos directamente.

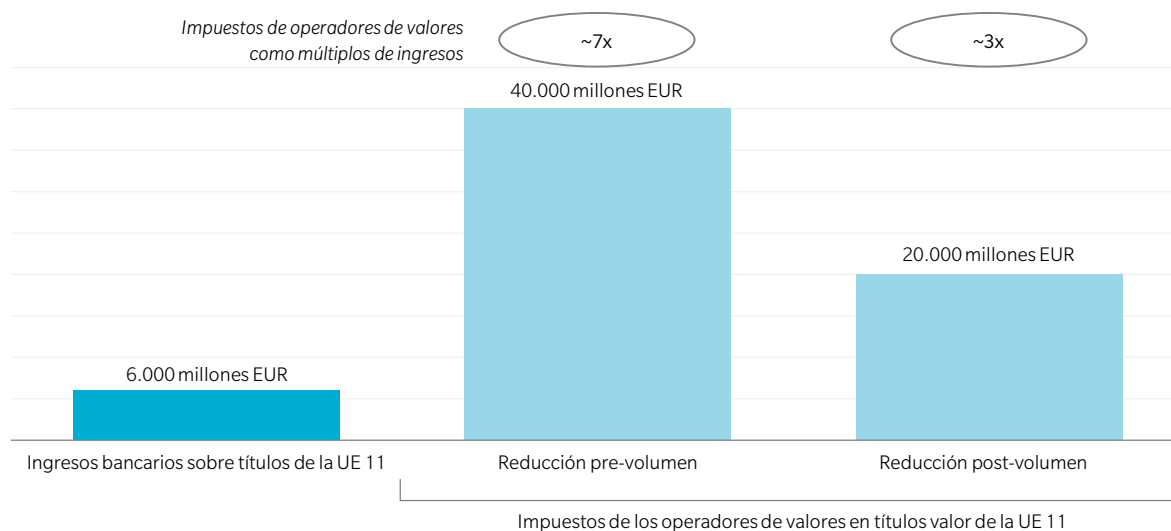
El efecto en cascada es tan acusado porque, por cada operación de un usuario final, se realizan normalmente varias operaciones comerciales asociadas entre operadores de mercados y otros intermediarios, y cada una de estas operaciones está sujeta a tributación. Estas operaciones comerciales asociadas son esenciales para facilitar el negocio de los clientes y gestionar el riesgo. Por ejemplo, es posible que un operador de valores que adquiere títulos valor de un cliente tenga que realizar múltiples operaciones de menor cuantía con otros clientes u operadores para vender los títulos valor y evitar la exposición a una elevada acumulación de riesgos. Por consiguiente, aunque anticipamos una brusca reducción del volumen de operaciones como resultado de este impuesto, y concretamente una fuerte disminución de las operaciones de usuarios no finales, una parte importante de esta actividad continuará llevándose a cabo por ser un elemento de vital importancia para el funcionamiento del mercado de valores.

El tipo impositivo propuesto es un múltiplo de los diferenciales actuales entre oferta y demanda en muchos mercados, por lo que el impuesto no puede ser absorbido en el marco del diferencial existente. Por ejemplo, en los mercados de renta variable, la tasa de 20 puntos básicos² equivale a los diferenciales entre la oferta y la demanda de menos de 5 puntos básicos para acciones de alta capitalización bursátil.

Otra forma de afrontar este asunto es comparar los ingresos totales generados por los operadores bursátiles en las operaciones de creación de mercado de los títulos valor de la UE 11 con los impuestos que gravarían tal actividad. La Figura 2 muestra este análisis para los títulos de deuda y acciones de la UE 11. El impuesto sobre los operadores de valores sería 7 veces mayor que los beneficios actuales de las operaciones de creación de mercado para los títulos de deuda y acciones. Teniendo en cuenta la reducción a gran escala del volumen de operaciones, prevemos que el impuesto pagado se reduzca a la mitad pero se mantenga a un nivel 3 veces mayor que la base de ingresos actual para los operadores de valores.

² De carácter doble (por ejemplo, cuando una transacción implica dos contrapartes)

FIGURA 2: COMPARACIÓN ENTRE INGRESOS DE OPERADORES DE MERCADOS E IMPUESTOS SOBRE LAS OPERACIONES DE CREACIÓN DE MERCADO PARA TÍTULOS VALOR EMITIDOS POR LA UE 11



Note: Se entiende que los ingresos y tasas bancarias se refieren únicamente a los títulos valor emitidos por la UE 11 (por ejemplo, con arreglo al principio de emisión). Se excluyen los ingresos e impuestos sobre derivados y valores no emitidos por la UE 11 (por ejemplo, con arreglo al principio de residencia)

EFFECTOS EN LA LIQUIDEZ – LA REDUCCIÓN DE VOLÚMENES SUPONDRÍA UN AUMENTO DE LOS COSTES DE TRANSACCIÓN

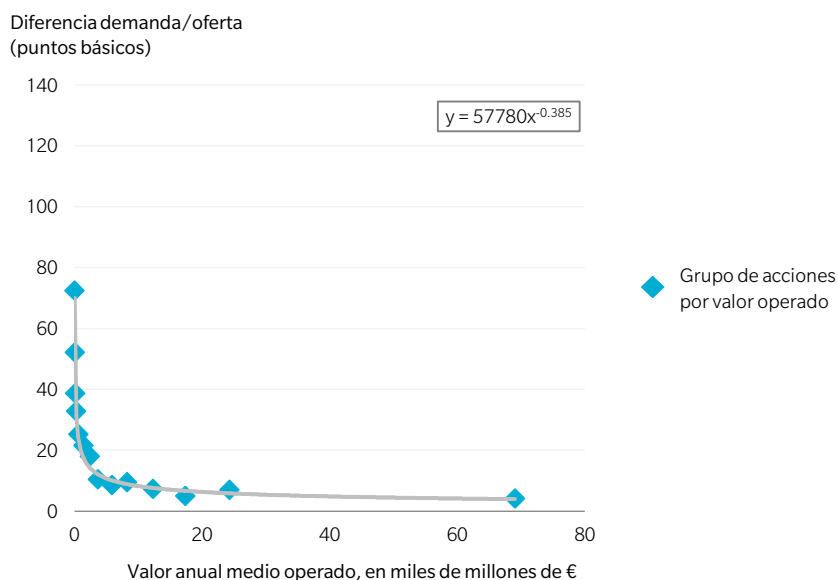
Los usuarios finales también deberán afrontar costes de transacción más elevados como consecuencia de la reducción del volumen de los mercados. En la actualidad, los agentes creadores de mercado ofrecen liquidez al mercado mediante operaciones a menudo con bajo margen, lo que facilita que los operadores de mercados establezcan rápidamente correspondencias entre compradores y vendedores. El FTT supondría que gran parte de esta actividad dejaría de ser rentable y conllevaría una reducción drástica de volúmenes y liquidez.

En un mercado con menos liquidez los agentes creadores de mercado deberían asumir más riesgos, ya que se requeriría un inventario más amplio y períodos de retención más prolongados. Esto implica un aumento de los gastos de capital para los operadores de mercados, lo que a su vez supone diferenciales más amplios. En efecto, se puede observar empíricamente una fuerte relación inversa entre los volúmenes de las operaciones y los diferenciales entre oferta y demanda, tanto dentro del propio mercado como de forma generalizada.

En la Figura 3 se presenta un ejemplo de esta relación para el capital de la UE 11

FIGURA 3: LA REDUCCIÓN DE VOLÚMENES DE OPERACIONES ESTÁ ASOCIADA AL AUMENTO DE LOS DIFERENCIALES ENTRE LA OFERTA Y LA DEMANDA³

RELACIÓN OBSERVADA ENTRE LOS DIFERENCIALES ENTRE OFERTA Y DEMANDA Y EL VOLUMEN DE OPERACIONES PARA ACCIONES DE LA UE 11



Fuente: Trading Venues, Thomson Reuters, BofAML analysis, Oliver Wyman analysis

CADA CLASE DE ACTIVOS PRESENTA CARACTERÍSTICAS DIFERENTES

El impacto del impuesto varía según la clase de activos y refleja diferencias en cuanto al tamaño y la estructura del mercado.

- Los mercados de acciones en efectivo se suelen negociar en bolsa y, por lo general, presentan diferenciales reducidos. Mientras que los efectos sobre la liquidez afectarán en gran medida a las acciones de escasa negociación, será el «efecto en cascada» del impuesto el que ejercerá el mayor impacto sobre el mercado en su conjunto, incluso si tuviéramos en cuenta hipótesis más extremas en cuanto a la reducción de volúmenes
- Los mercados de bonos del Estado disfrutan de amplia liquidez, llegando a amortizarse unas tres veces al año. Los principales agentes creadores de mercado respaldan el mercado y están muy vinculados a otros mercados, tales como el mercado de repos o derivados. Debido a que se desconoce cuál será el efecto del FTT sobre un mercado que depende tanto de los principales agentes creadores de mercado, nuestro modelo considera dos hipótesis: una disminución de volumen amplia, lo cual implica un importante efecto en la liquidez y un efecto en cascada de carácter más limitado; y una disminución de volumen reducida, lo cual supone un menor efecto en la liquidez pero un mayor efecto en cascada
- Los mercados de bonos corporativos se caracterizan por una menor liquidez, lo cual refleja una mayor diversidad de instrumentos (las empresas emiten una variedad de instrumentos de deuda con diferentes vencimientos y estructuras) y comportamientos de compra y retención por parte de los inversores. Por consiguiente, el impacto principal se percibe a través del efecto en la liquidez
- Los mercados de derivados observarán repercusiones más moderadas sobre sus diferenciales, pero experimentarán un impacto importante en la dinámica competitiva. Consideramos que el «principio de emisión» no se aplicaría a los contratos de derivados extrabursátiles, tales como las permutas de tipos de interés para el euro, lo cual quiere decir que los bancos no pertenecientes a la UE 11 estarían exentos del impuesto. Esta situación crearía una desventaja competitiva infranqueable en la creación de mercado para los bancos de la UE 11, de manera que esta actividad migraría a los bancos no pertenecientes a la UE 11. Las pérdidas para los bancos de la UE 11 excederían los ingresos

³ Sobre la base de 13.000 acciones de la UE 11. Se representa el volumen como compuesto ligero sobre el volumen de cambio. El diferencial se representa en términos de cartera de proyectos compuesta

fiscales no percibidos por la creación de mercado, ya que los productos derivados extrabursátiles constituyen una parte importante de la oferta que les permite lograr relaciones bancarias más amplias con los clientes corporativos

FIGURA 4: PRINCIPALES DIFERENCIAS ESTRUCTURALES ENTRE CLASES DE ACTIVOS

	Acciones en efectivo	Bonos del Estado	Bonos corporativos	Derivados cambiarios (FX) y de tipo de interés (IRD)
Cuantía: Volúmenes actuales	8 billones EUR	18 billones EUR	460.000 millones EUR	50 billones EUR ⁴
Liquidez: Velocidad anual media de operaciones	x 2,2	x 3,1	x 0,6	x 21 (FX) x 1,4 (IRD)
Diferenciales habituales entre oferta y demanda ⁵	10bps	15bps	40bps (IG) 90bps (HY)	0,04 pbs (contr. a plazo FX) 2,5 pbs (IRS)

Fuente: Centros de negociación, Datastream, BIS, oficinas nacionales de gestión de la deuda, análisis de Oliver Wyman

LAS RESPUESTAS DE COMPORTAMIENTO CONSTITUYEN UN MOTOR CLAVE DE LA INCERTIDUMBRE

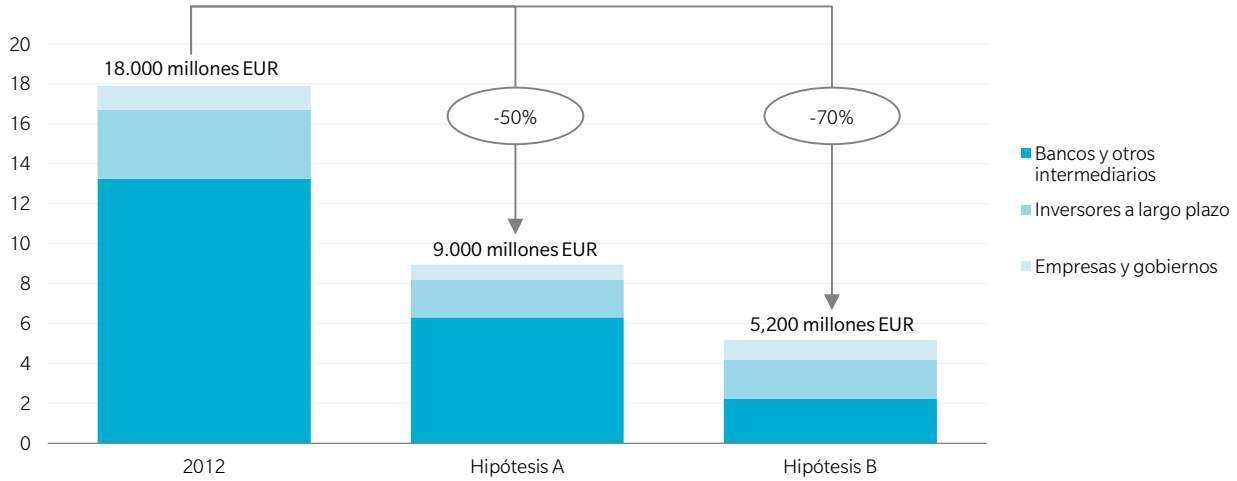
Nuestro análisis se basa en suposiciones sobre las respuestas de comportamiento a los nuevos impuestos. Estas hipótesis se fundamentan en teorías económicas estándar, en información detallada acerca de los volúmenes y precios actuales de los mercados de valores europeos y en entrevistas realizadas a usuarios finales y a otros participantes en los mercados. No obstante, es complicado predecir de forma precisa las reacciones de los mercados, por lo que es importante considerar la sensibilidad de los resultados si se tienen en cuenta otras hipótesis alternativas. Hemos diseñado dos hipótesis alternativas para cada clase de activos: la Hipótesis A se basa en suposiciones conservadoras⁶ acerca de la disminución de volumen, mientras que la Hipótesis B se basa en un cambio más radical en cuanto al comportamiento y la estructura del mercado.

⁴ Volúmenes de derivados de contratos a plazo (forwards) de tipos de cambio y de tipos de interés negociados por usuarios finales de la UE 11

⁵ Diferenciales medios ponderados observados entre los diferentes instrumentos de la UE 11; vencimiento a un mes utilizado para derivados de tipo de cambio/tipo de interés

⁶ Todas las reducciones de volumen están basadas en hipótesis granulares sobre comportamientos de contrapartidas subyacentes y se han desarrollado y perfeccionado mediante entrevistas con los participantes en el mercado

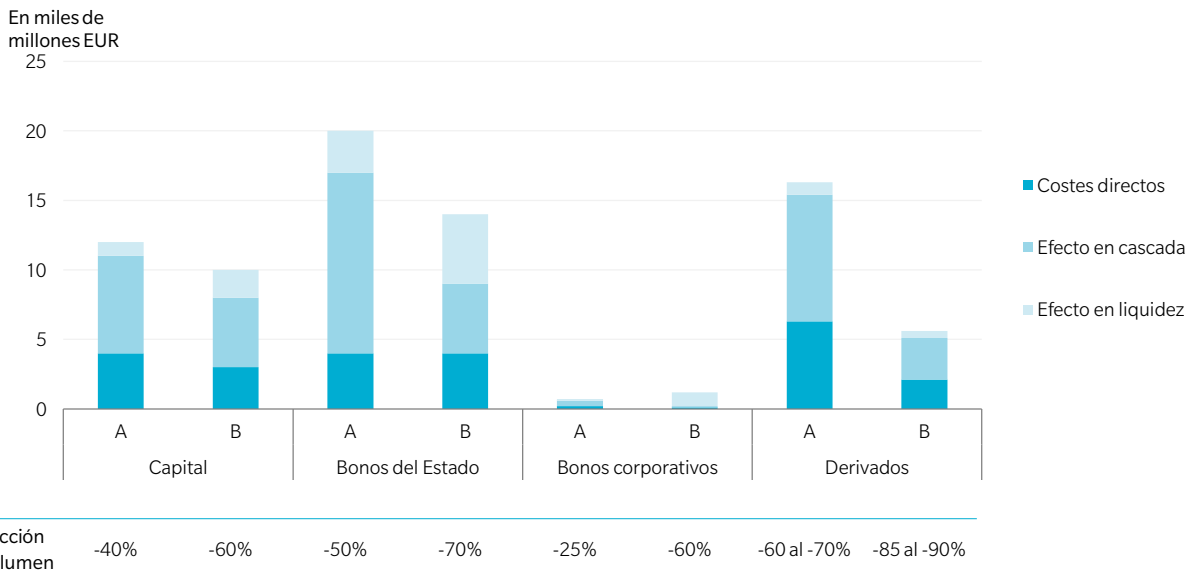
FIGURA 5: VOLÚMENES ANUALES POR TIPO DE CLIENTE (EN MILES DE MILLONES EUR)
EJEMPLO DE BONOS DEL ESTADO



Fuente: BCE, oficinas gubernamentales para la gestión de deuda, análisis de Oliver Wyman

En términos generales, las reducciones de volumen más radicales recogidas en la Hipótesis B implican menos costes relacionados con el «efecto en cascada», ya que los volúmenes más reducidos tributan en menor medida y, por tanto, se repercuten menores cantidades a los usuarios finales. A pesar de ello, el efecto en la liquidez de los costes de transacción aumenta como consecuencia de la pronunciada caída del volumen. Debido a que el «efecto en cascada» sobre los costes es mayor que el «efecto en la liquidez» (véase la Hipótesis A, en la que los volúmenes disminuyen en menor medida), se crea un coste adicional para los usuarios finales. Pero es importante puntualizar que existe un coste adicional implícito para los usuarios finales y si no se efectúan transacciones que no se tiene en cuenta en estos cálculos; dicho coste se representará mediante rendimientos de cartera reducidos o riesgos (sin cobertura) adicionales presentes en el balance general de los usuarios finales.

FIGURA 6: RESUMEN DEL IMPACTO ANUAL POR CLASE DE ACTIVOS (EN MILES DE MILLONES EUR)



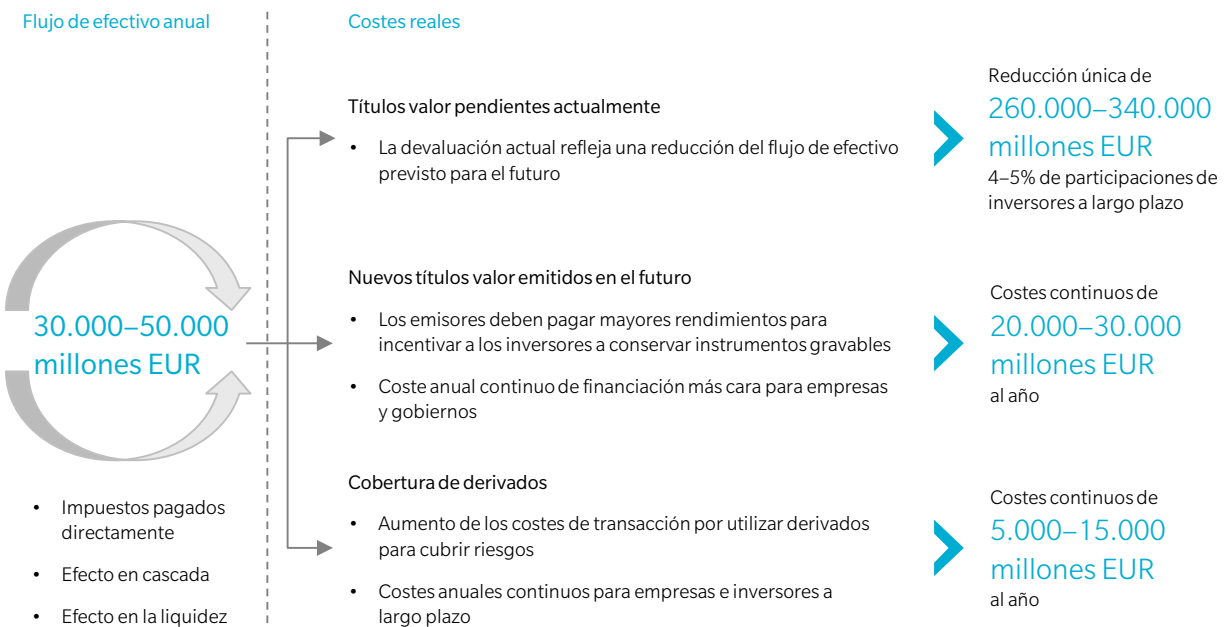
Fuente: Análisis de Oliver Wyman

MATERIALIZACIÓN DE LOS COSTES A TRAVÉS DE TRES VÍAS

La cantidad de 30.000–50.000 millones de euros de coste anual representa una perspectiva en cuanto al flujo de efectivo de los costes para los usuarios finales que se deriven del impuesto. No obstante, en realidad el mercado anticiparía los costes de transacción más elevados en el futuro y los incluiría en los precios actuales. Los usuarios finales se verían afectados por los costes del impuesto de tres maneras:

- Los títulos valor en circulación emitidos antes de la introducción del impuesto por parte de las entidades de la UE 11 se devaluarían. El coste futuro del impuesto supondría una disminución del flujo de efectivo futuro previsto relacionado con los títulos valor. Ello impondría pérdidas a los titulares de dichos valores por ajustes al valor de mercado, puesto que el mercado revaloriza estos instrumentos para responder al FTT
- Los nuevos títulos valor emitidos por entidades de la UE 11 tras la introducción del impuesto obtendrían unas valoraciones inferiores, imponiendo costes de financiación aún más altos para los emisores de títulos valor de la UE 11. Muchos inversores tendrían la oportunidad de elegir entre instrumentos gravables procedentes de los emisores de la UE 11 o instrumentos no gravables procedentes de otros emisores, motivo por el cual exigirían un rendimiento mayor de los emisores de la UE 11 para compensar los costes de transacción más elevados asociados a los títulos valor de la UE 11
- La cobertura de riesgos de los productos derivados se encarecería continuamente, lo cual impondría costes tanto para los emisores como para los inversores que tengan intención de gestionar el riesgo financiero, como, por ejemplo, los riesgos relativos al tipo de interés y al tipo de cambio

FIGURA 7: DIAGRAMA SOBRE LAS REPERCUSIONES EN CUANTO A COSTES DEL FTT; COMPARACIÓN ENTRE COSTES ANUALES Y COSTES REALES



Fuente: Análisis de Oliver Wyman

COSTES PARA LAS EMPRESAS

Hemos estimado que los costes anuales para las empresas de la UE 11 aumentarán unos 8.000–10.000 millones de euros debido al encarecimiento de la financiación y de la gestión del riesgo. Esto representa un 4–5 % de los beneficios

corporativos después de impuestos⁷ en las economías en cuestión y afectará materialmente a la capacidad de inversión y de pago de dividendos de las empresas.

De esta cantidad, 7.000–8.000 millones de euros están relacionados con el aumento del coste de financiación a través de los mercados de capitales y de deuda, puesto que los inversores exigen un rendimiento mayor para compensar los elevados costes de transacción. Esto refleja un aumento de 10–20 puntos básicos en la rentabilidad de la emisión de deuda corporativa futura (en la práctica, el tipo de interés que paga la empresa), así como una reducción del 6–8 % en la capitalización bursátil de la futura emisión de acciones.

El coste anual restante de 1.000–3.000 millones de euros está vinculado a la gestión del riesgo del tipo de cambio y del tipo de interés. Algunas empresas buscarán la forma de sortear el impuesto, por ejemplo, desplazando sus actividades y su financiación a entidades en el extranjero. Sin embargo, esto también resultará costoso y probablemente sólo sea posible para las grandes empresas. También conlleva costes para los usuarios finales el hecho de asumir unos mayores riesgos financieros. Nuestro análisis evidencia una menor utilización de los derivados a efectos de gestión del riesgo a medida que estos instrumentos se encarecen. Ello conlleva que las empresas asuman mayores riesgos financieros, dado que optarán por no gestionar los riesgos relativos al tipo de cambio y al tipo de interés.

Un aumento de 10–20 pbs en costes de capital es significativo: de esto puede depender que un proyecto de infraestructura no estratégico siga o no adelante.»

Compañía energética
de la UE 11

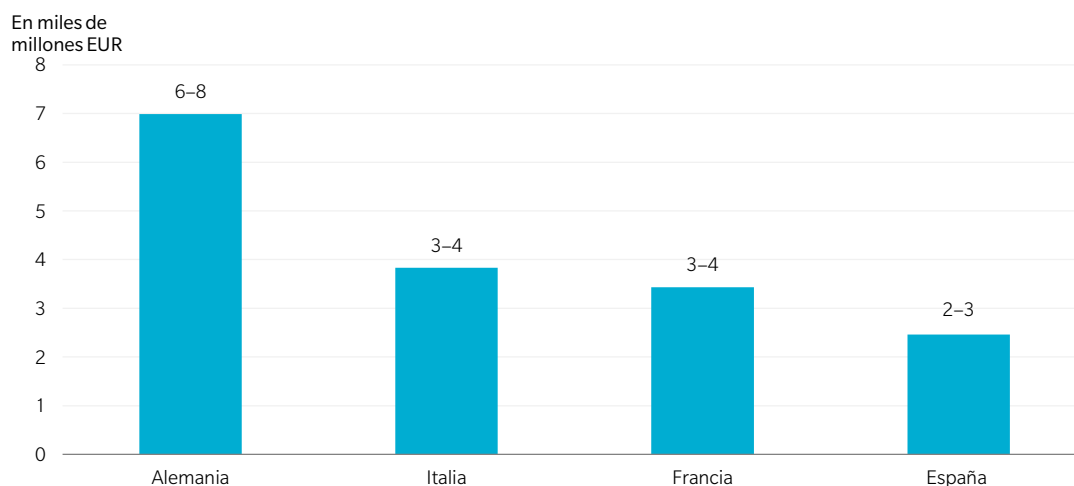
Hemos entrevistado a una serie de empresas y hemos concluido que existe una preocupación generalizada sobre los costes del impuesto previstos y las implicaciones para sus negocios. Estas empresas prevén que el aumento de los costes de financiación impulse una reducción de las inversiones en proyectos de infraestructuras conforme las inversiones marginales se vuelvan negativas. Esta situación es especialmente preocupante para los sectores que requieren un uso intenso de capital, como son los servicios públicos y el sector manufacturero. Estos efectos llegan a ser especialmente negativos en vista del objetivo generalizado en Europa de reducir la dependencia de los préstamos bancarios, que se encarecerán a raíz del Tratado de Basilea III y la introducción del coeficiente de apalancamiento. Asimismo, las empresas también prevén una caída de los ingresos y una volatilidad extrema de los mismos, como resultado del aumento de los costes de cobertura de riesgos. Esto conllevará una depresión aún mayor de las valoraciones de acciones conforme los inversores determinen los precios en esta situación de volatilidad.

COSTES PARA LOS GOBIERNOS

Hemos estimado que los costes anuales de financiación de los gobiernos de la UE 11 aumentarán en 15.000–20.000 millones de euros, lo cual equivale a aproximadamente un 1 % del total de emisión de deuda del Estado en 2012.

⁷ Beneficios después de impuestos en 2011

FIGURA 8: COSTES ADICIONALES DE FINANCIACIÓN DE LOS GOBIERNOS DE LA UE 11
AUMENTO DE LOS COSTES DE FINANCIACIÓN ANUALES ATRIBUIBLE AL FTT, PARA LOS GOBIERNOS SELECCIONADOS, EN MILES DE MILLONES EUR



Emisión de deuda a largo plazo en 2011 (en miles de millones EUR)	440	480	600	220
Impacto tributario como emisión a largo plazo (%)	1,6%	0,8%	0,6%	1,1%

Fuente: OCDE, análisis de Oliver Wyman

En la actualidad, el mercado de bonos del Estado cuenta con gran liquidez, lo que permite a los inversores reequilibrar sus participaciones a bajos costes de transacción. Ello también permite que los bonos del Estado jueguen un papel importante en el sistema financiero, sobre todo como garantías y reservas bancarias.

Esta liquidez está respaldada por la creación activa de mercado, en gran parte gracias a los especialistas en valores del Tesoro asignados, un sistema mediante el cual los operadores de valores negocian entre ellos para facilitar los encargos de los clientes. El FTT propuesto debilitaría la rentabilidad de la tarea de creación de mercado y forzaría a los agentes creadores de mercado a repercutir los costes de estas operaciones «en cascada» a los clientes finales, o bien, a reducir de forma drástica la provisión de liquidez al mercado, con el consiguiente aumento de los diferenciales. Los inversores exigirían mayores rendimientos para compensar estos elevados costes de transacción, lo cual sumaría 20-30 puntos básicos anuales al rendimiento de la deuda soberana de la UE 11 para los gobiernos correspondientes.

COSTES PARA LOS INVERSORES A LARGO PLAZO

Los gestores de activos y los fondos de pensiones que invierten en títulos valor de la UE 11 harán frente a una reducción en el valor de los activos de 260.000-340.000 millones de euros, lo cual representa una disminución del 4-5 % del valor de sus participaciones actuales: este sería el resultado de reflejar en los precios de los activos actuales los elevados costes de transacción futuros y las bajas expectativas de flujo de efectivo futuras. Se ha observado este efecto en otros mercados en los que se han introducido impuestos de timbre en operaciones bursátiles, efecto confirmado además por otros muchos estudios⁸.

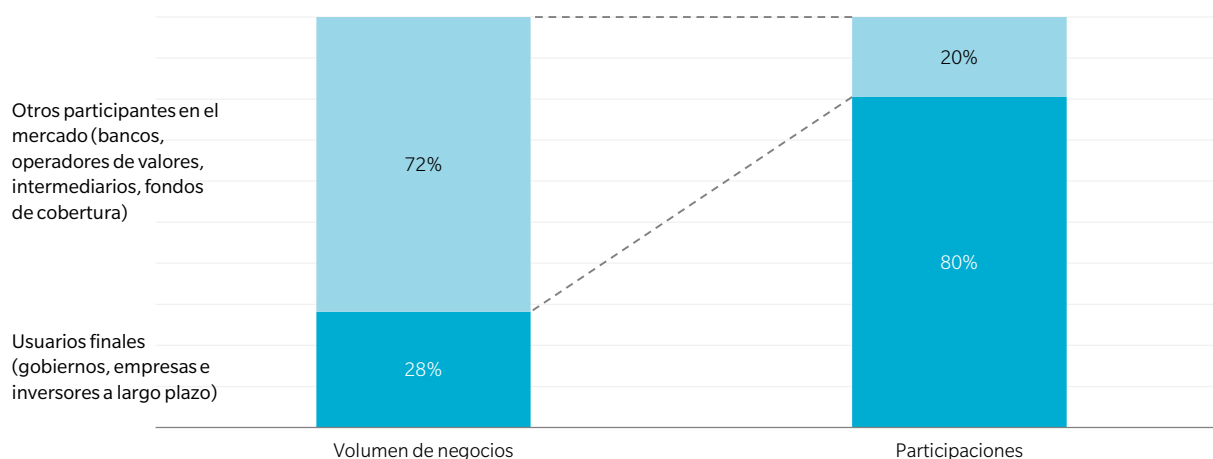
«El FTT afectará directamente al valor de los activos y reducirá los beneficios de los pequeños inversores.»

Gestor de activos alemán

⁸ Por ejemplo, el estudio de Umlauf (1993) demostró que en Suecia los **impuestos de timbre en operaciones bursátiles** (1 %) tuvieron como resultado una reducción de aproximadamente el 5 % en el valor de los activos de participaciones suecas 30 días antes de la introducción del impuesto. Por otra parte, el estudio de Bond, Hawkins y Klemm (2004) corroboró que, en el Reino Unido, los valores de capital se vieron afectados por los niveles de impuestos de timbre, lo cual puso en evidencia que los anuncios de cambios en el tipo impositivo en 1984, 1986 y 1990 «ejercieron un importante efecto positivo en el precio» del título valor

Aunque los usuarios finales representan una minoría de las operaciones, son ellos los titulares de la mayoría de títulos. Por consiguiente, los usuarios finales correrían con la mayoría de los costes relacionados con esta devaluación.

FIGURA 9: LOS USUARIOS FINALES SON LOS PRINCIPALES TITULARES DE TÍTULOS VALOR, DE MANERA QUE SE HACEN CARGO DE LA MAYOR PARTE DEL COSTE RELACIONADO CON LA REDUCCIÓN DE PRECIOS DE LOS ACTIVOS



Fuente: BCE, BATS Global Markets, oficinas nacionales de gestión de la deuda, análisis de Oliver Wyman

«Es inevitable que experimentemos una alta rotación de derivados (utilizamos futuros para extender/acortar la duración de nuestros flujos de efectivo para así contrarrestar los rescates o entradas de los pequeños inversores), no podemos pasar a un modelo “comprar para retener” puro.»

Gestor de activos alemán

Los inversores también se enfrentarían a un coste anual de 5.000–15.000 millones de euros relacionado con el aumento del coste de la gestión del riesgo conforme los derivados se fuesen encareciendo. Durante las entrevistas que mantuvimos con inversores a largo plazo, pudimos constatar una preocupación considerable acerca del impacto sobre los mercados tanto de títulos valor como de derivados. Los inversores a largo plazo tienen poco margen para disminuir la frecuencia de las negociaciones, ya que la mayoría de ellos están obligados a ajustar minuciosamente el perfil de los activos en los que invierten a las obligaciones de sus clientes finales (ahorradores, asegurados y pensionistas). Para ello, negocian con títulos valor con el fin de reequilibrar sus carteras y gestionan el riesgo empleando derivados.

El efecto neto se manifestará en reducciones de los beneficios para los ahorradores e inversores, conforme se depriman las valoraciones de activos y aumenten los costes continuos de gestión del riesgo. Un gestor de activos que entrevistamos estimó que, por consiguiente, un plan de pensiones Riester a 40 años (ahorros respaldados por el Estado alemán) se enfrentaría a una reducción de un 3–10 % en los valores de los activos acumulados, reduciendo en la práctica el valor de los ahorros de cada particular en 4.000–15.000 euros.

IMPACTOS SECUNDARIOS

Cabe mencionar además otras consideraciones secundarias importantes que afectan a los usuarios finales y que no se han cuantificado en este trabajo.

La más importante de todas ellas es el impacto en el sistema bancario. Aunque no hemos considerado a los bancos como usuarios finales del presente estudio, el impuesto también conlleva costes para estos, y algunos de dichos costes podrían terminar repercutiéndose a los usuarios finales. Los bancos dependen de los mercados de capital tanto para la financiación (emisión de deuda y capital) como para la gestión del riesgo (con derivados), por lo que también han de hacer frente a costes de carácter similar a los de otros emisores. Por otra parte, también disponen de grandes cantidades de bonos del Estado, que se utilizan de forma generalizada como garantías y por cuya retención se incentiva a los bancos

en el marco de las normas sobre liquidez del Acuerdo de Basilea III (LCR⁹ y NSFR¹⁰). Como titulares de estos y de otros títulos, los bancos afrontarían costes por el FTT similares a aquellos descritos para los inversores a largo plazo. Al aumentar los costes de las operaciones bancarias en los países de la UE 11, es probable que el FTT también aumente el coste de los préstamos bancarios para los clientes finales en dichos países.

«Trasladaríamos nuestros operaciones con derivados a Londres o Luxemburgo e interrumpiríamos nuestros negocios con los bancos de la UE 11.»

Empresa de bienes de consumo generales

Asimismo, se deben tener en cuenta algunas consideraciones relativas a la competitividad. El FTT sitúa a los bancos de la UE 11 en una grave situación de desventaja competitiva en los mercados de derivados extrabursátiles, ya que deberán tributar por todas las transacciones globales de productos derivados (mientras que los bancos extranjeros solo deberán tributar por las operaciones realizadas con contrapartes de la UE 11). Ello implicará mayores consecuencias para los mercados de préstamos empresariales. Los bancos de la UE 11 se verán forzados a subir los precios para compensar por los ingresos perdidos con las transacciones con derivados, que tradicionalmente eran más rentables.

Una consideración final importante es el deterioro potencial del funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria al perturbar los mercados de bonos del Estado, de repos y de tipos de interés de productos derivados. Dichos mercados juegan un papel importante en la creación de una curva de rendimiento y en el establecimiento de un precio de referencia estable para otros muchos instrumentos. Los mercados de repos, que también están sujetos a tributación a efectos del FTT, también son fundamentales para las transmisiones monetarias, puesto que los bancos centrales utilizan repos para inyectar liquidez en los mercados mediante la compra de títulos valor de renta fija. El FTT pondría en peligro el funcionamiento eficiente de los mercados de repos y, por consiguiente, deterioraría la eficacia del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

«Una menor liquidez en los mercados de renta fija secundarios... puede obstaculizar la transmisión fluida de política monetaria y deteriorar la fragmentación del mercado en un momento aún delicado para muchos de estos mercados.»

Yves Mersch, BCE

CONCLUSIÓN

Los mercados financieros están profundamente vinculados entre sí. Aunque el FTT es aplicable a la transmisión de títulos valor por parte de intermediarios y otros participantes que operan con frecuencia en los mercados financieros, el coste del impuesto también repercutirá en los usuarios finales, ya que los intermediarios hacen que disminuya la liquidez y repercuten dicho coste. Por otra parte, las empresas y los gobiernos afrontarían más costes por captar fondos para inversiones; los fondos de pensiones, aseguradoras y gestores de activos tendrían pérdidas debido a la devaluación de sus inversiones; por otra parte, los usuarios finales asumirían elevados costes por la gestión del riesgo. Asimismo, la perturbación de los mercados financieros conllevaría efectos secundarios en los usuarios finales debido al aumento de los costes y el desmembramiento competitivo del sistema bancario, así como al empeoramiento en la gestión de los riesgos financieros. Es necesario sopesar con cuidado estos costes probables frente los beneficios potenciales del impuesto.

⁹ Coeficiente de cobertura de liquidez

¹⁰ Coeficiente de financiación estable neta

Oliver Wyman es una consultora estratégica de gestión a nivel global que aúna un profundo conocimiento del sector con experiencia especializada en estrategia, operaciones, gestión de riesgos, transformación organizativa y desarrollo del liderazgo.

Para obtener más información, por favor póngase en contacto con el Departamento de Marketing a través del correo electrónico info-FS@oliverwyman.com o llame a una de las siguientes regiones:

EUROPA, ORIENTE MEDIO Y ÁFRICA

+44 20 7333 8333

AMÉRICAS

+1 212 541 8100

ASIA-PACÍFICO

+65 6510 9700

www.oliverwyman.com

Copyright © 2013 Oliver Wyman

Todos los derechos reservados. Este informe no podrá ser reproducido o redistribuido, total o parcialmente, sin el consentimiento por escrito de Oliver Wyman y Oliver Wyman no asume ninguna responsabilidad por los actos de terceros en este sentido.

Las opiniones presentadas en este estudio pertenecen al autor/es del mismo y no necesariamente representan las opiniones de otros Partners de Oliver Wyman o de la compañía.

Este informe no sustituye al asesoramiento profesional personalizado sobre la forma en que una determinada entidad financiera debe ejecutar su estrategia. El presente informe no constituye asesoramiento de inversiones y no debe tomarse como base para dicho asesoramiento ni como medio de sustituir la consulta a asesores profesionales contables, fiscales, legales o financieros. Oliver Wyman ha aplicado todos los medios para utilizar información y análisis fiables, actualizados y exhaustivos, pero toda la información se facilita sin garantía de ningún tipo, expresa o tácita. Oliver Wyman se exime de toda obligación de actualizar la información o conclusiones contenidas en este informe. Oliver Wyman no asume ninguna responsabilidad por los daños resultantes de los actos u omisiones derivados de la información recogida en este informe o en cualesquiera otros informes o fuentes de información mencionados en el presente informe, ni por los daños consecuenciales, especiales u otros similares, incluso si se comunica la posibilidad de que se produzcan. Este informe no podrá ser vendido sin el consentimiento por escrito de Oliver Wyman.