

NOTA SOBRE EL IMPUESTO EXTRAORDINARIO A LA BANCA

24/10/2024

SINOPSIS DE OBSERVACIONES Y CONSIDERACIONES

PRÓLOGO

1.- CHOQUE DE FUERZAS

2.- PUNTO DE PARTIDA Y RIESGO

3.- REGULACIÓN

4.- APUNTES SOBRE EL SECTOR BANCARIO

5.- IMPACTO EN LA VALORACIÓN

6.- OBSERVACIONES SOBRE EL TEXTO DEL IMPUESTO

7.- OPINIÓN BANCO CENTRAL EUROPEO

BIBLIOGRAFÍA

Autor: José Ignacio Arenzana Hernández

Director de Estudios

Instituto Español de Analistas

NOTA SOBRE EL IMPUESTO EXTRAORDINARIO A LA BANCA

24/10/2024

SINOPSIS DE OBSERVACIONES Y CONSIDERACIONES

A pesar de lo mucho que se ha escrito sobre las medidas fiscales extraordinarias de gravamen a las entidades financieras y de que las instituciones más respetadas de la industria ya hayan expresado sus reservas, en el Instituto Español de Analistas hemos creído necesario sumarnos al debate sobre las consecuencias para la banca y sus *stakeholders* y también, en general, para la economía española de perpetuar el gravamen extraordinario a la banca.

Esta nota se ciñe estrictamente al ámbito económico ofreciendo una estimación del impacto en la valoración de los bancos en el caso de que la Ley se perpetuó en su forma actual. Las disquisiciones jurídicas quedan fuera del análisis y, por lo tanto, no se emite opinión al respecto.

A continuación, destacamos una serie de consideraciones y observaciones que entendemos son de especial relevancia en el análisis de la situación.

- Rentabilidad y ciclo: los supuestos beneficios extraordinarios a los que se refiere la Ley no se corresponden con un análisis riguroso de la rentabilidad, del ciclo y del desempeño de los bancos españoles desde la Gran Crisis Financiera. Desde el punto de vista del capital el principio de rentabilidad/riesgo es inquebrantable. Mientras que por un lado el capital es imprescindible para el crecimiento y la innovación, los bancos españoles representan solo una de tantas oportunidades de inversión en una economía global en la que una gran parte del capital circula libremente.
- Impacto en la valoración: utilizando supuestos razonables y objetivos estimamos un efecto negativo en la valoración de la actividad doméstica de las tres mayores entidades de crédito de España de **un 13%-14% en el caso central, que alcanzaría un 22%** con cambios menores en los supuestos.
- Desventaja fiscal pre-gravamen: desde 2012 los bancos en España han venido soportando un tipo impositivo del 30% en el impuesto de sociedades frente al 25% de la mayor parte de actividades económicas sin que en ningún momento se tuviese en consideración que entre 2009 y 2022 el entorno de tipos de interés fue muy desfavorable para el negocio de la banca.
- Ampliación de la brecha: en 2022 cuando los bancos consiguen por fin recuperar parte del déficit de rentabilidad, se introduce un gravamen extraordinario que estimamos lleva el tipo efectivo del sector al 35% frente al 25% general, que, si inicialmente se justificó como respuesta solidaria a una coyuntura excepcional, ya todos los analistas del sector asumen como permanente.
- Círculos virtuoso y vicioso: el crecimiento orgánico del capital y el del crédito se retroalimentan en ambos sentidos y por lo tanto la parte del beneficio que se reinvierte contribuye al crecimiento del crédito y el crecimiento rentable del crédito contribuye al crecimiento del capital. Lo mismo sucede en sentido contrario.
- Efecto perverso: el perjuicio del impuesto podría ir más allá del accionista afectando de forma particular al crédito a las familias y las empresas más

vulnerables, por dos razones: (i) porque el impuesto reduce el crecimiento orgánico del capital y por lo tanto del crédito y (ii) porque no reconoce el coste del riesgo.

- Daño colateral: el gravamen agregado del sector para 2024 se estima en 1.300 millones de euros y el impacto negativo en la concesión de crédito podría estar en torno a los 9.000 millones de euros. Si bien en términos relativos, frente a la expansión del crédito, el impacto podría parecer menor, cualquier fórmula fiscal que desincentive el riesgo podría dejar fuera de juego a los segmentos más vulnerables.
- Neutralidad fiscal: el mix de clientes de los bancos españoles es variado: particulares, pymes y grandes empresas conforman perfiles de riesgo muy diferentes. Un impuesto que no reconoce la diferencia de riesgos en estos negocios no es neutral.

CONCLUSIÓN

La situación fiscal de España al igual que la de otras grandes economías de la UE es frágil y en este contexto es especialmente importante mantener la ortodoxia fiscal y evitar las medidas que expulsen al capital porque contravengan principios básicos de inversión, reduzcan la visibilidad o alimenten la desconfianza.

Partimos de la base de que cualquier distorsión o discriminación fiscal debilita el atractivo de un sector poniendo en riesgo su capacidad de atraer capital para crecer, innovar y que una regulación mal planteada puede tener consecuencias difíciles de valorar en amplitud y profundidad.

El capital privado sigue siendo un elemento crítico del sistema económico de nuestro entorno. Toda regulación y en especial las medidas fiscales debieran tener en cuenta los conceptos de rentabilidad y riesgo y no debieran penalizar el tamaño o la buena evolución de los beneficios. Y en el caso de hacerlo debería tener en cuenta la rentabilidad sostenida, como métrica más relevante del buen desempeño de una actividad. La realidad es que los beneficios de una empresa pueden parecer abultados o experimentar una buena evolución y sin embargo ofrecer una rentabilidad poco atractiva.

El negocio de la banca es cíclico y los riesgos que lo acompañan son muy considerables. Ninguno de estos factores debe ser ignorado.

Partiendo de la base de que la perpetuación del impuesto es perjudicial para el sector, sus *stakeholders* y la economía española, y que la situación óptima sería su supresión, creemos que en el caso de que se perpetue la Ley debiera incorporar las recomendaciones del Banco de España, el BCE y el FMI sobre la conveniencia de que el gravamen tenga en cuenta el impacto del ciclo económico y el coste del riesgo.

Son muchos los que proponen un ajuste del gravamen “a la italiana”, que permitiese optar entre el pago del impuesto o la capitalización del importe equivalente. Una alternativa mejorada sería la posibilidad de dedicar el gravamen a dotar el buffer anticíclico.

PRÓLOGO

Esta nota pretende aportar perspectiva y objetividad al debate sobre las consecuencias de las medidas fiscales extraordinarias de gravamen a las entidades financieras, de acuerdo con lo previsto en la Ley 38/2022 de 27 de diciembre (en adelante "la Ley"), ante la posibilidad de que estas medidas u otras parecidas adquieran un carácter permanente, tal y como se advierte en la propia Ley.

En la nota se abordan varias cuestiones que entendemos forman parte del contexto y las motivaciones, y se intenta identificar y acotar las posibles consecuencias más directas, pero también las indirectas, así como el posible impacto en la valoración de la actividad de la banca en España en el caso de que la Ley se perpetúe en su forma actual o con una fórmula parecida.

Entendemos que los efectos de la Ley no se circunscriben al impacto del impuesto sobre la rentabilidad de las entidades de crédito y que deben ser entendidos en un contexto más amplio que como mínimo aborde las consecuencias del gravamen sobre:

- El proyecto de la Unión Europea
- La confianza en el marco regulatorio de España
- La continuidad de inversión e innovación del sector en nuestro país

Para retener y atraer capital el sector de la banca debe generar rentabilidades adecuadas en el desarrollo de una actividad fuertemente regulada que debe cumplir con requisitos objetivos de capital y de liquidez, y cuya actividad depende del buen mantenimiento y funcionamiento de importantes infraestructuras tecnológicas para atender a sus clientes en un entorno cambiante, cumplir con la regulación y gestionar riesgos de forma eficiente. Pero no basta con mantener. También es importante dedicar recursos a la innovación en una actividad especialmente sensible al ciclo económico y que precisa de visión y compromiso a largo plazo.

Basta con echarle un vistazo a las cuentas de los bancos para hacerse una idea de la complejidad de esta actividad económica que debe: (i) cumplir con los requisitos regulatorios en varios frentes, (ii) ofrecer una protección adecuada a los depósitos y al mismo tiempo gestionar activos, pasivos, liquidez, riesgos y operaciones de forma eficiente, (iii) convertir un ROA reducido en un ROE conmensurado con el riesgo que necesita un capital que en el transcurso del tiempo debe enfrentarse a la secuencia de entornos favorables y desfavorables que se suceden en las distintas partes del ciclo. Y todo ello, con una peculiaridad añadida que algunos parecen olvidar: los precios de los activos (los intereses) están en gran medida condicionados por la política monetaria, tanto al alza como a la baja.

Si bien estas medidas impositivas transitorias se han introducido en varios Estados de la Unión Europea y contestado desde distintos frentes, en el caso de España ciernen sobre la banca la amenaza de que lo extraordinario y temporal se convierta en ordinario y permanente, poniendo al sector en una clara desventaja para atraer y retener capital frente a otros sectores y a entidades del sector de otras jurisdicciones. Es importante recordar que el impuesto se aprobó en una situación excepcional que requirió el apoyo de las administraciones pública a familias y empresas ante la fuerte inflación que desencadenó la guerra de Ucrania pero que ha remitido a niveles moderados desde hace meses. Sin lugar a duda, el deterioro de las cuentas públicas y el renovado impulso del Pacto de Estabilidad y Crecimiento ejercen una gran presión sobre la Administración, pero las soluciones que se adopten deberían mirar más allá del corto plazo y evitar la introducción de distorsiones y medidas que

podrían perjudicar en el medio y largo plazo a sectores concretos, a la economía en general y a los distintos *stakeholders*.

Llama también la atención la contraposición del discurso europeísta frente a las medidas unilaterales. Si por lo menos se estuviese aplicando un único marco en los países que optan por este impuesto extraordinario estaríamos ante un espacio común y no frente a la actual fragmentación y las particularidades de varios países.

En esta nota ofrecemos como punto de partida unas reflexiones que se organizan en distintos bloques y que esperamos aporten contexto y sirvan de ayuda para calibrar el marco y el calado de la Ley.

La nota está dividida en los siguientes bloques:

1.- Choque de fuerzas: argumenta que las tensiones y contradicciones que se fraguan dentro de la Unión Europea en cuestiones de regulación y más concretamente las medidas ad hoc y unilaterales, ponen en riesgo un proyecto más cohesionado para una Unión más competitiva sumando complejidad y fragmentación, y poniendo en clara desventaja a empresas e inversores frente a aquellos de China y Estados Unidos.

2.- Punto de partida y riesgos: aporta contexto sobre la evolución de la economía desde 2007 hasta el presente, punto de partida desde el que España y otras grandes economías de la Unión Europea deberán encontrar soluciones de largo recorrido a los grandes retos estructurales, al elevado nivel de endeudamiento y al estancamiento económico. En este entorno de fragilidad, las medidas ad hoc, reactivas y unilaterales ponen a prueba el compromiso del inversor, en un mundo en que una parte importante del capital circula libremente.

3.- Regulación: alerta sobre el riesgo de introducir regulaciones que mermen la competitividad y la confianza. Si bien una regulación bien concebida protege a los distintos *stakeholders* y permite competir en igualdad de condiciones, aquellas que recurren a cambios ad hoc o frecuentes y que crean brechas/desventajas frente otras opciones, se exponen a un doble coste: uno más tangible e inmediato y otro más inmaterial y difícil de medir a corto plazo pero que en casos conlleva consecuencias importantes sobre el desarrollo económico.

4.- Apuntes sobre el sector bancario: ofrece contexto sobre hitos de la economía, el recorrido del sector desde el 2007 hasta el presente, y el desempeño y retos del sector a lo largo del periodo analizado como marco de referencia para entender los posibles efectos a largo plazo de la Ley ante el riesgo de su aplicación indefinida, en un sector tan sensible a las condiciones económicas.

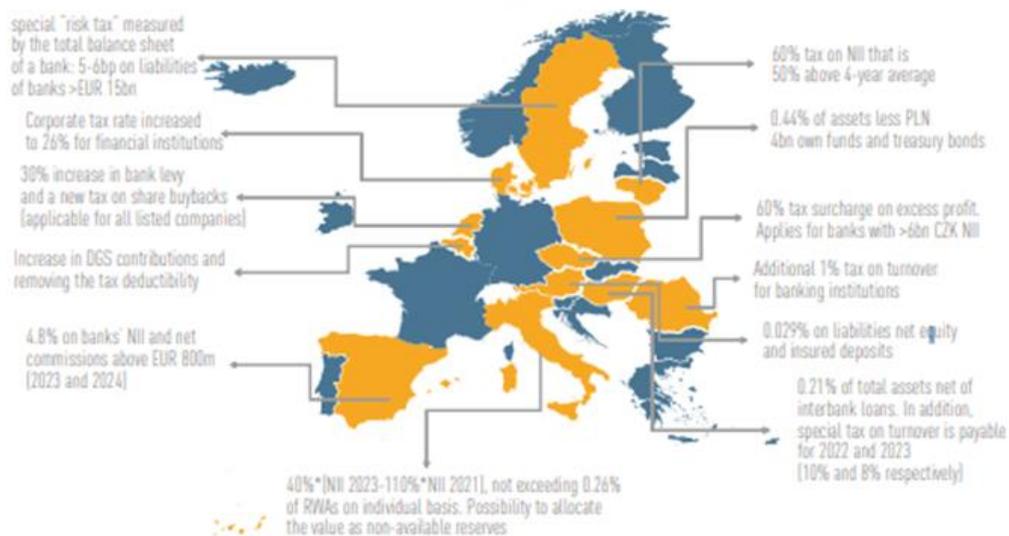
5.- Impacto en la valoración: aporta una estimación del impacto del gravamen temporal en el caso de que se convierta en un impuesto permanente. Se mide el impacto agregado en la valoración del capital del negocio doméstico de tres grandes entidades. El caso central estima **el impacto negativo en un 13-14%**, pero se advierte que con cambios moderados en los supuestos el impacto se extrema rápidamente hasta el 22%. Parece que un modelo con una sensibilidad tan elevada merece el máximo rigor en el análisis de sus consecuencias porque además de la valoración pone en juego cuestiones tan importantes como la inversión, la innovación y la concesión de crédito.

6.- Observaciones sobre el texto del impuesto: advierte que esta Ley penaliza con un gravamen que se suma al incremento natural en el impuesto de sociedades producido por el aumento de beneficios. En el caso de la banca la medida solo reconoce una parte de los costes ignorando partidas necesarias para el desarrollo de la actividad y no tienen en cuenta el capital dedicado al negocio ni el concepto de

retorno ni tampoco obedece a un razonamiento incremental ya que la aplicación del gravamen se produce sobre el total de las partidas designadas en vez de aplicarse sobre la parte del beneficio que se considera extraordinaria. De convertirse en permanente en su actual forma tampoco se contemplan reducciones simétricas en periodos de bajo desempeño a pesar de que en el caso de la banca las oscilaciones de beneficios en el curso de un ciclo pueden ser importantes.

7.- Opinión del Banco Central Europeo: presenta en forma de esquema algunas de las observaciones, reflexiones y advertencias de la respuesta de noviembre de 2022 del BCE a la consulta presentada por el Banco de España y también otras consideraciones y matices que nos parece aportan un valor incremental de las respuestas del BCE a las consultas de Italia (septiembre 2023) y Países Bajos (diciembre 2023).

Figure 88: Implementation of a bank-specific tax and characteristics in selected countries
Main sources: finance and other ministries, tax and similar authorities and institutions, as well as central banks, EBA internal data collection among competent authorities, etc.



Fuente: EBA

1.- CHOQUE DE FUERZAS

Los más europeístas abogan por ahondar en la homogeneización mientras que desde distintos gobiernos (algunos declaradamente europeístas) se recurre a medidas unilaterales sin que ni siquiera se baraje la idea de articular un único modelo para hacer frente a distintos retos.

Para los partidarios de una mayor cohesión dentro de la Unión Europea, el goteo de políticas y medidas unilaterales introducidas desde distintos Estados en varios ámbitos sigue siendo un motivo de preocupación.

La contraposición ente fuerzas cohesivas y actitudes soberanistas, recuerda una de las grandes dificultades a las que se enfrentan los defensores de la visión de Letta y Draghi. El informe Letta publicado en abril de este año, había generado una renovada esperanza entre los más europeístas en la posibilidad de fortalecer los lazos entre los Estados miembros, promoviendo políticas que reflejaran un compromiso firme con los ideales de la Unión. Cinco meses más tarde ha visto la luz el esperado informe Draghi sobre cómo mejorar la competitividad económica del bloque ante el desafío de una competencia global. Sin embargo, a falta de un compromiso sincero por parte de los Estados miembros y las grandes familias políticas, las recomendaciones promulgadas corren el riesgo de no prosperar y quedarse en papel mojado.

A lo largo de los años se han adoptado medidas unilaterales en distintos frentes decepcionando repetidamente a aquellos que abogan por una mayor integración y cohesión dentro del bloque. Estas decisiones, que responden a intereses nacionales, ponen en entredicho la capacidad de la Unión para actuar de manera conjunta en cuestiones de gran relevancia.

Los europeístas más fervientes sostienen que una Unión Europea más fuerte y cohesionada propiciaría una mejora de la competitividad del tejido empresarial europeo frente a potencias como China y Estados Unidos. La idea es que una Europa unida competiría con mayor fortaleza en la economía global. Los defensores de esta tesis argumentan que una Unión fortalecida tendría la capacidad de desarrollar estrategias comunes en áreas clave como la innovación, la digitalización y la transición ecológica. Entienden además que el bajo nivel de integración no ayuda a que las empresas europeas alcancen la escala y la eficiencia necesarias para competir con grupos mucho más grandes como las tecnológicas de Estados Unidos o las corporaciones estatales de China.

Uno de los ejemplos recientes más relevantes de la falta de cohesión son las medidas ad hoc que algunos gobiernos han adoptado para hacer frente a las dificultades derivadas de la Guerra de Ucrania y que señalan a la banca como beneficiario de la crisis y argumentan que el aumento de los beneficios de los bancos que se ha producido desde la subida de los tipos de interés es de difícil justificación en un tiempo tan complejo para los hogares poniendo la atención para corregir esta situación en los resultados concretos de dos ejercicios y pasando por alto la naturaleza cíclica en la que se desenvuelve el sector.

Si bien para muchos observadores estas medidas estarían justificadas, no responden en nuestra opinión a una lógica económica sostenible en un sistema de libre movimiento de capital y rompen peligrosamente la armonía fiscal entre sectores. Para los defensores de una mayor cohesión dentro de la Unión resulta más desalentadora, si cabe, la falta de uniformidad de criterios y medidas. No se ha visto tan siquiera un mínimo esfuerzo por adoptar un marco común, en defensa de la unidad. Y seguro que habrá quien piense que no hay que exagerar, que las medidas que se han tomado eran urgentes y de carácter temporal para hacer frente a las

necesidades sobrevenidas de una crisis sin precedentes en la historia más reciente de Europa, y que además un par de años pasan rápido. Pero no se puede obviar el riesgo de que la necesidad de recursos convierta lo temporal en permanente como recoge de hecho el texto español.

Lógicamente no todos los países de la Unión Europea y familias políticas comparten la misma visión sobre el grado de integración deseable, pero a pesar de que las divergencias dificultan el avance hacia una unión más fuerte, no dejan de ser lo normal dentro del debate político de una sociedad plural. Bien diferente es el efecto de aquellas políticas que van más allá de no contribuir al acercamiento de las partes alejando, polarizando, creando condiciones desiguales y añadiendo complejidad.

Las diferencias en la implementación de políticas nacionales reflejan una Unión Europea que, si bien es fuerte en muchos aspectos, aún se enfrenta a desafíos importantes para lograr una verdadera unidad en la diversidad. En ciertos momentos, la Unión Europea podría parecerse más a un "club de reinos de taifas" que a una unión de Estados. Y si el consenso dificulta la adopción obligatoria de ciertas medidas tampoco parece que triunfen espacios de integración de adopción voluntaria cómo alternativa y motor hacia una mayor cohesión.

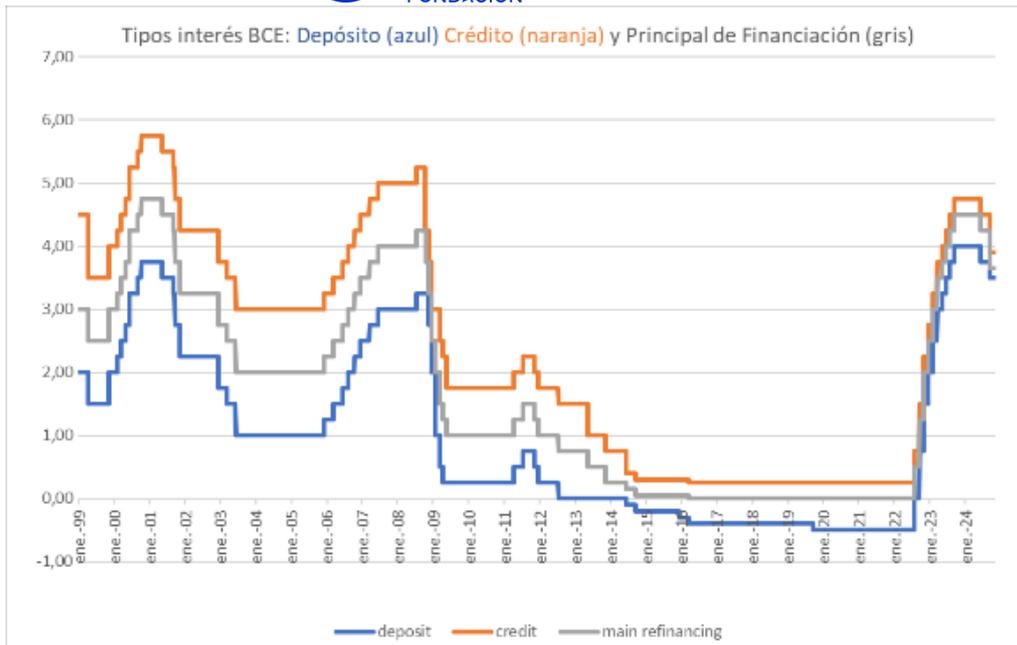
La consecución de una mayor convergencia en ésta y otras cuestiones es uno de los retos políticos más complejos a los que se enfrenta la Unión Europea. Basta con hacer inventario de los grandes acuerdos de ámbito nacional entre los grandes partidos de los principales países de la Unión para darse cuenta de la magnitud del reto a escala europea. Si el reto es importante también lo es lo que está en juego. El Banco Central Europeo advierte que la ausencia de un marco fiscal común podría generar desigualdades entre los estados y afectar la estabilidad financiera de la Unión.

2.- PUNTO DE PARTIDA Y RIESGO

La continuidad del estado del bienestar de la Unión Europea se enfrenta entre otros a numerosos desafíos: (i) al envejecimiento de la población con una esperanza de vida mayor y su impacto en las arcas públicas (sanidad y pensiones), (ii) el aumento del gasto en defensa, (iii) el mantenimiento de las infraestructuras públicas, (iv) la dotación de vivienda pública, (v) la preservación del medio ambiente y la conservación del patrimonio histórico. Y en este contexto, para “forjar su mejor destino” y dentro del marco de Autonomía Estratégica Abierta la UE debería avanzar hacia un mercado único y construir un marco regulatorio y fiscal eficiente y no penalizador que permita a sus empresas competir con las grandes compañías de EE.UU. y China. Y todo ello en un entorno de crecimiento débil con una base de endeudamiento elevada y en aumento, especialmente en ciertos países. Algunos de estos retos son en gran medida estructurales y las crisis que nos han afectado desde 2008 no han hecho más que poner en evidencia la fragilidad del modelo. En este contexto las soluciones ad hoc, reactivas y unilaterales podrían alejar a los inversores que perciban una mayor incertidumbre regulatoria en ciertos países y sectores, en un mundo en que una parte importante del capital circula libremente. Y sin lugar a duda cuanto más aguda sea la falta de visibilidad más complicado resultará ganarse la confianza del capital con vocación de largo plazo.

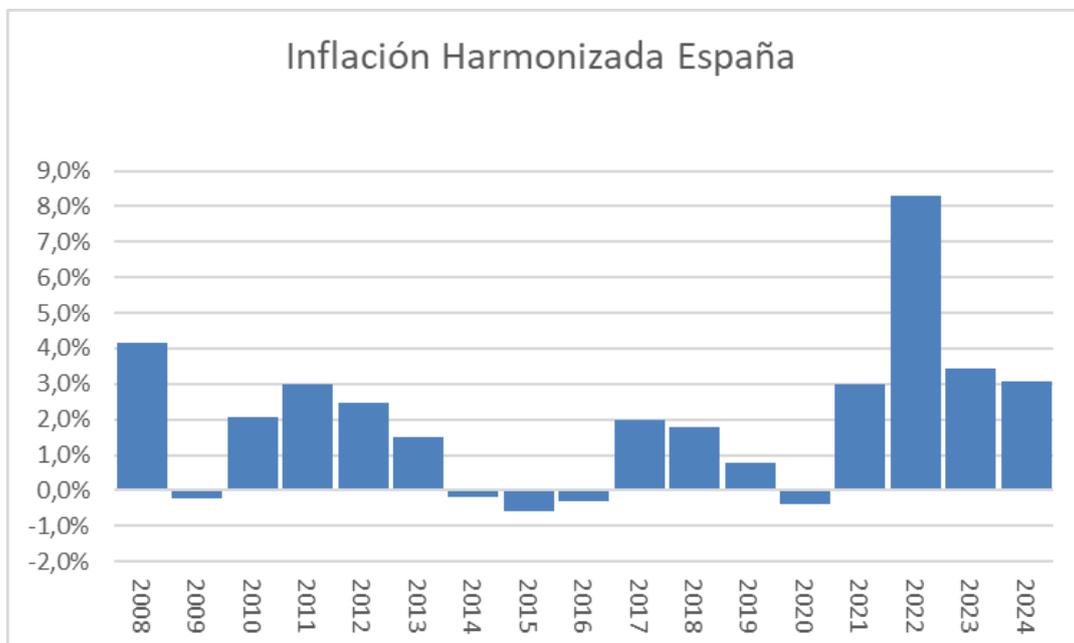
Desde 2008 Europa se ha visto inmersa en una sucesión de shocks de gran magnitud: la Gran Crisis Financiera, la Crisis del Euro, la Pandemia de COVID y la Invasión de Ucrania. En este periplo se han sucedido medidas fiscales y monetarias para responder al achaque del momento. Hemos pasado de ayudas condicionadas a medidas de austeridad que desataron movimientos sociales de protesta que han cambiado el mapa político de Europa, a un paquete de apoyo a la recuperación anunciado a los cuatro vientos como “la oportunidad” para salir más fuertes de la Pandemia siendo NextGenerationEU el mayor fondo de estímulo jamás financiado en la UE.

Si en lo fiscal el péndulo de medidas ha oscilado de un extremo a otro, la política monetaria siguió un prolongado ciclo acomodativo que llevó a los tipos de interés reales y nominales a mínimos históricos hasta que la escalada de precios desencadenada por la Invasión de Ucrania obligó al BCE a implementar una serie de subidas poniendo fin a una larga etapa de dinero “low cost”.



Fuente: BCE

Y solo recientemente en 2024 con la inflación por fin bajo control, el BCE ha encontrado datos suficientes para reducir el tipo de referencia en 1/4 de punto en junio, rebaja que repitió en septiembre y que se espera sea seguida de nuevas bajadas si la inflación sigue bajo control. Y si bien parece que el BCE pudiera haber iniciado un ciclo de bajadas ordenadas de tipos, sigue pendiente una reducción de balance que está por ver cómo afectará a los tipos de interés y a las distintas partes de la economía.

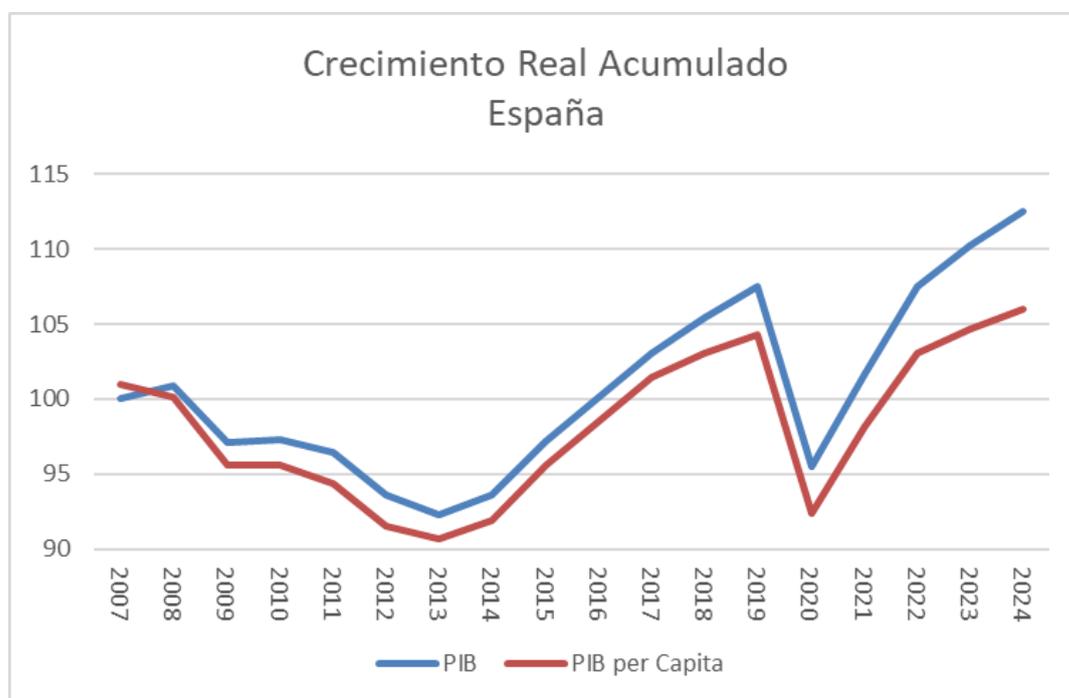


Fuente: AMECO

Sin embargo, desde el inicio de la Gran Crisis Financiera a pesar de un clima monetario tan benigno y del importante aumento del déficit público, el desempeño de la actividad económica ha sido modesto tanto en España como en el resto de las

grandes economías de la UE. Mientras, Estados Unidos crecía con holgura y China avanzaba a pasos de gigante. La brecha entre el crecimiento de la UE y el de sus principales competidores pone de relieve la pérdida de competitividad que parece se ha cronificado sin que de momento se estén adoptando grandes medidas que remedien las carencias y dificultades estructurales de la UE.

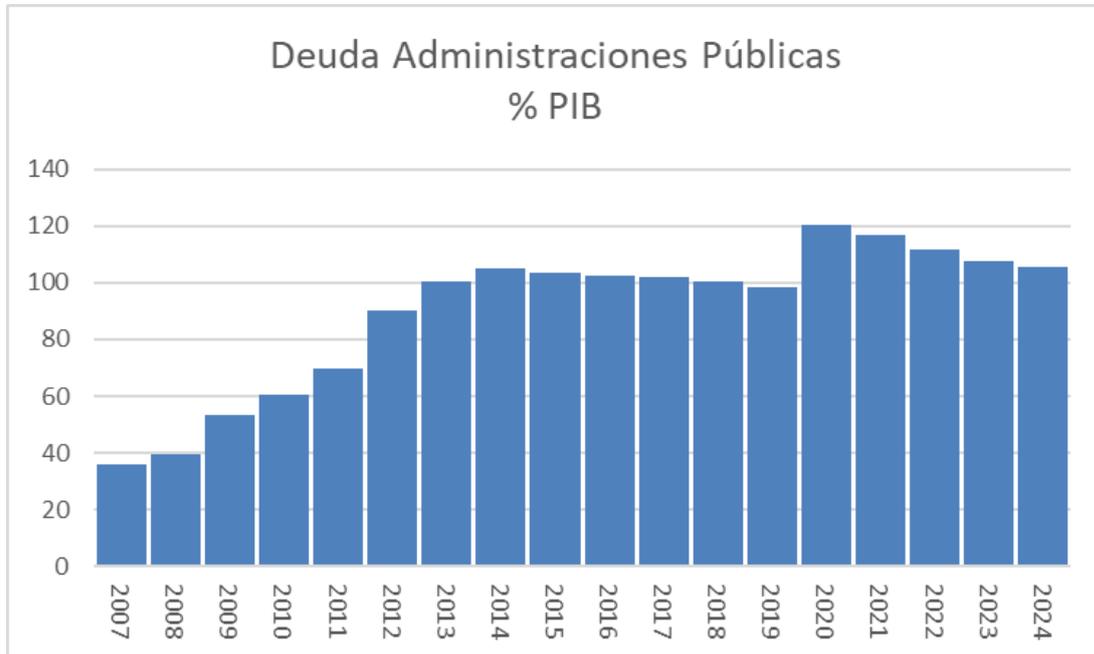
Desde 2007, la economía de la UE se ha enfrentado a una serie de crisis de grandes proporciones pero que también han afectado en mayor medida a otras grandes economías mundiales. Este periodo ha estado marcado por un crecimiento anémico de la economía española que en términos reales crece un 0,61% anualizado entre 2007 y 2019 y a una tasa del 0,27% anual si nos fijamos en el dato per cápita mientras se produce un importante deterioro de la situación fiscal como refleja el endeudamiento del conjunto de las administraciones que pasa de representar un 36% del PIB a un 98%, a pesar de que entre los años 2014 y 2019 se observó una ligera mejoría en la ratio de deuda. (fuente: AMECO)



El último tramo de nuestra historia más reciente (2019-2023) no ha podido ser más convulso. Cuando seguíamos recuperándonos de la Pandemia, Rusia irrumpe en Ucrania. Si por separado cualquiera de estos dos shocks hubiera supuesto un reto de gran magnitud, su concatenación ha asestado un golpe sin precedentes en la Europa de las últimas décadas. Recordemos que España hasta finales de 2022 no recuperó el nivel de PIB de 2019 y que solo un año más tarde se recobraría el nivel per cápita de 2019.

Sin lugar a duda, las crisis que han afectado al mundo desde 2008 han puesto a prueba la resiliencia del modelo económico y fiscal de la Unión Europea y puesto el foco sobre los retos estructurales a los que se enfrentan sus distintos miembros. Mirando al futuro, a excepción de Alemania las principales economías de la Unión Europea se encuentran en un punto de partida de elevado endeudamiento sin que se pueda prever un cambio de tendencia del crecimiento a largo y por lo tanto en una situación de fragilidad para hacer frente a nuevos retos y shocks. En el caso de España

a finales de 2023 el endeudamiento se situaba en un 107,7% del PIB o 9,5 puntos por encima de niveles pre-Covid. (fuente: AMECO)



Fuente: AMECO

En este marco de fragilidad estructural y fiscal, el diseño de políticas excepcionales debe ser especialmente riguroso ya que las medidas ad hoc, reactivas y unilaterales más allá de poner palos en las ruedas al proyecto europeo, podrían trazar una línea roja de sectores e incluso países que el mercado perciba que no ofrecen suficiente visibilidad y certidumbre, especialmente en proyectos e instrumentos a largo plazo o situaciones poco líquidas. En última instancia, para los que piensan en grande, en una Europa más cohesionada y fuerte, el abuso de medidas unilaterales debilita el "investment case" de la Unión Europea sumando complejidad y sobrecostes.

Si bien, el elevado nivel de endeudamiento de las administraciones públicas y el renovado impulso del Pacto de Estabilidad y Crecimiento con sus umbrales máximos de déficit y endeudamiento sitúan a España en un difícil punto de partida, el reto debe abordarse desde la ortodoxia, evitando medidas que aporten un alivio a corto plazo a una parte de los *stakeholders* pero que puedan poner en riesgo el desempeño económico a largo plazo y por lo tanto el de todas las partes interesadas.

En este contexto es importante recordar que, si bien a mayor riesgo el capital exige mayores retornos, no todos los riesgos son asumibles por lo menos para una parte importante de los inversores. Pero el riesgo de alejamiento de los inversores va más allá del impacto negativo inmediato y a corto, y pone en juego la confianza a largo plazo de los inversores que como se sabe tardan poco en irse y pueden tardar mucho en volver.

3.- REGULACIÓN

Si bien una regulación bien concebida protege a los distintos stakeholders y permite competir en igualdad de condiciones con otras jurisdicciones del entorno, aquellas que se nutren de cambios ad hoc o frecuentes y que crean brechas/desventajas frente a las reglas de juego de otras opciones, se exponen a un doble coste: uno más tangible e inmediato y otro más inmaterial y difícil de medir a corto plazo pero que en casos conlleva consecuencias importantes sobre el desarrollo económico. Y es que la pérdida de visibilidad y de confianza que muchas veces van unidas, pueden provocar salidas de capital de un sector hacia otras oportunidades y además desanimar futuras entradas. A fin de cuentas, el capital es libre y buscará oportunidades que se ajusten a su perfil de retorno/riesgo.

La regulación bien planteada contribuye a aumentar la confianza de los inversores proporcionando estabilidad y visibilidad, como por ejemplo lo hace la que fomenta la estabilidad financiera. Pero al igual que la regulación bien diseñada contribuye a aumentar la confianza y atraer capital, las reglas, complejas, poco competitivas, cambiantes o difíciles de implementar socaban el atractivo de un sector y desincentivan la inversión.

E irremediamente cuando la visibilidad se reduce por debajo de lo razonable, sufre especialmente la capacidad de toma de decisiones sobre todo en cuestiones estratégicas que necesariamente precisan del compromiso a largo plazo por parte del capital y por tanto exponen a los *stakeholders* a los riesgos propios de la infra-inversión como la falta de innovación y la pérdida de competitividad. Y es que efectivamente una regulación mal enfocada puede iniciar un círculo vicioso: a menores retornos menor inversión y a menor inversión menores retornos. Pero lo irónico de esta situación es que en el largo **plazo ni siquiera se trata de un juego de suma cero entre stakeholders, sino de una situación subóptima para todos**, en la que pierden los clientes, los trabajadores, los proveedores y las arcas públicas.

Pero desafortunadamente los efectos de una regulación mal concebida no tienen por qué circunscribirse al sector al que va dirigida. En los casos más extremos los efectos de una regulación mal planteada pueden extenderse más allá de su ámbito de aplicación y por extrapolación afectar a la confianza de los inversores en otros sectores regulados de la misma jurisdicción sin que haya cambios directamente aplicables, o incluso a jurisdicciones enteras a favor de entornos que se perciban como más estables.

El mandato del regulador es muy amplio, complejo y se enfrenta a la difícil tarea de proteger los derechos de unos, respetando los de otros y al mismo tiempo fomentar el cumplimiento de las obligaciones de unos y otros. Y aunque no siempre es tarea fácil, en este proceso no conviene perder la perspectiva de largo plazo poniendo todo el foco en lo inmediato. Recordemos que el capital tan necesario para garantizar niveles óptimos de inversión normalmente está dispuesto a asumir los riesgos ineludibles si son proporcionales al retorno, y siempre que pueda evitará tomar riesgos difíciles de valorar o que perciba como desmedidos. En ese ejercicio los inversores tienen muy en cuenta el marco y el entorno regulatorio para calibrar riesgos, costes y alternativas como:

- La incertidumbre: los cambios regulatorios inesperados pueden afectar a los rendimientos esperados o incluso a la viabilidad de un proyecto. Los inversores

prefieren entornos con reglas claras y estables, y la falta de visibilidad puede llevarlos a esperar, postergar o cancelar inversiones.

- Los costes de cumplimiento: los costes adicionales para cumplir con las nuevas normativas y ajustar las operaciones afectan a la competitividad y a los márgenes de beneficio y por tanto a la rentabilidad de las inversiones.

En definitiva, parece que con el fin de proteger e impulsar el crecimiento económico el regulador debería minimizar en la medida de lo posible cualquier impacto negativo sobre la visibilidad y la competitividad de la regulación y de esta manera proporcionar condiciones que propicien una planificación de calidad y la inversión a largo plazo.

4.- APUNTES SOBRE EL SECTOR BANCARIO

Más allá del debate sobre la conveniencia fiscal de la Ley, parece importante observar de qué manera se ha desenvuelto el sector desde la Crisis de 2008 como marco de referencia para entender los posibles efectos a largo plazo de la Ley ante el riesgo de su aplicación indefinida, en un sector tan sensible a las condiciones económicas. Recordemos que se trata de un sector muy cíclico sometido a una exigencia regulatoria creciente y cuyo desempeño depende en gran medida de la política monetaria del BCE que, si es verdad que en los últimos tiempos ha aportado un importante viento de cola, entre 2009 y 2022, puso a prueba a los bancos que tuvieron que operar en un entorno de tipos de interés extremadamente reducidos y en algún periodo negativos.

Ciclo, Shocks y más Shocks (2007-2024).

La Crisis Financiera Global marca el inicio de un extenso periodo en el que Europa se enfrentó a grandes retos económicos que en España impactaron con especial fuerza a los sectores financiero, inmobiliario y de la construcción. El periodo se cierra con dos shocks de gran magnitud que marcan la política monetaria y tensan las cuentas públicas. Este breve repaso histórico pretende aportar una panorámica del contexto e ilustrar los vaivenes que ha sufrido la economía en este periodo y de forma muy especial el sector de la banca por su sensibilidad al contexto macroeconómico.

- La Crisis Financiera Global (2007-2008) tuvo un impacto devastador en la rentabilidad de los bancos europeos. Con el colapso del mercado de crédito y las grandes pérdidas en activos, muchos bancos vieron sus beneficios disminuir drásticamente y algunos entraron en pérdidas. El aumento de la morosidad y los impagos relacionados con el sector inmobiliario especialmente marcan el inicio de un largo ciclo de grandes provisiones, con efectos importantes en la rentabilidad. Y ante tanta inestabilidad en el sistema financiero los gobiernos de toda Europa se vieron obligados a intervenir.
- La Crisis de la Eurozona (2009-2012) y el mercado de Deuda Pública: en varios países de la Eurozona, como Grecia, España e Italia, los bancos se enfrentaron a pérdidas adicionales en un entorno de contracción económica. En respuesta, el BCE, implementó una política de reducción de tipos que llevó al precio del dinero a niveles históricamente bajos que de forma colateral presionó los márgenes de los bancos a la baja.

España además sufrió una profunda crisis en el sector financiero por su elevada exposición al sector inmobiliario promotor que afectó principalmente a las Cajas de Ahorro y en menor medida a unos pocos bancos y que aceleró la restructuración y consolidación del sector con una reducción importante del número de entidades, empleados y sucursales. Conviene recordar que, si bien tanto cajas como bancos son entidades financieras, existían grandes diferencias entre los objetivos, ámbitos de actuación y órganos de gobierno entre ambos.

En este periodo en España se toman una serie de medidas de gran calado. Se crea el Fondo de Reestructuración Ordenada de la Banca (FROB), se reforma el sector de las Cajas de Ahorro, y se toman medidas para el fortalecimiento de la solvencia de las entidades de crédito.

CUADRO 2.8 TRANSFORMACIÓN DEL SECTOR DE LAS CAJAS DE AHORROS

Millones de euros

Cajas origen (45 grupos)	Nuevos grupos a 31.12.2011 (15 grupos)	Modelo de integración	Ayudas			Total activo a 31.12.2011
			FROB I (a)	FROB II (b)	FGD (c)	
Caja Madrid, Bancaja, Caja Ávila, Caja Segovia, Caja Rioja, Caixa Laietana, C.I. de Canarias	BFA-Bankia (2010)	SIP	4.465			312.343
Caja Murcia, Caixa Penedés, Sa Nostra, Caja Granada	BMN (2010)	SIP	915			67.201
Caja Navarra, Caja Canarias, Caja Burgos, CajaSol, Caja Guadalajara	Banca Cívica (2010)	SIP	977			71.827
Caja Inmaculada, Caja C. de Burgos, Caja Badajoz	Caja 3 (2010)	SIP				20.725
Caixa Catalunya, Caixa Manresa, Caixa Tarragona	Catalunyacaixa (2010)	Fusión	1.250	1.718		77.049
Caixa Sabadell, Caixa Terrasa, Caixa Manlleu	Unnim (2010)	Fusión	380	568		29.288
Caja España, Caja Duero	CEISS (2010)	Fusión	525			42.337
Caixa Galicia, Caixanova	Novacaixagalicia (2010)	Fusión	1.162	2.465		72.236
Unicaja, Caja Jaén	Unicaja (2010)	Fusión				38.155
La Caixa, Caixa Girona	La Caixa (2010)	Fusión				376.701
Caja Asturias + CCM, Caja Cantabria, Caja Extremadura	Liberbank (2011)	SIP			1.740 + EPA 1.715	50.847
BBK + CajaSur, Caja Vital, Kutxa	Kutxabank (2011)	SIP	800 + EPA 392			70.951
Ibercaja		–				45.144
Ontinyent		–				914
Pollença		–				353
CAM	Vendida a Banco Sabadell (2011)				5.249 + EPA 1.145	70.805
TOTAL			10.474 + EPA 392	4.751	6.989 + EPA 2.860	

FUENTES: FROB, FGD y Banco de España.

a Ayudas concedidas según el RDL 9/2009 (FROB I) mediante suscripción de participaciones preferentes.

b Ayudas concedidas según el RDL 2/2011 (FROB II) mediante suscripción de acciones.

c Se detalla el valor esperado de los EPA a 31.12.2011.

Fuente: Banco de España - mayo 2017 (Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014)

- Expansión Cuantitativa (2013-2019): las políticas de expansión cuantitativa del BCE, la recapitalización de la banca y cierta recuperación económica ayudaron a los bancos europeos a entrar en una senda de mejora gradual de la rentabilidad. Durante este periodo, el sector implementó medidas de reducción de costes e invirtió fuertemente en digitalización mejorando la eficiencia de sus operaciones.
- La Pandemia de COVID-19 (2020-2021): en 2020 la Pandemia provocó una contracción especialmente pronunciada de la economía en España (-11,2% PIB) a la que siguió una recuperación parcial según avanzaba el 2021. (fuente: AMECO). Inevitablemente, con la contracción de 2020 la rentabilidad de los bancos se vio lastrada, en gran medida por el aumento de las provisiones.
- Tras la Pandemia (2022-2024): en 2022 las grandes economías de la Unión Europea habían superado con un pequeño margen los niveles de PIB de 2019 y España por fin, aunque algo a la zaga, igualaba la marca prepandemia. Con la recuperación, la rentabilidad de los bancos también mejoró. Sin embargo, el panorama económico no tardó en empañarse y tras la Invasión de Ucrania a principios de 2022 se desencadenó una escalada de precios sin precedentes en

las últimas décadas que impactó a cadenas de suministro y consumidores de todo el mundo poniendo en riesgo una vez más la estabilidad económica.

La respuesta del BCE no tardó en llegar y las subidas de tipos se sucedieron de septiembre de 2022 a septiembre de 2023 llevando la tasa de referencia de 0% a 4,75%.

Cierto es, que la política monetaria de este periodo ha supuesto un viento de cola muy favorable para la rentabilidad de los bancos, pero recordemos que este periodo de bonanza solo llegaba después de una larga etapa de depresión de tipos y que ahora tras las dos bajadas de los últimos meses y con la inflación controlada, el mercado anticipa que las bajadas de tipos de interés continuarán a lo largo del próximo año.

Retos

Los bancos operan en un entorno marcado por la política monetaria, la demanda de crédito, la morosidad, la competencia y la regulación. Y como si se tratase de un problema de programación lineal deben buscar la forma de optimizar su rentabilidad cumpliendo con todas las restricciones.

Da la sensación de que además de pasar por alto el efecto del ciclo sobre la rentabilidad de los bancos, la Ley no reconoce los retos y restricciones que presionan a la banca a invertir y encontrar eficiencias a través de medidas como la digitalización para moderar la presión en sus márgenes.

Los crecientes costes regulatorios, como los asociados al cumplimiento de los requisitos de capital, las leyes contra el lavado de dinero (AML) y las regulaciones de protección de datos (como el GDPR), han incrementado los gastos operativos. A esto se unen, las obligaciones y restricciones que desde Basilea III obligan a los bancos de la Unión Europea a mantener una mayor ratio de capital, que si bien mitiga riesgos de forma colateral puede también limitar el potencial del desempeño del sector.

Pero la presión no viene solo del lado de los costes. Los bancos también deben hacer frente a la competencia de las empresas de Fintech especialmente en segmentos de mercado atractivos por edad, renta y nivel de sofisticación, a los que estas entidades intentan captar innovando y/o ofreciendo condiciones muy competitivas y por lo tanto obligando a los bancos "tradicionales" que cada día lo son menos, a invertir fuertemente en tecnología y transformación digital para defender su cuota de mercado.

En este entorno la búsqueda de eficiencias no cesa, a veces por oportunidad y otras muchas por necesidad, simplificando las operaciones, automatizando procesos, optimizando las redes de sucursales e implementando otras medidas de reducción de costes.

La oportunidad de eficiencias internas no es inagotable y la lógica de la consolidación probablemente debiera adquirir fuerza en los mercados más fragmentados en un negocio en el que la escala es importante y, quién sabe, puede que algún día la Unión Bancaria gane fuerza y el mismo proceso cobre sentido a nivel paneuropeo. Aunque de momento en ese ámbito persista la resistencia a lo transfronterizo que nos recuerda que el camino hacia una Unión Bancaria fuerte podría ser largo.

Pero en cualquiera de los casos, sople viento de cara o de cola, los bancos deberán seguir invirtiendo en eficiencia, gestión, control de riesgos e innovación para proteger los resultados en las partes bajas del ciclo y reforzarlos en los periodos de bonanza.

Rentabilidad

En una economía tan bancarizada como la europea, las entidades financieras juegan un papel fundamental en la intermediación de recursos, servicios de pago, transmisión de la política económica y cumplimiento normativo. Las entidades operan en un entorno en el que la tecnología es fundamental para garantizar la seguridad y la eficiencia del sistema, objetivos que utilizan importantes recursos humanos y financieros dedicados a mantener en buen estado su infraestructura, mejorar sus capacidades e innovar.

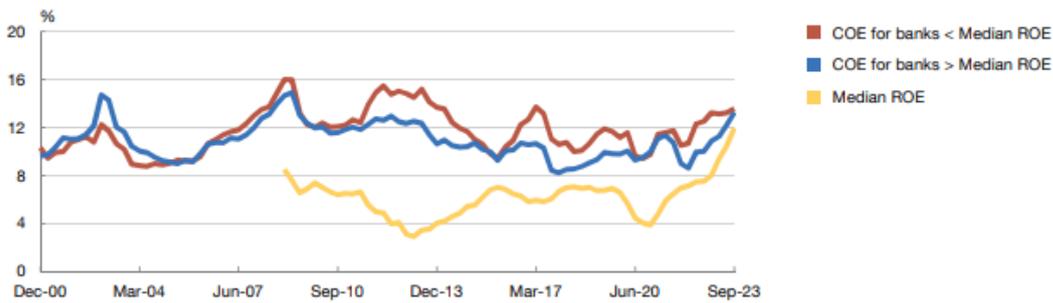
La regulación y la supervisión bancaria tras la GFC puso mucho foco en reforzar la solvencia como forma de reducir al máximo la probabilidad de rescates en el futuro. Pero una vez superados los nuevos umbrales de capital, solo la rentabilidad y la visibilidad aseguran la entrada de capital privado, especialmente en casos de shocks económicos o de grandes necesidades de inversión., y es que la rentabilidad también debe entenderse como la primera línea de defensa de cualquier empresa.

Solo aquellas instituciones que sean capaces de atraer y retener capital podrán mantener la infraestructura adecuada en una actividad que es particularmente sensible al ciclo con importantes fluctuaciones en el ROE entre la parte baja del ciclo y los años más favorables. Si bien los inversores entienden perfectamente esta dinámica y no cuentan con que necesariamente el ROE esté por encima del COE (Cost of Equity) en todos los años, lógicamente a medio-largo plazo buscan que el promedio del diferencial entre ROE y COE sea favorable y lo menos volátil posible.

En este contexto parece que aquellas medidas que aumenten la presión fiscal en la parte alta del ciclo sólo pueden poner en riesgo la capacidad de la banca para atraer y retener capital en un sector muy condicionado por el ciclo económico. Más aun si los bancos no reciben una compensación equivalente en los años de bajo desempeño.

El N.º 46 de la Revista de Estabilidad Financiera del Banco de España, aporta en el siguiente gráfico la estimación del ROE y el COE (Coste of Capital) para el periodo 2009-2023). Se utilizan datos de 89 bancos que cotizan en 15 países de la Zona Euro. El panel apunta a que la mediana de los ROE se sitúa por debajo de la mediana del COE incluso en los años más favorables del periodo analizado.

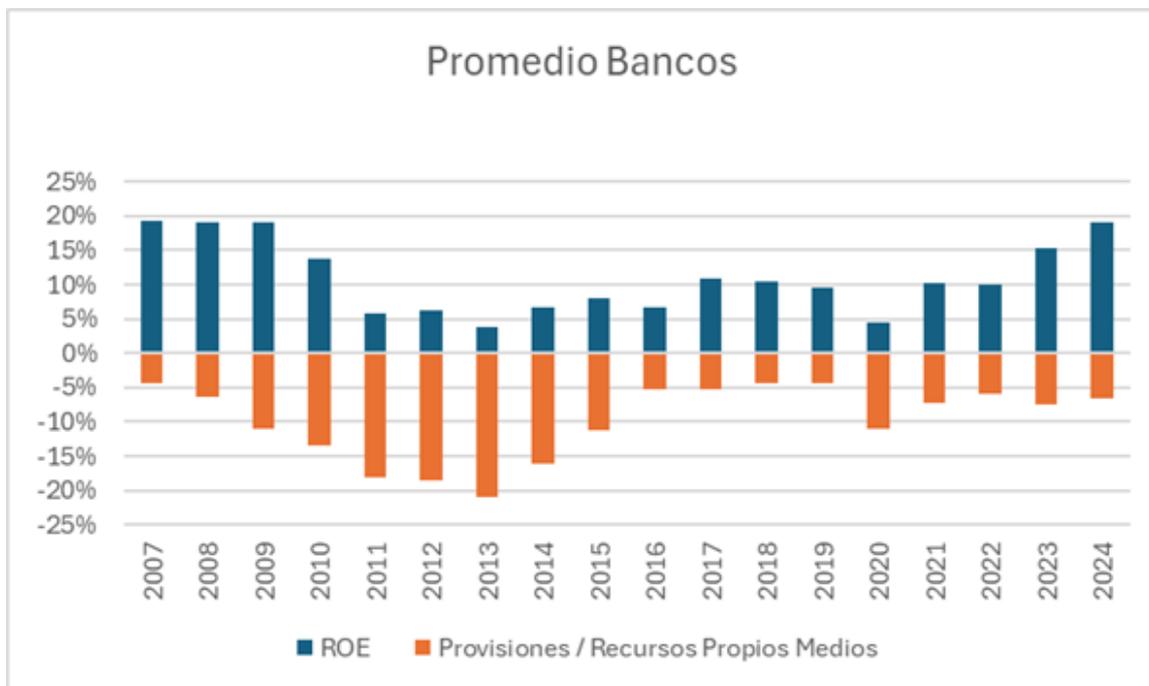
4.b COE by median RoE



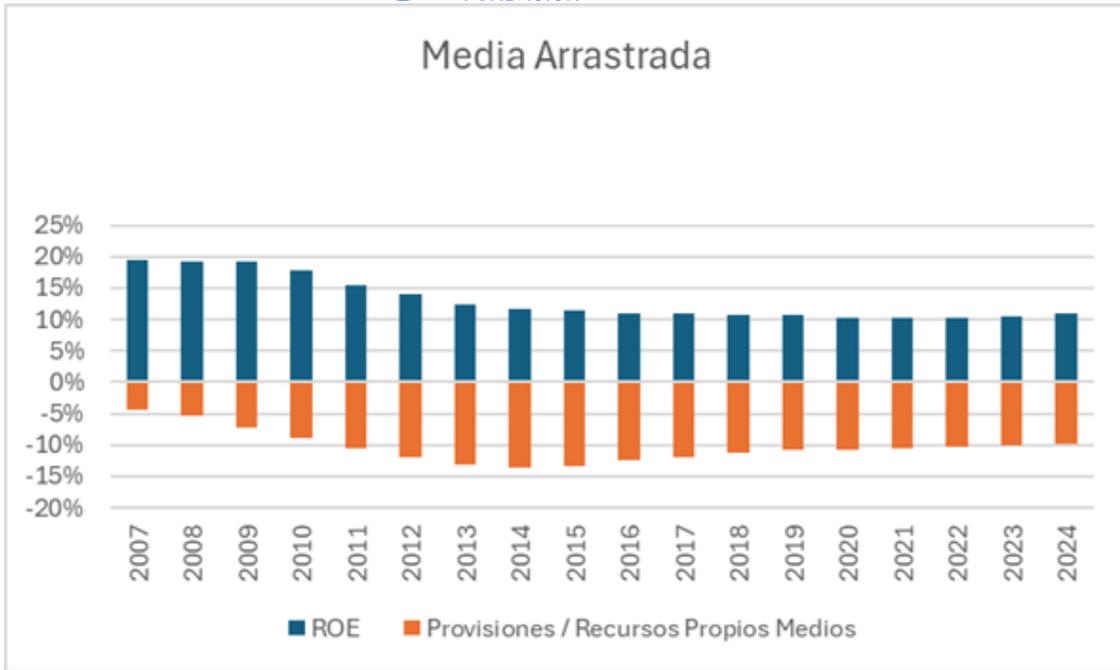
SOURCES: Consensus Economics, Datastream, Refinitiv Eikon, SNL Financial.

Fuente: Banco de España

El desempeño del sector en España ha seguido una trayectoria parecida. Si nos fijamos en el promedio de la rentabilidad del negocio en España de tres grandes bancos españoles como proxy del sector (Banco Santander y BBVA de 2007 a 2024 y CaixaBank de 2010 a 2024) se observa que el ROE promedio se situó por debajo del 8% en 6 de los 17 años de la serie histórica y que desde 2011 únicamente en 2023 y 2024 (esperado) se sitúa por encima del 11%. Y a pesar de la buena evolución más reciente, la media arrastrada de 2013 a 2024 solo supera el 11% en 2013, 2014 y 2015.



Fuente: Goldman Sachs y Memorias de 2023



Fuente: Goldman Sachs y Memorias de 2023

Y qué mejor que los datos de mercado para entender el desempeño del sector en Europa. Desde 2007 el Stoxx Europe 600 Banks arroja un saldo ligeramente negativo (TCAC -1,1%) frente a un 5,7% del Stoxx Europe 600. Únicamente en el periodo 2019-2024 el sector (TCAC 12,8%) bate el Stoxx Europe 600 (TCAC 11,2%), una ventaja menor si tenemos en cuenta que en el periodo 2007-2019 el desempeño del sector fue de -7,2% (TCAC) al 2,8% Stoxx Europe 600. Con estos datos no parece que en ningún caso el sector haya generado rentabilidades “desmedidas” frente al resto del mercado. Reconocemos que algunos de los bancos incluidos en el Índice de Bancos tienen una fuerte exposición a mercados extracomunitarios y que por lo tanto el índice no mide únicamente el desempeño del negocio de estos bancos dentro de la Unión Europea.

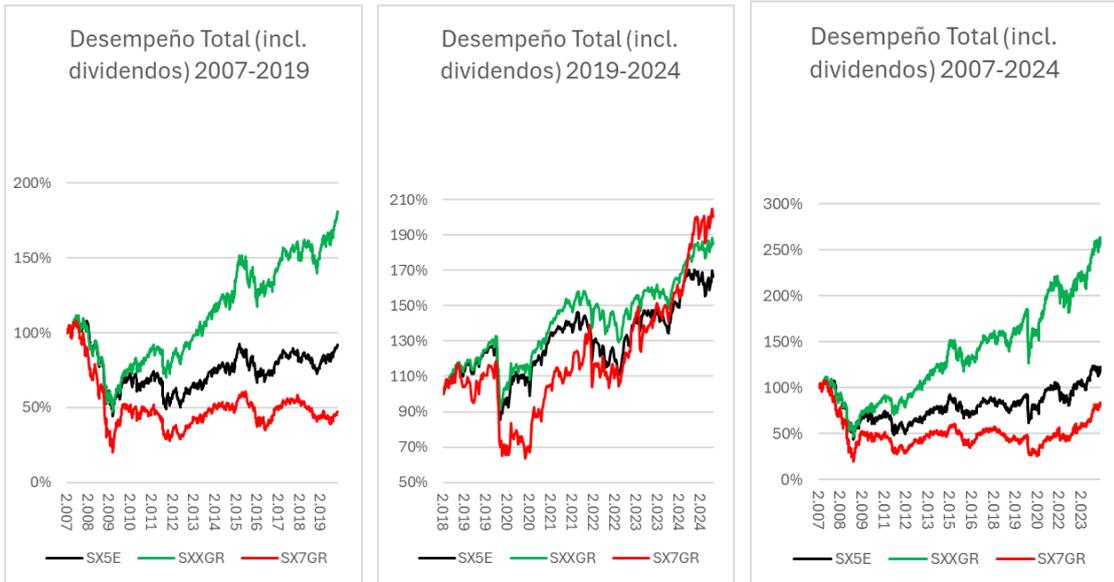
Retorno Anualizado

	SX5E	SXXGR	SX7GR
2007-2019 (*)	-2,6%	2,8%	-7,2%
2019-2024 (*)	9,2%	11,2%	12,8%
2007-2024 (*)	1,1%	5,5%	-1,1%

(*) 04/10/2024

SX5E Euro Stoxx 50
 SXXGR Euro Stoxx 600
 SX7GR Euro Stoxx 600 Banks

Fuente: Bloomberg



Fuente: Bloomberg

Si las medidas que señalan a sectores concretos por el mejor comportamiento de sus retornos son discutibles, aquellas que penalizan situaciones cuya realidad dista de la base argumentativa ponen en riesgo la valoración del capital y el compromiso de los inversores. Con los datos en la mano parecería que la argumentación no ha tenido en cuenta la realidad del sector: el capital que los grandes bancos dedican a su negocio en España ha obtenido en promedio una rentabilidad moderada y variable con años buenos, años malos y años regulares. Entendemos que la regulación sin objetividad aumenta la incertidumbre y debilita el *investment case* del sector y que poner el foco en 2023 y 2024 parece un claro sesgo de interpretación y extrapolación al igual que lo sería ponerlo en los peores años de la serie.

5.- IMPACTO EN LA VALORACIÓN

En esta sección se realiza una estimación del impacto del gravamen temporal en el caso de que se convierta en un impuesto permanente. Se mide el impacto agregado como porcentaje de la valoración de los recursos propios dedicados al negocio doméstico por el BBVA, CaixaBank y el Banco Santander. Quedan fuera del agregado el resto de entidades del sector, algunas de ellas con un negocio considerable en España, pero aquellos que estén interesados en estimar el efecto para un caso particular podrían aplicar esta u otras metodologías parecidas.

El caso central estima el impacto negativo de la prórroga permanente del gravamen en la valoración de los recursos propios del negocio doméstico del agregado en un 13-14%, pero advertimos que con cambios moderados en los supuestos el impacto se extrema rápidamente hasta el 22%.

Esta aceleración del impacto ilustra como un impuesto que en principio representa un pequeño porcentaje sobre los activos (el 0,06% en palabras del legislador) y un 4,8% del margen financiero puede acabar afectando de forma material a los retornos de los recursos propios y por lo tanto la valoración de estos. Parece que un modelo con una sensibilidad tan elevada merece el máximo rigor en el análisis de sus consecuencias. Recordemos que además de la valoración están en juego cuestiones tan importantes como la inversión, la innovación y el riesgo que esta medida pudiera tener de un efecto perverso en la cesión de crédito a todos los sectores y en particular a los más vulnerables de la economía.

Fuentes:

- Estimación gravamen 2024: memorias 2023 de las tres entidades.
- Capital promedio 2024: estimación Goldman Sachs
- Coste de los recursos propios: BCE

Metodología:

- Se calcula el valor presente de una anualidad (suma del gravamen estimado de 2024 de las tres entidades) en perpetuidad al coste de los recursos propios.
- Se construye una matriz con seis escenarios de coste de los recursos propios y cinco de ajuste del gravamen del 2024.
- Se utiliza un rango de coste de los recursos propios que va del 9,0% al 11,5% para tener en cuenta distintos escenarios del tipo de interés libre de riesgo y/o de la prima de riesgo.
- Se ajusta el gravamen del año 2024 para reconocer el efecto del ciclo entendiendo además que 2024 podría coincidir con el nivel más alto de los tipos de interés. Se aplican factores de ajuste del 60%, 70%, 80%, y 90% a la base (gravamen agregado de 2024).
- A partir de los recursos propios se obtiene una base de valoración aplicando un rango P/BV de 0,85x a 1,10x.
- Se resume el efecto estimado en la valoración para cada uno de los niveles de P/BV con tres datos: mínimo, medio y máximo.

- Se estiman rangos de impacto sobre valoraciones estimadas que no deben de ser interpretados como estimaciones de upside o downside desde niveles de precios actuales ya que no se establece qué parte del efecto está recogido en precios.

Nota: parece que las proyecciones y valoraciones de algunos analistas asumen que el impuesto pasará a ser permanente. De ser este el consenso aceptado por el mercado las consecuencias directas de la prórroga indefinida debieran estar reflejadas en el precio, por lo menos en gran medida.

Salvedades:

- No se substancia el efecto negativo que pudiese tener un impuesto permanente en la rentabilidad como consecuencia de una menor inversión y/o innovación.
- No se incorpora un factor de crecimiento.
- Se mantiene el impuesto en su concepción actual.
- Dos de estas entidades desarrollan una actividad muy importante fuera de España. El análisis del impacto se refiere únicamente al impacto sobre la valoración de los recursos propios de la actividad en España.

		Valor Presente Perpetuidad / Recursos Propios Medios 2024					
		Coste de los Recursos Propios					
		11,50%	11,00%	10,50%	10,00%	9,50%	9,00%
Ajuste Gravamen	60%	8,8%	9,2%	9,7%	10,1%	10,7%	11,3%
	70%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,5%	13,2%
	80%	11,8%	12,3%	12,9%	13,5%	14,2%	15,0%
	90%	13,2%	13,8%	14,5%	15,2%	16,0%	16,9%
	100%	14,7%	15,4%	16,1%	16,9%	17,8%	18,8%

		Efecto Mínimo, Medio y Máximo sobre la Valoración del Negocio Doméstico a Distinto Niveles de P/BV					
		P/BV					
		1,10	1,05	1,00	0,95	0,90	0,85
Mínimo		-8,0%	-8,4%	-8,8%	-9,3%	-9,8%	-10,4%
Medio		-12,1%	-12,7%	-13,3%	-14,0%	-14,8%	-15,6%
Máximo		-17,1%	-17,9%	-18,8%	-19,8%	-20,9%	-22,1%

Fuente: Instituto Español de Analistas

6.- OBSERVACIONES SOBRE EL TEXTO DEL IMPUESTO

“Ley 38/2022, de 27 de diciembre, para el establecimiento de gravámenes temporales energético y de entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito y por la que se crea el impuesto temporal de solidaridad de las grandes fortunas, y se modifican determinadas normas tributarias.”

La Ley grava singularmente a dos sectores de la economía a raíz de su mejor desempeño propiciado por situaciones sobrevenidas. La medida se suma al incremento natural recaudado en el impuesto de sociedades producido por el aumento de beneficios. En el caso de la banca la medida solo reconoce una parte de los costes ignorando partidas necesarias para el desarrollo del negocio. La medida no tiene en cuenta el capital dedicado al negocio ni el concepto de retorno. La Ley ni siquiera obedece a un razonamiento incremental ya que la aplicación del gravamen se produce sobre el total de las partidas designadas en vez de aplicarse sobre la parte que se considera extraordinaria. De convertirse en permanente en su actual forma tampoco se contemplan reducciones simétricas en periodos de bajo desempeño a pesar de que en el caso de la banca las oscilaciones de beneficios en el curso de un ciclo pueden ser importantes.

Aportamos en forma de esquema algunas observaciones sobre los sesgos y los riesgos observados en la Ley:

- Arbitrariedad: no se explica por qué se fija el 2019 como año de referencia ni tampoco con qué criterio se establece el umbral de 800 millones de euros.
- Lógica económica: la base de cálculo incluye los ingresos netos financieros y los ingresos netos por comisiones y excluye el resto de partidas de la cuenta de resultados necesarias para el desarrollo de la actividad y que afectan directamente al desempeño.

El texto no tiene en cuenta conceptos básicos de la lógica de la inversión como rentabilidad de los recursos propios, coste de capital y capital invertido. De forma implícita asume que cualquier organización que genere unos beneficios importantes es rentable obviando la dimensión de los recursos dedicados. Esta lógica podría acabar introduciendo en el sistema deseconomías fiscales de escala.

La exposición de motivos de la Ley ofrece el dato de impacto del impuesto como porcentaje del total de los activos. El efecto óptico es favorable a la tesis de la Ley. Medido frente al total de activos el gravamen parece que exige un esfuerzo mínimo pero la realidad es que, en un sector tan apalancado, el impacto medido en relación con los recursos propios es muy superior. Además, se trata de un sector en el que, de forma singular, la regulación establece niveles mínimos de capital.

- Omisión y asimetría: la Ley no reconoce la relevancia del ciclo económico. Tanto márgenes financieros como provisiones varían de forma material en el transcurso del ciclo. No se reconoce que una de las funciones clave de los bancos es la de transmisión de la política monetaria a la economía y que ésta, dependiendo del momento, juega más a su favor o más en su contra. El planteamiento es indiscutiblemente de parte. Se penalizan los beneficios derivados del aumento de los tipos, pero no se contempla una medida de compensación en la situación contraria.
- Aplicabilidad y materialidad: la Ley advierte de forma explícita sobre las consecuencias de repercutir el coste del impuesto en precios. No se entiende bien

tanto empeño en controlar y sancionar algo que la propia Ley estima que apenas representa un 0,06% del valor de los activos.

Pero además ¿cómo se controla y mide la parte del precio o movimiento de este que se produzca por la repercusión del impuesto?

- Valoración de los resultados: no nos consta que se haya publicado el estudio previsto para el último trimestre de 2023 que, según se establece en la Ley, elaboraría el Gobierno valorando los resultados del gravamen y evaluando su mantenimiento.
- Perímetro: los grandes bancos españoles desarrollan una parte importante de su actividad fuera de España. Algunos de los datos agregados que se aportan para justificar el gravamen parece que se refieren al negocio consolidado de los bancos. De ser este el caso, se estaría aportando una referencia que nada tiene que ver con el desempeño doméstico.
- Presentación selectiva de datos: de nuevo, la exposición de motivos de la Ley para justificar el gravamen, hace referencia a los abundantes dividendos distribuidos en 2021, que el texto subraya fue un año “de bajos tipos de interés”. El dato vuelve a centrarse en importes sin tener en cuenta precios o rentabilidad. El ejercicio como mínimo es poco riguroso porque se ignoran plusvalías o minusvalías. Un análisis de la rentabilidad obtenida por el accionista debería medir la rentabilidad total (dividendo y plusvalías/minusvalías) en distintas partes del ciclo y durante plazos de inversión de por ejemplo cinco años. Por otro lado, en los grandes bancos españoles una parte importante del dividendo y la valoración está ligada al desempeño de su negocio bancario fuera de España. Llevado a un extremo, si se penaliza a ciertos bancos por su desempeño fuera de España, estos se podrían ver obligados a buscar soluciones eficientes para sus accionistas tales como *spin-offs*.
- Falta de aplicabilidad y de precedentes: la Ley argumenta que la contribución del sector a la recaudación del IVA es mínima. Lógicamente es así porque en España como en el resto de los países de la UE los ingresos y gastos financieros están exentos de IVA. Recordemos que la función de las empresas en el IVA es la gestión de la recaudación y que son los consumidores o clientes los que soportan la carga del impuesto. No se entiende bien si la Ley pretende dejar una puerta abierta a una futura introducción de IVA en el sector. ¿Podría aplicarse IVA a ingresos y gastos por intereses y comisiones? No conocemos si existen precedentes, creemos que no, y tampoco podemos valorar cuales serían las consecuencias sobre el resto del mercado de capitales.
- Sesgo modelo de negocio: parece justificar que aquellos modelos de negocio que por su naturaleza precisan en menor medida de capital humano deberían realizar una aportación especial al pacto nacional de rentas. Otros sectores como por ejemplo el inmobiliario y el de la energía comparten esta característica. Son sectores que por otro lado precisan de grandes dotaciones de capital financiero y que si se perpetua el gravamen podrían quedar expuestos a una mayor presión fiscal en el futuro. De nuevo se omite el punto de vista del inversor. El impacto podría tener consecuencias muy negativas en sectores poco rentables, intensivos en capital, que no precisen de grandes insumos de capital humano. Por otro lado, tampoco se analiza la contribución de los salarios del sector al agregado nacional, ni los recursos dirigidos a formación y beneficios no pecuniarios del trabajador frente a sectores más intensivos en capital humano. Pero lo más perverso de la lógica utilizada es que parece justificar la aplicación de una mayor presión fiscal a

los modelos de negocio de mayor productividad con independencia de su rentabilidad.

- Puntualización a la imprecisión: se hace referencia al rescate como argumento de solidaridad recíproca, pero recordemos que la práctica totalidad del rescate se destinó a salvaguardar los depósitos de las cajas que no a proteger a los accionistas de los bancos y que, aunque ambos son instituciones de crédito sus objetivos y forma de gobierno son muy distintos.

Recogemos algunas últimas reflexiones publicadas sobre la Ley¹:

- Recomendación Banco de España y del FMI: ambos recomiendan que en el caso de que el impuesto se convierta en permanente se permita minorar del impuesto las dotaciones a reservas y por lo tanto reforzar el capital de los bancos en la línea con la configuración del impuesto en Italia. Entendemos que este cambio ofrecería una mejora sobre la Ley actual pero también habría que calibrar las posibles consecuencias desfavorables en la asignación eficiente de recursos de los bancos.
- Comparativa y limitación en el tiempo: sólo Italia es comparable a España por tamaño de la economía y de su sistema financiero, y que su gravamen extraordinario sobre la banca está limitado al 2024.
- Competitividad: tanto Hungría como República Checa y Lituania han introducido un gravamen extraordinario. En los tres casos de carácter temporal. Únicamente Ucrania prevé la permanencia del impuesto. En definitiva, de perpetuarse el impuesto, España se apartará del resto de sistemas tributarios de la zona euro *"como si la economía española tuviera una capacidad contributiva ilimitada y pudiera permanecer ajena a los efectos perjudiciales de una mayor fiscalidad sobre la solidez financiera y competitividad de los bancos españoles."*

¹ Ver "El difícil encaje de un impuesto más a la Banca" Julio 2024. Arturo Morando, socio responsable del área fiscal del sector financiero en KPMG Abogados

7.- OPINIÓN BANCO CENTRAL EUROPEO

El 23 de septiembre de 2022, el BCE recibió una solicitud del Banco de España para opinar sobre el proyecto de ley que introduce gravámenes temporales a instituciones de crédito y financieras. La competencia del BCE para emitir esta opinión se basa en varios artículos del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y decisiones del Consejo. El 2 de noviembre de 2022 el BCE emite su opinión. El 27 de diciembre de 2022 se publica La ley en el BOE. No conocemos el borrador que revisó el BCE y por lo tanto no podemos valorar hasta qué punto se han podido tener en cuenta sus recomendaciones, pero los principales riesgos/defectos que el BCE señala en su opinión parece que persisten en el texto que se publica en el BOE.

El BCE ha opinado sobre consultas similares por parte de Italia a petición del Ministerio de Economía y Finanzas de Italia, Países Bajos por encargo del Ministerio de Finanzas y Lituania por solicitud del Ministerio de Finanzas. El BCE también emitió su opinión sobre la regulación comparable introducida en la República Eslovaca por el Consejo Nacional. En este caso el BCE emite su opinión por iniciativa propia y sin petición por parte del Estado afectado. Entendemos que este hecho en sí mismo demuestra la consideración que el BCE confiere a este tipo de medidas.

A continuación, presentamos en forma de esquema las observaciones, reflexiones y advertencias de la respuesta del BCE a la consulta presentada por el Banco de España y también otras consideraciones y matices que nos parece aportan un valor incremental al análisis del caso más general del impuesto especial a la banca de la respuesta del BCE a las consultas de Italia y Países Bajos.

España - 2 de noviembre de 2022.

- La inflación en la zona euro ha alcanzado niveles récord, afectando la política monetaria
- Las instituciones de crédito juegan un rol crucial en la transmisión de las medidas de política monetaria a la economía.
- Los gravámenes dirigidos a las instituciones de crédito pueden reducir la resiliencia de las entidades afectadas a los shocks económicos y en consecuencia limita su capacidad para otorgar crédito pudiendo incidir en las condiciones ofrecidas a clientes y reducir ciertas actividades, y en consecuencia crear incertidumbre y afectar negativamente al crecimiento económico real.
- La necesidad de realizar un análisis detallado del impacto del gravamen temporal en la rentabilidad, la estabilidad de las instituciones de crédito y la provisión de crédito, así como la importancia de la claridad en la implementación de estas medidas con el fin de evitar riesgos adicionales.
- La convergencia de la normalización de la política monetaria con la menor capacidad de repago de los deudores en ciertos periodos podría, concurrir con la obligación del pago del impuesto en periodos de baja rentabilidad e incluso de pérdida poniendo en peligro la capacidad de mantener un saldo de capital adecuado en el caso de que se dieran estas circunstancias.
- La aplicación del gravamen a instituciones específicas podría distorsionar la competencia y afectar la igualdad de condiciones en el mercado.

- La base del gravamen no considera el ciclo económico completo ni los costes operativos y de riesgo de crédito, lo que podría afectar la capacidad de las instituciones para enfrentarse a riesgos económicos adversos.
- La prohibición de transferir el gravamen a los clientes podría generar incertidumbre y riesgos operativos y reputacionales para las instituciones afectadas. Se defiende que las instituciones de crédito de acuerdo con las mejores prácticas internacionales deben considerar y reflejar en los precios todos los costes relevantes impuestos incluidos.
- Existen discrepancias en la terminología del proyecto de ley respecto a los ingresos considerados para determinar el gravamen, lo cual debería ser aclarado para mayor certeza legal.
- El papel de cooperación del Banco de España en la implementación de esta medida también requiere mayor claridad, asegurando que no se le asignen nuevas tareas sin una definición precisa.

Italia - 12 de septiembre de 2022.

- El impuesto extraordinario podría afectar la capacidad de las instituciones de crédito para mantener posiciones de capital adecuadas y provisionar adecuadamente.
- Los impuestos extraordinarios pueden aumentar el coste de atraer nuevo capital y financiación mayorista para los bancos, afectando la confianza de los inversores y elevando los costes de financiación.
- Estos impuestos pueden fragmentar el sistema financiero europeo debido a su naturaleza heterogénea.
- El BCE recomienda un análisis exhaustivo de las posibles consecuencias negativas para el sector bancario, incluyendo el impacto en la rentabilidad a largo plazo, la base de capital, el acceso a la financiación y la competencia en el mercado.
- No se considera el tratamiento de fusiones y adquisiciones durante el período de estimación para el cálculo del impuesto, lo que requiere clarificación adicional.

Países Bajos - 15 de diciembre de 2022.

- El impuesto podría incentivar a las instituciones a reducir su balance general, disminuyendo la actividad de préstamos.
- Aunque los ingresos por intereses pueden aumentar inicialmente con tasas más altas, los costes de financiación y las pérdidas en carteras de valores también pueden aumentar.

BIBLIOGRAFÍA

- Banco de España. (2017). Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014. Banco de España.
- Banco Central Europeo (2022). Opinion of the European Central Bank on the Temporary Levies on Credit and Financial Institutions in Spain (CON/2022/31). Publicado el 2 de noviembre de 2022.
- Banco Central Europeo (2022). Opinion of the European Central Bank on the introduction of temporary levies on banks in Italy (CON/2022/40). Publicado el 15 de noviembre de 2022.
- Banco Central Europeo (2022). Opinion of the European Central Bank on the introduction of taxes on banks in the Netherlands (CON/2022/45). Publicado el 20 de noviembre de 2022.
- Banco Central Europeo (2022). Opinion of the European Central Bank on the introduction of levies on financial institutions in Lithuania (CON/2022/47). Publicado el 10 de diciembre de 2022.
- Banco Central Europeo (2022). Opinion of the European Central Bank on the introduction of special levies on banks in Slovakia (CON/2022/35). Publicado el 25 de octubre de 2022.
- Banco de España (2024). Revista de Estabilidad Financiera, N.º 46. Banco de España.
- BOE (2022). Ley 38/2022, de 27 de diciembre, por la que se introducen gravámenes temporales a las instituciones de crédito y financieras en España. Boletín Oficial del Estado.
- Draghi, M. (2023). A Stronger European Union in a Global Economy: Enhancing Competitiveness and Resilience. European Commission.
- Draghi, M. (2023). Informe sobre la competitividad económica de la Unión Europea frente a la competencia global. Comisión Europea.
- Economist Intelligence Unit (2022). Europe's Struggle for Unity: Sovereignty vs. Integration.
- European Central Bank. (2023). Financial stability review: November 2023. European Central Bank.
- European Commission (2020). Regulation and Investment: How Policy Choices Shape Economic Performance. Directorate-General for Economic and Financial
- International Monetary Fund. (2024). Spain: 2024 Article IV Consultation–Press Release; and Staff Report. IMF Country Report No. 24/152. Washington, D.C.: International Monetary Fund. Retrieved
- Kindelán, A. (2023). Entrevista a Alejandra Kindelán: Oposición al impuesto temporal a la banca y desafíos de la digitalización. Revista Asesores Financieros EFPA, Número 13, 13 de octubre de 2023.
- Letta, E. (2023). Relanzar Europa: Propuestas para una mayor cohesión y soberanía en la Unión Europea. Fundación Jean-Jaurès. Disponible en:

- Letta, E. (2024). Much more than a market. Fundación Jean-Jaurès, abril.
- Maneely, M., & Ratnovski, L. (2024). Bank Profits and Bank Taxes in the EU (IMF Working Paper No. WP/24/143). International Monetary Fund.
- Morando, A. (2024). El difícil encaje de un impuesto más a la banca. KPMG Tendencia, 3 de julio de 2024.