

TAXAREA TRANZACȚIILOR FINANCIARE ȘI CONSECINȚELE SALE ASUPRA CREȘTERII ECONOMICE, STABILITĂȚII FINANCIARE ȘI FINANȚELOR PUBLICE

Opiniile exprimate în această prezentare aparțin în întregime autorilor și ele nu implică sau angajează în vreun fel Banca Națională a României, Academia de Studii Economice sau Consiliul Fiscal

Conf. univ. dr. Bogdan Moinescu (coordonator)

Lect. univ. dr. Bogdan Dumitrescu Lect. univ. dr. Iustina Boitan

Dezbaterea publică prezintă un profil multi-dimensional

- ❑ efectul net asupra situației finanțelor publice;
- ❑ impactul asupra stabilității piețelor financiare;
- ❑ impactul asupra costurilor de intermediere financiară;
- ❑ modul în care poate preveni viitoare crize, pornind de la reperle crizei financiare internaționale;
- ❑ fezabilitatea tehnică.

! studiile de impact cantitativ sunt limitate, în special la efectele de rundă întâi

Opiniile privind consecințele asupra finanțelor publice sunt polarizate

Argumente în favoarea TTF

- potențial semnificativ de generare de venituri suplimentare la bugetul de stat (Comisia Europeană, 2012; Schulmeister, 2010)
- unele estimări apreciază un impact pozitiv asupra PIB (Griffith-Jones, Persaud, 2012) și implicit asupra încasărilor bugetare
- risc redus de evaziune fiscală – tranzacțiile se desfășoară electronic
- aplicarea globală a TTF este o precondiție pentru maximizarea veniturilor generate (European Association of Co-operative Banks, 2012; Yeandle, 2012; Advisory Group on Finance, 2010)

Argumente împotriva TTF

- venituri reduse din impozitarea tranzacțiilor (Eichengreen, 2012; AFME, 2011; Ernst&Young, 2011; Oxera 2011)
- efect de asimetrie a veniturilor (Comisia Europeană, European Banking Federation, 2012)
- indirect, reduce alte surse de venit ale bugetului de stat (London Stock Exchange, Oxera 2012)
- efect negativ asupra creșterii economice (Oxera, 2012; UK European Scrutiny Committee, 2011)

Intensitatea informațională este ridicată în planul efectelor asupra eficienței pieței

Argumente în favoarea TTF

- comprimare a volumului tranzacțiilor cu frecvență ridicată (Schulmeister, 2010)
- poate contribui la reducerea volatilității prețurilor (Honohan, Yoder, 2010)

Argumente împotriva TTF

- scădere a numărului de tranzacții (Comisia Europeană 2010; FMI, 2011)
- declin al lichidității piețelor (Lanne și Vesala, 2006; Comisia Europeană, 2010; OECD, 2010; European Banking Federation, 2012)
- amplifică volatilitatea prețurilor (Lanne și Vesala, 2006; OECD, FMI, 2010)
- perturbă activitatea de asset management (OECD, 2002; Oxera, 2011; BlackRock, 2011; ISDA, 2011; EFAMA 2011 și 2012)
- ieșiri de capitaluri din UE (European Banking Federation, 2012; European Association of Co-operative Banks, 2012; Oxera, 2011)
- taxarea acordurilor repo va prejudicia semnificativ funcționarea acestei piețe (Oxera, 2011; Bundesbank, 2013; ICMA, 2013; Atkins și Barker, 2013)
- aplicarea unilaterală a TTF deteriorează climatul concurențial (Algirdas, 2012; Eichengreen, 2012; Sanandaji, 2012)

Balanța argumentelor înclină în direcția majorării costului intermedierei financiare

Argumente în favoarea TTF

- reglementările și competiția fac improbabil un efect de transfer al costurilor către clientelă (Hillman și Ashford, 2012)

Argumente împotriva TTF

- risc de transfer al poverii fiscale (Comisia Europeană, 2010; Association of German Banks, 2010; British Bankers' Association, 2010; Eurobarometru, 2011; Center for Policy Studies, 2012; European Banking Federation, 2012)
- majorează costul finanțării bancare (European Banking Federation, 2012)
- majorează costul produselor de economisire pe termen lung (EFAMA, 2012)
- majorare a costurilor tranzacțiilor (OECD, 2010)

Capacitatea de atenuare a factorilor declanșatori ai crizei este considerată incertă

Argumente în favoarea TTF

- limitează substanțial tranzacțiile cu derivate (Krugman, 2009; Schulmeister, 2010; Schäfer, 2012)
- majorează costul operațiunilor speculative (Schulmeister, 2010)
- taxează fiecare etapă din procesul de creare a produselor structurate (Schäfer, 2012)

Argumente împotriva TTF

- nu este orientată către principalele surse de instabilitate financiară (FMI, 2010; OECD, 2010; Vella, 2012)
- afirmația potrivit căreia perceperea TTF va contribui la reducerea probabilității de apariție a crizelor financiare nu este susținută de nicio evidență de ordin empiric

Nici fezabilitatea tehnică a TTF nu este lipsită de controverse

Argumente în favoarea TTF

- colectarea ușoară a taxei de pe piețele reglementate (Schubert, Schulmeister, 2011; Schmidt, 2010; Schmidt, Schulmeister și Jetin, 2010; Stiglitz, 2009)
- inițiativa BCE de a se implica constructiv, alături de CE, în optimizarea configurația taxei (BCE, 2013)

Argumente împotriva TTF

- colectarea taxei de pe piețele OTC este dificil de gestionat (Schubert, Schulmeister, 2011)

De ce s-a propus taxarea tranzacțiilor financiare?

- asigurarea unei contribuții echitabile a sectorului financiar în procesul de consolidare fiscală în statele membre UE (*taxare reparatorie*);
 - ▣ recuperarea costurilor intervențiilor efectuate din fonduri publice în contextul crizei financiare
- creșterea eficienței și stabilității piețelor financiare (*taxare corectivă*);
 - ▣ prevenirea acumulării de vulnerabilități sistemice
- armonizarea taxării sectorului financiar în spațiul european (*taxare armonizată*).
 - ▣ unele state membre au întreprins, deja, măsuri (unilaterale) privind introducerea unor forme de taxare a sistemului financiar

Taxarea cu justificare reparatorie nu poate fi susținută economic în România

- România nu a folosit fonduri publice pentru salvarea sistemului financiar
 - ▣ Nu au existat falimente bancare și nici situații de urgență care să necesite intervenția autorităților de supraveghere, acționarii răspunzând prompt la solicitările preventive de recapitalizare
- Noul regim de soluționare a situațiilor neprevăzute în sistemul bancar permite contracararea riscului sistemic cu resurse private, acumulate în timp prin contribuții de la instituțiile de credit
 - ▣ măsurile de stabilizare creează premisele ieșirii ordonate din piață a oricărei instituții neviabile, indiferent de dimensiunea sau natura activității
 - ▣ asigurarea finanțării procesului de rezoluție se face din contribuțiile colectate de Fondul de Restructurare Bancară

Taxarea în scop corectiv prezintă fundamente economice slabe

- Modelul de afaceri al instituțiilor financiare din România este unul tradițional
 - ▣ Marea majoritate a activelor sistemului bancar este formată din credite acordate sectorului privat, plasamente la banca centrală și titluri de stat
- Tranzacțiile cu risc ridicat nu reprezintă o caracteristică definitorie a operațiunilor băncilor românești
 - ▣ Portofoliile de tranzacționare au reprezentat doar câteva procente din totalul plasamentelor
 - ▣ Instituțiile financiare din România nu au derulat operațiuni de securitizare, nu au emis produse financiare structurate și nu au deținut în portofoliu titluri rezultate din securitizarea pachetelor de credite cu risc ridicat
 - ▣ Operațiunile cu instrumente financiare derivate dețin o pondere nesemnificativă în totalul tranzacțiilor bancare desfășurate

Aplicarea armonizată a TTF este susținută de principiul reciprocității

- Țările de origine a capitalului străin din principalele instituții de credit din România s-au exprimat în favoarea aplicării TTF
 - ▣ Austria, Grecia, Franța
- Absența unei abordări integrate la nivel european poate fi interpretată drept inconsecvență în politicile publice.
 - ▣ Politicile naționale necoordonate ar putea dăuna funcționării pieței unice și ar amplifica **riscul de relocări** de la o piață financiară la alta
- Chiar și în absența taxării, nu este de așteptat ca sistemul financiar românesc să beneficieze de relocări favorabile de capital.
 - ▣ Cererea solvabilă de instrumente financiare este limitată, iar costurile de intermediere financiară sunt încă ridicate în raport cu alte state membre, proporțional cu prima de risc suveran a României.

Care ar fi consecințele pe plan național ale taxării tranzacțiilor financiare ?

- Impactul cantitativ asupra economiei românești a fost examinat prin prisma inter-relaționării dintre situația bugetului de stat, evoluția economiei reale și stabilitatea financiară
 - ▣ cuantificarea efectelor asupra situației finanțelor publice nu s-a limitat doar la cele imediate, ci a inclus și efectele de rundă a doua prin intermediul evoluției veniturilor din taxele și impozitele curente, în strânsă legătură cu dinamica economiei
 - ▣ impactul cumulat asupra creșterii economice a fost modelat pe baza ecartului dintre efectul multiplicator al impulsului fiscal și cel al creditului, în condițiile în care procesul de dezintermediere financiară reprezintă un risc real în contextul introducerii noii taxe
 - ▣ capitalizarea bancară a fost evaluată cumulativ prin intermediul efectelor asupra dinamicii veniturilor nete din dobânzi și a cheltuielilor cu provizioanele, la care se adaugă și costul TTF

Care ar fi dimensiunea spațiului fiscal inițial creat de taxarea tranzacțiilor financiare?

- TTF poate contribui doar marginal la formarea resurselor bugetare (cca 0.3 la sută din PIB),
 - ▣ două treimi ar fi asigurată prin economia înregistrată la plata contribuției la bugetul UE, iar
 - ▣ veniturile din taxarea tranzacțiilor cu TS pe piața secundară formează partea dominantă a resurselor interne
- Efectul net este afectat de majorarea cheltuielilor cu dobanzile

Proiect directivă

Sistem financiar/ Economie reală (mil. lei)	Soldul Bugetului General Consolidat al României (mil. lei)	Contribuția economiei României la Bugetul Uniunii Europene (mil. lei)
- 651, din care		
- 217 (BGC) →	+ 217	
- 434 (BUE) →		+ 434
	+ 1737 ←	- 1737
+ 70 ←	-70	
-581	+1884	- 1303

Cooperare consolidată

Sistem financiar/ Economie reală (mil. lei)	Soldul Bugetului General Consolidat al României (mil. lei)	Contribuția economiei României la Bugetul Uniunii Europene (mil. lei)
- 651, din care		
- 651 (BGC) →	+ 651	
- 0 (BUE) →		+ 0
	+ 0 ←	- 0
+ 70 ←	-70	
-581	+581	0

Cum au fost estimate veniturile bugetare directe rezultate din aplicarea taxei?

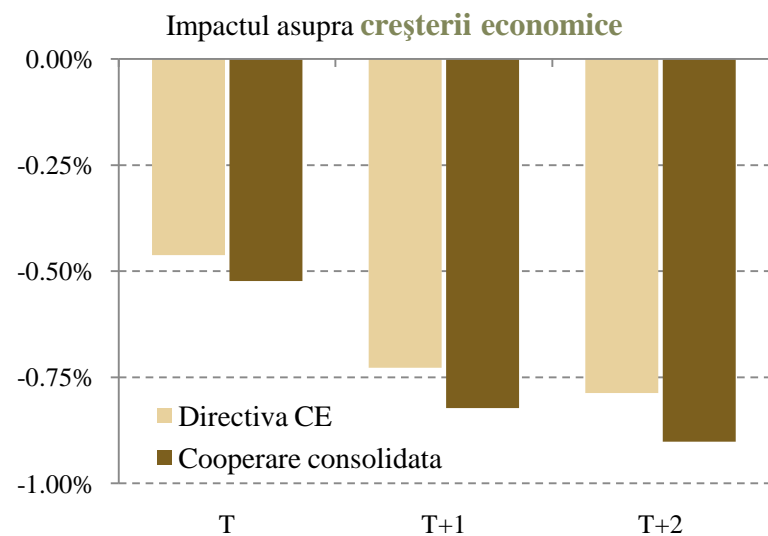
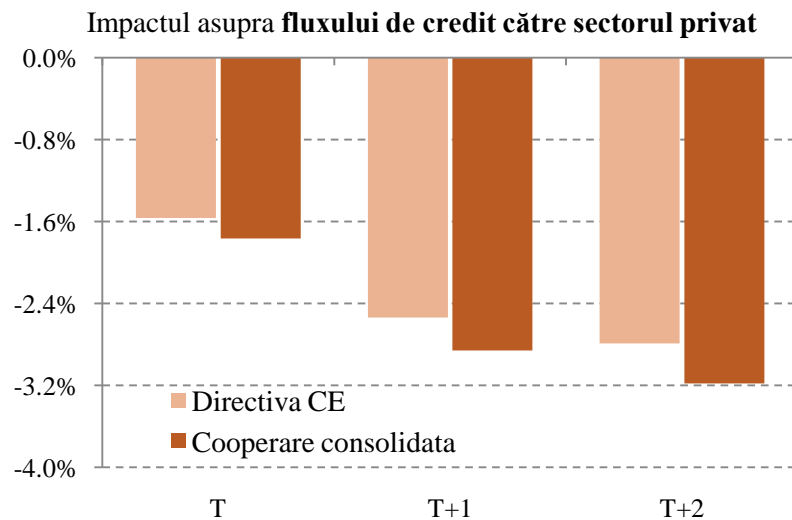
- Formula de calcul a veniturilor bugetare potențiale este cea utilizată de CE, bazată pe cercetările lui McCulloch și Pacillo (2011):

$$R = \tau * V * (1 - E) \left(1 + \frac{\tau}{c}\right)^\varepsilon$$

- unde R desemnează încasările bugetare, τ reprezintă nivelul taxei, V volumul tranzacționat anual, E desemnează rata de realocare sau evaziune, c reprezintă costurile de tranzacționare exprimate în procent față de volumul tranzacționat, ε este elasticitatea volumului de tranzacționare raportată la costuri.
- Utilizând ipoteze pentru parametri de mai sus și date privind diferite segmente ale pieței financiare, am construit trei scenarii privind veniturile bugetare directe rezultate din aplicarea taxei.
- Veniturile bugetare directe încasate din aplicarea taxei se situează în intervalul 400 – 900 de milioane de lei, în scenariul de bază fiind proiectate venituri de 651 milioane de lei.

Efectul cumulat asupra creșterii economice depinde de impulsul creditului

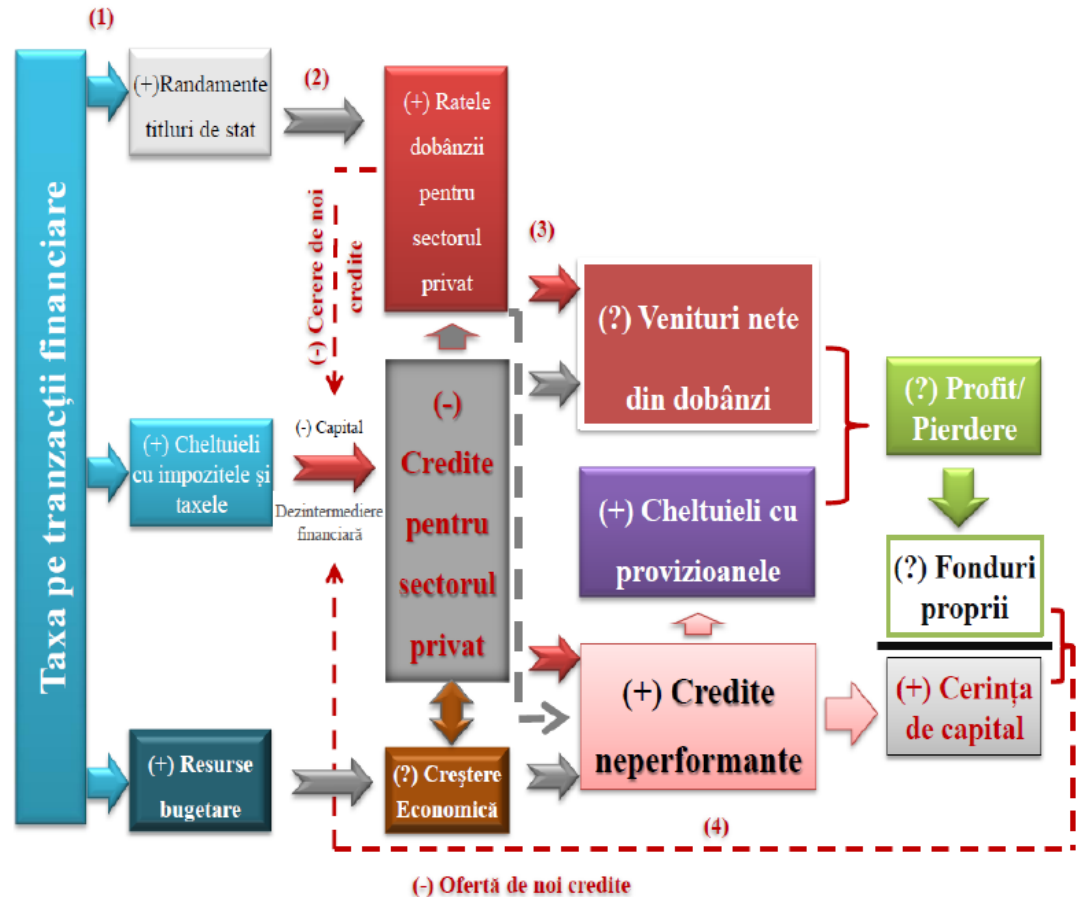
- Achitarea TTF ar pune presiune descendentă pe oferta de credit (aprox. 2% anual), acționând în sensul **dezintermedierii bancare** prin canalul de capital.



- În condițiile în care efectul de redistribuire aferent situației temporar îmbunătățite a bugetului de stat este relativ modest, economia ar urma să intre în teritoriu negativ datorită contracției creditului către sectorul privat

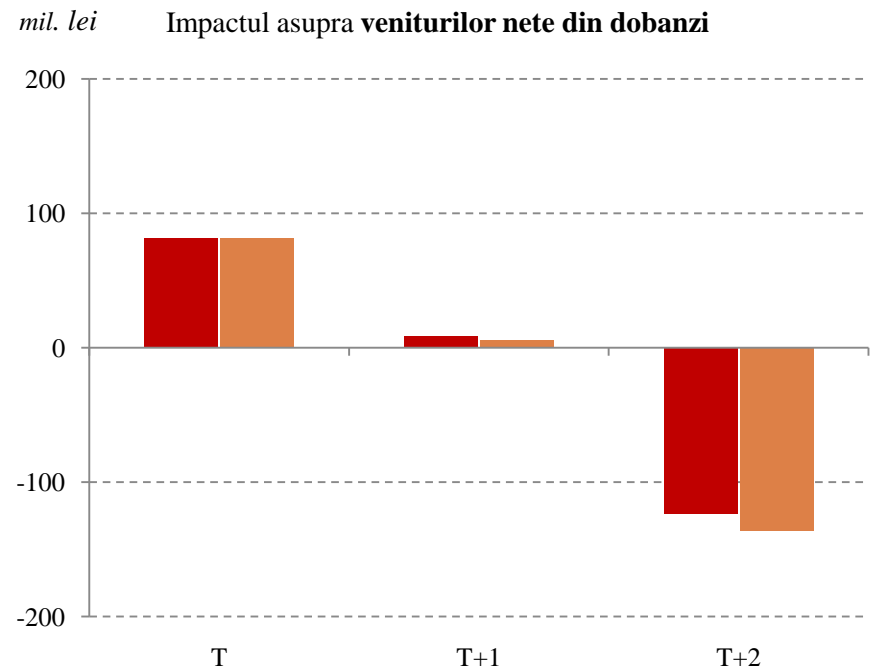
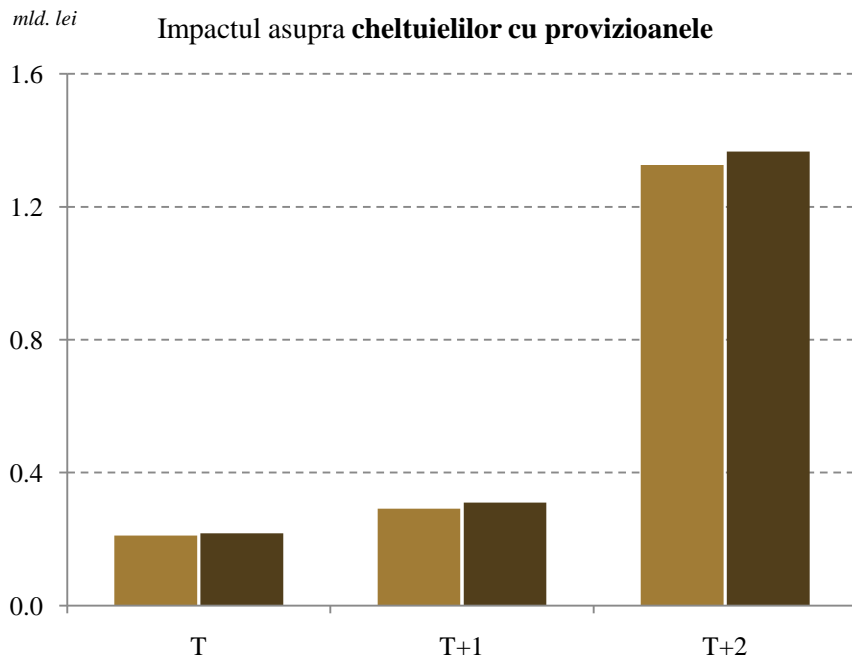
Ce consecințe apar în planul stabilității financiare?

- Dinamica economică negativă afectează, la rândul ei, capacitatea de rambursare a debitorilor, declanșând majorarea cheltuielilor cu provizioanele.
- Îngrijorări suplimentare apar și din zona veniturilor nete din dobânzi.



Impactul net negativ asupra băncilor ar urma să totalizeze circa 3,5 mld. lei...

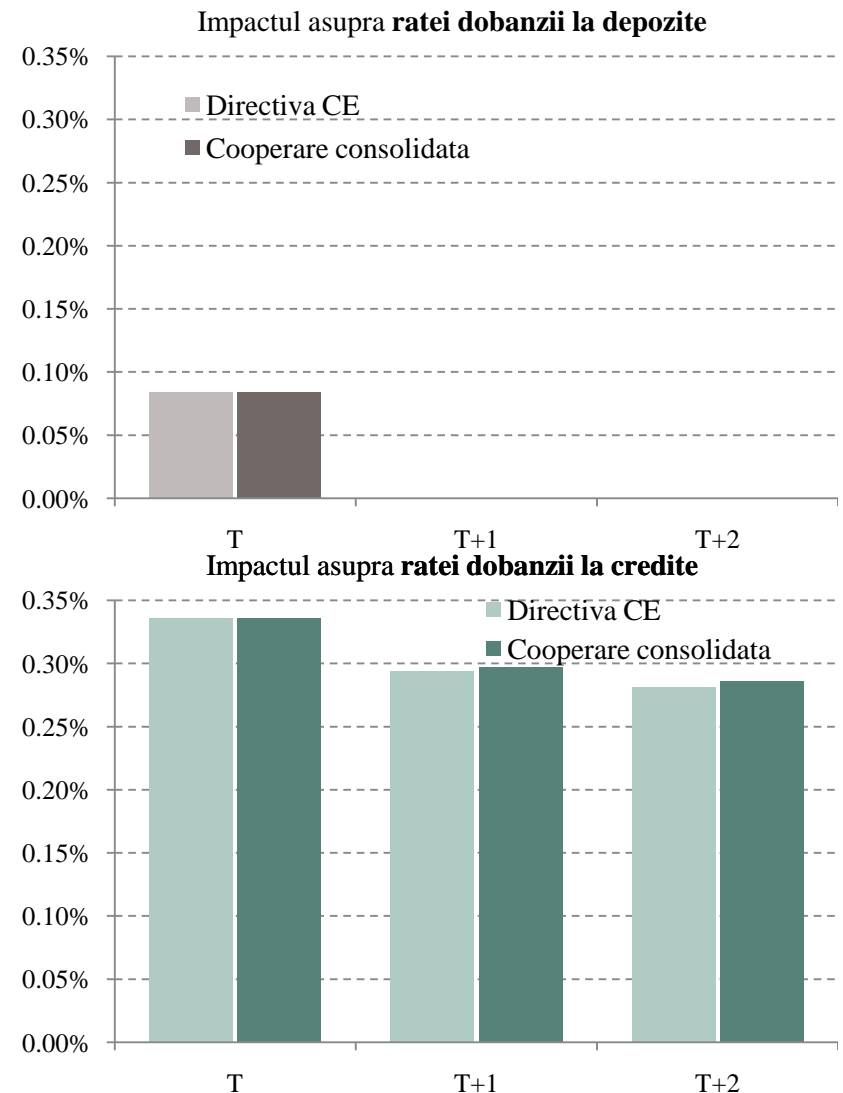
- Efectul direct generat de achitarea TTF (respectiv 1,74 mld. lei) acoperă doar jumătate din costul total



- Comprimarea valorii fondurilor proprii ar fi de aproximativ 11 la sută, în primii trei ani de aplicare.

...iar costurile de intermediere financiară s-ar majora.

- fructificarea depozitelor s-ar îmbunătăți cu doar 0.085 puncte procentuale exclusiv în primul an
- costurile cu dobânda pentru debitorii din sectorul privat s-ar majora cu aproximativ 0.3 puncte procentuale anual, pe fondul suplimentării cheltuielilor cu provizioanele



Pe termen mediu, efectul net ar fi negativ nu numai la nivelul economiei reale și al sectorului financiar, dar și pentru finanțele publice

	BUGET (% în PIB)	CREȘTERE ECONOMICĂ (%)	CAPITALIZARE SISTEM BANCAR (% în capital)
2013	0.147/-0.083	-0.463/-0.524	-2.252/-2.275%
2014	0.041/-0.187	-0.728/-0.823	-2.648/-2.737%
2015	-0.004/-0.223	-0.787/-0.902	-6.413/-6.583%
TOTAL	0.184/-0.492	-1.965/-2.232	-11.3%/-11.6%

- Nici varianta neparticipării la procedura cooperării consolidate nu este lipsită de consecințe nedorite la adresa dezvoltării economice a României
 - ▣ estimările **CE** (DG ECFIN, octombrie 2012) arată că taxarea tranzacțiilor financiare în varianta cooperării consolidate va afecta formarea PIB în euro-zonă cu aproximativ 0,3 la sută anual
 - ▣ ne putem aștepta la creșteri ale PIB mai reduse cu 0,15 – 0,3 procente, chiar dacă România nu subscrie la propunerea taxării tranzacțiilor financiare

Ce concluzii se pot trage? (1)

- TTF ar reprezenta, în context autohton, mai ales taxarea vânzărilor de titluri de stat pe piața secundară, iar efectele de rundă a doua ar aduce o contribuție negativă, nu numai la dinamica economiei reale și performanța sistemului financiar, dar și în termeni de spațiu fiscal
 - ▣ Există riscul formării unei spirale vicioase între riscul suveran și dezintermedierea bancară
- Obiectivele proiectului de directivă pot fi atinse mai eficient prin alte componente ale mixului de politici economice, respectiv:
 - ▣ *politica macroprudențială* - prevenirea acumulării de vulnerabilități sistemice; și
 - ▣ *mecanismele de rezoluție* - evitarea utilizării fondurilor publice pentru soluționarea situației instituțiilor-problemă

Ce concluzii se pot trage? (2)

- Independent de gradul redus în care reparațiile, corecțiile și armonizarea vizate de proiectul CE privind TTF sunt oportune pentru îmbunătățirea rolului jucat în economia autohtonă de sistemul financiar românesc, evaluat de sine-stătător, nu se poate face abstracție de poziția favorabilă TTF exprimată de statele de origine ale principalelor instituții financiare din România, respectiv Austria, Franța și Grecia.
- **Considerăm utilă menținerea unei poziții deschise, care să evite respingerea explicită a perspectivei introducerii unei taxe pe tranzacții financiare în România, păstrând disponibilitatea unei reacții favorabile în ipoteza în care va exista un acord la nivelul Uniunii Europene privind aplicarea unei asemenea taxe**

Ce concluzii se pot trage? (3)

- **Apreciem că acest scenariu trebuie gestionat astfel încât să nu riște crearea unor discontinuități în colectarea contribuțiilor sub formă de „bank levy” aplicată pasivelor negarantate ale instituțiilor de credit exclusiv pentru scopuri de stabilitate financiară, conform mecanismului operațional agreat în prealabil cu partenerii externi (CE/FMI/Banca Mondială)**
- **Continuarea politicii de finanțare a FGDB, atât pe componenta de garantare a depozitelor, cât și pe cea a restructurării bancare, reprezintă o direcție strategică distinctă, căreia trebuie, în opinia noastră, să i se acorde prioritate în raport cu orice alte inițiative de taxare a sistemului financiar**

TAXAREA TRANZACȚIILOR FINANCIARE ȘI CONSECINȚELE SALE ASUPRA CREȘTERII ECONOMICE, STABILITĂȚII FINANCIARE ȘI FINANȚELOR PUBLICE

Opiniile exprimate în această prezentare aparțin în întregime autorilor și ele nu implică sau angajează în vreun fel Banca Națională a României, Academia de Studii Economice sau Consiliul Fiscal

Conf. univ. dr. Bogdan Moinescu (coordonator)

Lect. univ. dr. Bogdan Dumitrescu Lect. univ. dr. Iustina Boitan