
Nuevos cambios en la fiscalidad de los instrumentos financieros: análisis comparativo y efectos sobre el ahorro financiero de las familias

Este artículo ha sido elaborado por Víctor García-Vaquero y Luis Ángel Maza, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCIÓN

La regulación tributaria promulgada a mediados y a finales de 2000 (ver anejo) ha transformado de nuevo la fiscalidad y el régimen de retenciones de los instrumentos financieros (1) que estaba vigente a principios de 2000 [ver García-Vaquero (2000)]. Estos cambios, junto con los realizados a lo largo de los dos años anteriores, han configurado un nuevo panorama fiscal que ha influido en las decisiones de inversión financiera de las familias, afectando, por tanto, a la composición de sus carteras.

Los cambios tributarios introducidos en junio de 2000 han perseguido incentivar el ahorro financiero de las familias a medio y largo plazo y avanzar, en alguna medida, en la neutralidad del régimen de retenciones y de la fiscalidad de los distintos instrumentos financieros. Este artículo ofrece un análisis de estos cambios recientes en la fiscalidad de los activos financieros y de sus efectos sobre las operaciones y la riqueza financieras de las familias.

Para ello, se describen, en la segunda sección, la nueva fiscalidad y el nuevo régimen de retenciones, para, seguidamente, estudiar, en la sección 3, los principales cambios recientes en las decisiones financieras de las familias y su posible relación con las modificaciones fiscales de los dos últimos años. Para profundizar un poco más en el análisis de dicha relación, en la cuarta sección se realiza un análisis más detallado de los incentivos fiscales que introduce la nueva normativa, a partir de un ejercicio de simulación —para distintos activos, niveles de renta y plazos de inversión— de los cambios inducidos por la nueva tributación en la rentabilidad neta después de impuestos (en adelante, rentabilidad fiscal) de un conjunto amplio de instrumentos financieros. Este ejercicio constituye una extensión —en términos de número de activos, niveles de renta y plazos de inversión— del realizado en González-Páramo y Badenes (2000). Finalmente, en la última sección se resumen las principales conclusiones del artículo.

(1) En este artículo se utilizará el concepto «instrumento financiero» en la medida en que esta denominación es la más amplia para designar todo tipo de inversión financiera tanto para familias como para empresas. Asimismo, el concepto «rentas de capital» se referirá a *todos* los rendimientos percibidos por los instrumentos financieros, por lo que también pueden ser, paradójicamente, rendimientos del trabajo (planes de pensiones).

2. CAMBIOS RECIENTES EN LA FISCALIDAD DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Con la publicación, en junio, del RD-Ley 3/2000, se introdujeron nuevos cambios en el régimen de retenciones y en la fiscalidad de varios productos financieros, que posteriormente —en diciembre de 2000— fueron ratificados mediante la Ley 6/2000 (2) (donde además, se introdujeron pequeñas modificaciones adicionales del texto inicial). Los cuadros 1 y 2 recogen, de manera resumida, las principales novedades que, en relación con el tratamiento fiscal del ahorro de las familias, incluye esta nueva normativa.

Así, en primer lugar, se reduce de dos años a solo uno el plazo de inversión a partir del cual las rentas generadas por el ahorro tienen la consideración de ganancias y pérdidas patrimoniales (GyP) y, por tanto, han de ser incluidas en la base imponible especial del IRPF. Al mismo tiempo, se rebaja el tipo impositivo de la base imponible especial, del 20 % al 18 %, equiparándolo, así, con el tipo mínimo de la base imponible general. Además, se reduce la retención a cuenta para las GyP derivadas de la venta de participaciones en instituciones de inversión colectiva (IIC) del 20 % al 18 % y se regula el régimen de compensación de las pérdidas patrimoniales para plazos entre uno y dos años, que antes no estaban contemplados.

Por otro lado, se aumentan los porcentajes de reducción aplicables a los rendimientos del capital mobiliario (RCM) generados por los seguros de vida, jubilación e invalidez (e, indirectamente, a los generados por los *unit-linked* (3), también denominados seguros de fondos de inversión). Para los RCM superiores a 5 años, se aumenta el porcentaje de reducción del 60 % al 65 %, mientras que para los RCM superiores a 8 años se eleva del 70 % al 75 %. Asimismo, se aumentan los límites de reducción de la base imponible por aportaciones a planes de pensiones, que quedan fijados en el 25 % de los rendimientos del trabajo (desde el 20 % anterior) y en 1.200.000 PTA anuales (1.100.000 PTA con anterioridad), y, además, se introducen

(2) Esta norma culmina el trámite de convalidación parlamentaria del RD-Ley 3/2000 mediante la tramitación de este texto como proyecto de ley.

(3) De acuerdo con una resolución de la Dirección General de Tributos de 30 de julio de 1999, posteriormente ratificada en la Ley de Presupuestos de 2000, los *unit-linked* que cumplan determinados requisitos serán considerados fiscalmente como seguros de vida. Se puede definir un *unit-linked* como aquel seguro de vida en el que el tomador (inversor) decide los activos en los que desea que se inviertan las provisiones matemáticas de su seguro, dentro de aquellos activos (fondos o cestas de activos) que le son ofrecidos por la entidad aseguradora de la póliza.

nuevos límites para los mayores de 52 años: 40 % y 2.500.000 PTA anuales.

En otro orden de cosas, se exceptúan de retención o pago a cuenta los intereses de la deuda emitida por las Comunidades Autónomas y Entidades Locales, que se equiparan, de este modo, a los de la deuda pública del Estado registrada en anotaciones en cuenta. Para ello, se exige que la emisión esté registrada en la Central de Anotaciones y que el emisor de la deuda tenga firmado un acuerdo con el Banco de España que establezca el procedimiento de devolución.

Finalmente, hay que señalar, aunque no es el objeto central de este artículo, que respecto a la tributación de las rentas de no residentes, la Ley de acompañamiento reduce al 18 % el tipo general de gravamen de todas las rentas de capital, cuyo tipo anterior era del 25 % para dividendos, intereses y resto de RCM, y del 35 % para las GyP derivadas de las participaciones en IIC. Esta reducción al 18 % también sería aplicable al tipo de la retención o pago a cuenta, de acuerdo con lo establecido en la Ley del impuesto sobre la renta de no residentes.

Como consecuencia de estas modificaciones, los instrumentos financieros que sufren mayores cambios en su fiscalidad son las acciones, las participaciones en IIC y, sobre todo, los planes de pensiones y los contratos de seguros (y por tanto, indirectamente, los *unit-linked* o seguros de fondos). Se evidencia, así, que uno de los objetivos perseguidos por el legislador con los cambios recientes en la normativa es impulsar el ahorro a medio y largo plazo de las familias. Al mismo tiempo, se ha establecido una mayor neutralidad en el régimen de retenciones a cuenta de las rentas del capital, que alcanza, incluso, a las correspondientes a inversores no residentes. Por último, hay que señalar que con las últimas reformas fiscales se ha producido también un descenso significativo de la presión tributaria para las rentas del capital de los inversores no residentes (4), ya que la fiscalidad y la retención o pago a cuenta se han reducido considerablemente.

3. LA EVOLUCIÓN DE LAS CARTERAS DE LAS FAMILIAS

Los cambios realizados en nuestra legislación tributaria en los últimos años han tenido

(4) En el caso de que el inversor sea residente en un país de la Unión Europea o en un país que tenga suscrito un convenio de doble imposición, las rentas recibidas suelen estar sometidas a un tipo de retención reducido o nulo.

Fiscalidad de las rentas procedentes de los instrumentos financieros. Tipos de gravamen

Tipos de rentas	Antes de 1999		A partir de 1999 hasta junio 2000		Junio 2000			
	Renta regular Menos de 1 año	Renta irregular		Corto plazo Menos de 2 años	Largo plazo Más de 2 años	Corto plazo		Largo plazo
		Entre 1 y 2 años	Más de 2 años			Menos de 1 año	Entre 1 y 2 años	Más de 2 años
RCM	Tipo marginal	Tipo medio		Tipo marginal	Tipo marginal con reducción del 30 % (b)	Tipo marginal		Tipo marginal con reducción del 30 % (c)
GyP		Tipo medio	20 % + (a)		20 %			18 %
RT (Planes de pensiones)		Tipo medio			Tipo marginal con reducción del 40 %			Con reducción del 40 %

RCM: Rendimientos de capital mobiliario.

GyP: Ganancias y pérdidas patrimoniales, antes también denominados incrementos y disminuciones de patrimonio.

RT: Rendimientos del trabajo.

Renta General

Renta Especial

Fuente: Elaboración propia.

(a) 20 % +: Con coeficientes monetarios, mínimo exento 200.000 pesetas y exención de GyP derivadas de transmisiones menores de 500.000 pesetas, excepto para instituciones de inversión colectiva.

(b) En el caso de contratos de seguros, las reducciones pueden alcanzar el 60 % y el 70 %, si el período de inversión supera los 5 y 8 años, respectivamente.

(c) En el caso de contratos de seguros, las reducciones pueden alcanzar el 65 % y el 75 %, si el período de inversión supera los 5 y 8 años, respectivamente.

Régimen de retenciones a cuenta de instrumentos financieros

Tipos de activo	Hecho imponible	Renta generada		Retención a cuenta			
				Antes de 1999	1999	Enero-junio 2000	Desde junio 2000
AFRI	Transmisión y amortización	RCM		25 %	18 %		
	Cupón e intereses	RCM					
AFRE	Intereses y dividendos	RCM	Intereses	25 %	18 %		
			Dividendos	25 %		18 %	
	Transmisión, reembolso y amortización	GyP	IIC	—	20 %		18 %
			Seguros y renta fija	—	25 % (a)	18 %	
			Acciones	—	—	—	—

AFRI: Activos financieros con rendimiento implícito.

AFRE: Activos financieros con rendimiento explícito.

GyP: Ganancias y pérdidas patrimoniales, denominadas también incrementos y disminuciones de patrimonio.

RCM: Rendimientos de capital mobiliario.

IIC: Instituciones de inversión colectiva

Fuente: Elaboración propia.

(1) A partir de 1999, tanto los seguros como la renta fija pasan a generar RCM y, por tanto, están sometidos a retención. Antes de 1999, se consideraban GyP y no se practicaba retención.

efectos importantes sobre la composición de la riqueza financiera de las familias españolas y sobre el desarrollo de las instituciones y los mercados financieros en nuestro país.

El cuadro 3 muestra la evolución de los saldos de los activos financieros de las familias (hogares e instituciones sin fines de lucro, según la nueva terminología del SEC 95) a lo largo del período 1998-2000. En primer lugar, destaca el acusado descenso de las tenencias de participaciones en fondos de inversión (desde el 17 % a principios de 1998, al 12 % en diciembre de 2000). La disminución ha sido especialmente intensa en los FIAMM, es decir, en los fondos con vocación de corto plazo, y que compiten directamente con los depósitos bancarios a la vista. En segundo lugar, resulta significativo el sensible avance de las acciones de empresas nacionales, cuyo peso relativo ha subido ocho puntos en los tres últimos años, si bien este desarrollo está fuertemente condicionado por la importante revalorización de estos activos. No obstante, hay que señalar que, a lo largo de los últimos tres trimestres de 2000, el peso de las acciones ha caído casi cuatro puntos como resultado, también, de la caída generalizada de las bolsas nacionales. Finalmente, hay que destacar el crecimiento de los activos exteriores, estrechamente ligado a la evolución de los depósitos en el extranjero que, probablemente, ha respondido a determinadas ventajas fiscales como, por ejemplo, la no retención a cuenta en los depósitos bancarios para los inversores no residentes en algunos otros países.

Un análisis más detallado de las operaciones financieras trimestrales de las familias (ver cuadro 4) y de los balances bancarios y de las IIC revela algunos matices adicionales interesantes. Por un lado, se aprecia un crecimiento espectacular de los depósitos a plazo y las cesiones desde el segundo trimestre de 1999 hasta diciembre de 2000 (alcanzando un peso relativo del 70 % del flujo neto), con especial intensidad en los plazos superiores a dos años. Asimismo, los depósitos a la vista y de ahorro experimentan avances moderados a partir del segundo trimestre de 1998, si bien comienzan a disminuir su crecimiento a partir de mayo de 2000. En paralelo a estos flujos, las participaciones en fondos de inversión disminuyen de forma apreciable.

Por otro lado, los seguros experimentan un avance muy notable a lo largo de esta etapa. Es más, se observa una aceleración a partir del tercer trimestre de 1999, que culmina a finales de 2000, momento en el que recogen más de un 50 % de las nuevas operaciones financieras de las familias. Del conjunto de los seguros, la

modalidad que registra un mayor crecimiento es la de vida, que, a su vez, está mayoritariamente concentrada en *unit-linked*, si bien los seguros de jubilación también tienen un fuerte crecimiento a partir del cuarto trimestre de 1999.

Aunque las variaciones en las rentabilidades relativas —antes de impuestos— y las expectativas de cambios en los tipos de interés y los precios explican, en gran medida, los cambios en la estructura del ahorro financiero, la fiscalidad ha sido, seguramente, un elemento explicativo adicional para algunos de los desplazamientos anteriormente comentados. Así, el cambio fiscal introducido por la nueva Ley del IRPF, que entró en vigor a partir de enero de 1999, junto con la aplicación de la retención de cuenta para las IIC a partir de febrero de 1999 ha debido influir decisivamente en el fuerte y continuo descenso de las participaciones en fondos de inversión desde principios de enero de 1999. Este comportamiento ha sido especialmente acusado en el caso de los FIAMM, hasta julio de 2000, si bien a partir de ese momento se moduló la caída hasta experimentar una moderada subida en enero de 2001, lo que podría estar revelando un incipiente cambio de tendencia.

Adicionalmente, el considerable avance de los depósitos a plazo y las cesiones, en particular a plazos superiores a dos años, viene determinado por la favorable nueva fiscalidad de los RCM a dichos plazos. La suave desaceleración en los depósitos a la vista y de ahorro que se experimentó en la última parte de 2000 podría estar relacionada con la moderación en el descenso de los fondos de dinero y su avance en enero de 2001, ya que la reducción de dos años a un año para la aplicación del tipo fijo del 18 % a las GyP a partir de junio de 2000 ha incentivado la adquisición de participaciones en fondos de inversión para las rentas medias y altas.

Asimismo, la fiscalidad más favorable introducida en julio de 1999 y la flexibilidad operativa (5) de los *unit-linked* les han permitido competir en mejores condiciones con los depósitos a plazo y las participaciones en fondos de inversión, en especial para plazos de inversión largos. De hecho, las entidades de crédito han

(5) Los *unit-linked* son activos financieros híbridos, ya que, a pesar de tener la forma jurídica de un seguro de vida, consisten en «fondo paraguas» mediante los que el inversor puede variar la estructura de su cartera (dentro del conjunto de fondos o cestas de activos ofrecidos por el asegurador) sin tener que tributar como consecuencia de esos cambios (siempre que no se produzca liquidación en todo o en parte del *unit-linked*).

CUADRO 3

Activos financieros de los Hogares

% del total

	1997	1998	1999	2000			
	IV	IV	IV	I	II	III	IV
TOTAL ACTIVOS (en mm de euros)	831	1.009	1.167	1.198	1.151	1.184	1.181
Efectivo	5,9	4,9	4,6	4,3	4,6	4,4	4,5
Depósitos vista y ahorro	14,4	13,6	13,5	13,2	13,9	13,8	13,9
Depósitos plazo y cesiones	16,5	12,5	11,5	11,9	13,0	13,4	14,2
Valores de renta fija	1,8	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0
Ent. de crédito	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
Administ. Públicas	0,9	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
Participaciones en fondos de inversión	17,3	17,7	14,9	13,9	13,3	12,6	12,0
Acciones y otras participaciones (residentes)	26,4	33,9	37,1	38,1	35,5	36,3	34,8
Reservas técnicas de seguro	10,8	10,3	10,6	11,0	11,7	11,7	12,6
Vida	5,3	5,0	5,3	5,6	6,1	6,2	6,4
Jubilación	4,7	4,6	4,5	4,5	4,7	4,7	5,3
Otras	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Activos frente al resto del mundo	3,8	3,3	3,6	3,5	3,8	3,7	4,1
Depósitos y valores renta fija	2,7	2,8	3,1	3,1	3,4	3,3	3,8
Acciones y otras participaciones	1,1	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
Otros activos	3,1	2,8	3,0	3,0	3,1	3,1	3,0

Fuentes: Banco de España (Cuentas financieras trimestrales).

comercializado masivamente este producto como si se tratara de un fondo «paraguas», con excelentes ventajas fiscales a partir de cinco años, donde el tomador del seguro (inversor) puede cambiar su inversión entre un número de cestas o fondos de inversión. Con esta renovada competencia, se ha conseguido introducir una verdadera alternativa a los depósitos bancarios a plazo y a los fondos con vocación a más largo plazo.

Finalmente, el continuo ascenso de los planes de pensiones y, en particular, su intenso crecimiento a partir del cuarto trimestre de 1999 ha sido propiciado por el nuevo tratamiento introducido la Ley del IRPF de 1999, que, a su vez, ha sido mejorado en junio de 2000, y cuyos efectos pueden contribuir a explicar el fuerte crecimiento relativo observado durante los últimos meses de 2000. No obstante, resulta probable que otros desarrollos normativos recientes (como el nuevo reglamento de planes de pensiones y el Real Decreto de exteriorización de los compromisos por pensiones) hayan influido también de manera decisiva en la expansión de los planes de pensiones, en especial, los de la modalidad de empleo.

4. ANÁLISIS COMPARATIVO DE LOS INCENTIVOS FISCALES: RESULTADOS DEL EJERCICIO DE SIMULACIÓN

Para calibrar mejor los efectos de los cambios en la fiscalidad, puede resultar informativo realizar un análisis comparativo basado en la simulación de la rentabilidad fiscal de distintos instrumentos financieros antes y después de dichos cambios, tal y como se hace, por ejemplo, en González-Páramo y Badenes (2000) o Domínguez y López (2000). Con respecto a estos artículos, en este se amplían el número de activos financieros, de niveles de renta de los contribuyentes y de plazos de inversión considerados en la simulación.

En particular, se consideran los siguientes instrumentos financieros: depósitos a corto plazo, depósitos a largo plazo, participaciones en fondos de inversión, seguros de vida, dividendos de acciones, planes de pensiones y cuentas vivienda. Estos instrumentos sirven, además, como referencia útil para analizar la tributación de otros productos distintos. Así, los valores de renta fija al descuento (o cupón cero) con plazo inferior a dos años y los de renta fija a largo plazo con cupón periódico inferior a los dos

CUADRO 4

Operaciones financieras de los Hogares

% del total

	1997	1998	1999	2000			
	IV	IV	IV	I	II	III	IV
TOTAL ACTIVOS (en mm de euros)	13	18	18	8	10	11	21
Efectivo	13,7	10,2	16,2	-23,3	12,4	-1,1	3,0
Depósitos vista y ahorro	33,9	58,2	35,7	6,7	14,8	30,1	5,2
Depósitos plazo y cesiones	-23,0	2,4	48,0	105,9	69,0	78,2	42,2
Valores de renta fija	-2,2	-3,3	5,2	-3,0	0,7	-9,6	-6,5
Ent. de crédito	-3,5	0,8	5,5	-9,6	-2,6	-9,7	-1,6
Admon. Públicas	1,3	-4,2	-0,3	6,5	3,3	0,2	-4,8
Participaciones en fondos de inversión	56,1	18,9	-68,1	-127,4	-80,6	-43,3	-3,2
Acciones y otras participaciones (residentes)	-5,1	-30,0	-31,8	15,9	22,8	-15,6	22,0
Reservas técnicas de seguro	19,6	21,9	68,9	92,6	31,2	40,8	30,6
Vida	7,3	1,1	42,8	64,1	26,8	31,1	10,1
Jubilación	11,4	19,4	24,3	24,2	0,9	6,4	18,8
Otras	0,9	1,4	1,8	4,3	3,6	3,4	1,7
Activos frente al resto del mundo	12,7	7,0	7,6	13,1	26,8	2,2	10,9
Depósitos y valores renta fija	12,0	6,0	9,1	8,9	25,3	2,7	7,1
Acciones y otras participaciones	0,7	0,9	-1,5	4,3	1,5	-0,5	3,8
Otros activos	-5,7	14,8	18,4	19,6	2,8	18,3	-4,3

Fuentes: Banco de España (Cuentas financieras trimestrales).

años —por ejemplo, la deuda pública del Estado no segregada— están sujetos a la misma tributación que los depósitos a corto plazo (RCM gravados al tipo marginal). Los valores de renta fija a largo plazo sin cupón —como los bonos segregados— tienen la misma consideración fiscal que los depósitos a largo plazo (RCM con la posibilidad de reducción del 30 % a partir del segundo año). Por su parte, las acciones que no reparten dividendos tienen la misma consideración tributaria que las participaciones en fondos de inversión ya que ambos instrumentos generan solo GyP. Finalmente, los seguros de jubilación e invalidez y los *unit-linked* son equiparables al seguro de vida, de forma que solo generan RCM, pero con posibilidad de aplicar reducciones del rendimiento en función del plazo de la inversión.

La comparación de las rentabilidades fiscales se basa en un ejercicio de simulación, cuyos principales supuestos son los siguientes: en primer lugar, se considera una inversión única de 6.000 euros que tiene lugar al principio del periodo. Con objeto de aislar adecuadamente los efectos de la tributación, se parte de un rendimiento financiero fijo común a todos los activos (que se fija en el 5 %). Para cubrir un conjunto amplio de niveles de renta y plazos de inversión, se consideran cuatro bases im-

nibles distintas (6) (12.000, 27.000, 42.000 y 72.000 euros) y seis plazos diferentes (uno, dos, tres, seis, nueve y quince años). En segundo lugar, se supone que las rentas se reciben al final de cada período, momento en el que se reinvierten los rendimientos al capital. En tercer lugar, para simplificar los cálculos, no se tienen en cuenta ni el momento ni el nivel de la retención, ya que el reducido nivel de las retenciones (18 %) y de los tipos de interés de mercado, unido a la mayor rapidez en el procedimiento en la devolución de impuestos, determina que el efecto de la retención a cuenta no influya significativamente en los resultados finales (a diferencia de lo que ocurría hace algunos años). Por último, se han empleado en la simulación los tipos impositivos marginales en lugar de los tipos efectivos. Aunque la utilización de los tipos efectivos recoge de forma más ajustada la tributación final, la aproximación mediante los tipos marginales no es probable que afecte de manera significativa a los resultados o a las conclusiones finales [ver García-Vaquero (1995) y Gonzalez-Páramo y Badenes (2000)].

(6) Las bases imponibles utilizadas en este ejercicio se consideran los ingresos brutos menos los mínimos vitales aplicables a cada contribuyente inversor.

Debido al elevado número de variables que se consideran, resulta especialmente complejo obtener conclusiones simples. No obstante, el cuadro 5 ofrece un resumen sintético de los resultados más destacables en relación con el tratamiento fiscal de los distintos instrumentos tras los cambios más recientes.

Los planes de pensiones son los productos financieros mejor tratados. No obstante, a diferencia del resto de activos, el rendimiento fiscal de los planes de pensiones aumenta con el nivel de renta, a partir de dos años, y disminuye con el plazo de inversión. Como consecuencia de ello, este instrumento es tanto más interesante cuanto mayor sea la renta del contribuyente y, en principio, cuanto menos tiempo dure la inversión (con excepción de la inversión a menos de dos años). No obstante, la escasa liquidez de los planes de pensiones resta relevancia al análisis por plazos.

Las cuentas ahorro vivienda son los activos que ofrecen mayores ventajas después de impuestos para plazos más cortos, sobre todo a uno y a dos años. Este producto está sujeto, además, a una progresividad mucho más moderada que otros activos. Sin embargo, por la propia naturaleza de este activo, la norma tributaria establece que el plazo máximo de inversión es de cuatro años, por lo que este no es un producto susceptible de canalizar una inversión a largo plazo.

Las acciones que solo reparten dividendos se sitúan en un lugar destacado en los plazos cortos. Además, el tratamiento fiscal de los dividendos es más beneficioso para rentas bajas, en la medida en la que el procedimiento de deducción por doble imposición causa una elasticidad tributo-renta más acusada, de forma que el crédito fiscal de la cuota contribuye a aumentar algunos puntos básicos la rentabilidad (aunque de forma mucho menos acusada que las cuentas vivienda). No obstante, hay que matizar que los resultados para cada inversor son los mismos, con independencia del plazo de inversión, ya que no se ha contemplado la posibilidad de pagos de dividendos con plazo superior a un año. De hecho, en los sistemas financieros desarrollados, son más habituales los pagos de dividendos trimestrales, semestrales y anuales frente a los superiores a un año.

Los contratos de seguros de vida aparecen como los activos más atractivos a medio y largo plazo, en especial a partir de los 5 años y, de forma más importante para inversores de rentas medias y altas, ya que la fiscalidad de este instrumento suaviza la progresividad del impuesto. En la simulación, por ejemplo, resultan

mucho más interesantes para los contribuyentes con bases imponibles superiores a 42.000 euros los seguros de vida que cualquier otro activo. Como ya se ha comentado, esta tributación favorable también es aplicable a los *unit-linked* y, como se verá más adelante, en alguna medida es la responsable de su fuerte expansión.

Los fondos de inversión y las acciones que no reparten dividendos ofrecen una rentabilidad fiscal intermedia, aunque superior a la de los depósitos en determinados supuestos. En efecto, esta rentabilidad resulta especialmente elevada para plazos superiores a un año y para los inversores con rentas medias y altas, ya que, al tener un tipo impositivo fijo, resulta proporcionalmente regresiva respecto al nivel de renta.

Finalmente, los depósitos bancarios son los activos que generan un rendimiento fiscal más moderado respecto de sus competidores, salvo para el caso de los inversores con rentas medias y bajas (en particular con un tipo marginal efectivo inferior al 25,7 %). Como se aprecia en el cuadro 5, para los contribuyentes con rentas de 12.000 euros o menos y con plazos de inversión a más de dos años, los depósitos tienen una tributación menos onerosa que los fondos de inversión, en la medida en la que pueden beneficiarse de la reducción del 30 % del RCM generado.

Los comentarios anteriores ponen de manifiesto, una vez más, la importancia del nivel de renta a la hora de analizar los incentivos fiscales que introduce la legislación tributaria. El gráfico 1 muestra que las diferencias en los rendimientos fiscales tienden a ser mayores cuanto mayor es el nivel de renta.

Con objeto de analizar con mayor profundidad los efectos inducidos por los cambios más recientes, tiene sentido completar el análisis anterior con un nuevo ejercicio de simulación basado en los parámetros fiscales anteriores al cambio y comparar las rentabilidades fiscales obtenidas con las del cuadro 5. En el cuadro 6 se presentan, en puntos básicos (pb), los cambios en las rentabilidades fiscales según tipo de instrumento, plazo de inversión y nivel de renta, inducidos por la nueva fiscalidad en 2000.

Como puede verse, la modificación de mayor entidad se produce en los planes de pensiones para las rentas más bajas. En efecto, el hecho de aumentar los límites máximos y, en especial, el porcentaje de deducción de la base imponible del 20 % al 25 % ha aumentado el atractivo de este producto, en mayor me-

CUADRO 5

Rendimiento neto simulado después de impuestos según normativa fiscal en 2000 (a)

%

	Años de permanencia					
	1	2	3	6	9	15
INSTRUMENTO FINANCIERO						
Niveles de renta (euros)						
DEPÓSITO A CORTO PLAZO (b)						
12.000	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80
27.000	3,14	3,14	3,14	3,14	3,14	3,14
42.000	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75
72.000	2,60	2,60	2,60	2,60	2,60	2,60
DEPÓSITO CUENTA VIVIENDA						
12.000	22,12	12,59	9,58	...	...	...
27.000	21,34	11,87	8,88	...	...	...
42.000	20,88	11,45	8,47	...	...	...
72.000	20,71	11,29	8,31	...	...	...
DEPÓSITO A LARGO PLAZO (c)						
12.000	3,80	3,80	4,19	4,24	4,28	4,36
27.000	3,14	3,14	3,74	3,81	3,87	3,99
42.000	2,75	2,75	3,48	3,55	3,62	3,76
72.000	2,60	2,60	3,37	3,45	3,53	3,67
FONDO DE INVERSIÓN (d)						
12.000	3,80	4,12	4,14	4,18	4,23	4,32
27.000	3,14	4,12	4,14	4,18	4,23	4,32
42.000	2,75	4,12	4,14	4,18	4,23	4,32
72.000	2,60	4,12	4,14	4,18	4,23	4,32
SEGURO DE VIDA						
12.000	3,80	3,82	4,19	4,62	4,75	4,78
27.000	3,14	3,17	3,74	4,41	4,61	4,65
42.000	2,75	2,78	3,48	4,29	4,53	4,58
72.000	2,60	2,63	3,37	4,24	4,49	4,55
DIVIDENDOS DE ACCIONES						
12.000	5,32	5,32	5,32	5,32	5,32	5,32
27.000	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40
42.000	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
72.000	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64
FONDOS DE PENSIONES						
12.000	5,00	5,00	9,25	7,10	6,40	5,84
27.000	5,00	5,00	12,71	8,79	7,51	6,50
42.000	5,00	5,00	15,39	10,07	8,36	7,00
72.000	5,00	5,00	16,60	10,65	8,73	7,22

Fuente: Banco de España.

- (a) Véase el texto principal para una descripción detallada de los supuestos en los que se basan las simulaciones.
 (b) Similar al tratamiento fiscal de la renta fija con cupón.
 (c) Similar al tratamiento fiscal de la renta fija cupón-cero.
 (d) Similar a las plusvalías de acciones.

Cambios en el rendimiento neto simulado después de impuestos tras las modificaciones fiscales en 2000. En puntos básicos (a)

	Años de permanencia					
	1	2	3	6	9	15
INSTRUMENTO FINANCIERO						
Niveles de renta (euros)						
DEPÓSITO A CORTO PLAZO (b)	—	—	—	—	—	—
DEPÓSITO CUENTA VIVIENDA	—	—	—	—	—	—
DEPÓSITO A LARGO PLAZO (c)	—	—	—	—	—	—
FONDO DE INVERSIÓN (d)						
12.000	—	10	10	9	9	8
27.000	—	10	10	9	9	8
42.000	—	10	10	9	9	8
72.000	—	10	10	9	9	8
SEGURO DE VIDA						
12.000	—	—	—	5	5	5
27.000	—	—	—	9	8	7
42.000	—	—	—	10	10	9
72.000	—	—	—	11	10	9
DIVIDENDOS DE ACCIONES	—	—	—	—	—	—
FONDOS DE PENSIONES						
12.000	78	37	124	71	52	37
27.000	47	47	122	64	45	30
42.000	—	—	—	—	—	—
72.000	—	—	—	—	—	—

Fuente: Banco de España.

(a) Véase el texto principal para una descripción detallada de los supuestos en los que se basan las simulaciones.

(b) Similar al tratamiento fiscal de la renta fija con cupón.

(c) Similar al tratamiento fiscal de la renta fija cupón-cero.

(d) Similar a las plusvalías de acciones.

didada para aquellos inversores que tenían un menor nivel de renta. Este efecto es mucho más evidente en nuestra simulación ya que se ha establecido una inversión única de 6.000 euros, por lo que con la normativa de 1999, la deducción máxima para un contribuyente con rentas de 12.000 euros era de 2.400 euros, mientras que en el 2001 es de 3.000 euros, lo que reduce sensiblemente el tipo impositivo efectivo y por tanto aumenta la rentabilidad neta de impuestos. Este incentivo, que oscila entre 30 y 124 pb, es progresivamente menos intenso a partir de tres años, lo cual es compatible con el efecto financiero de la deducción de la base imponible en el primer año de declaración.

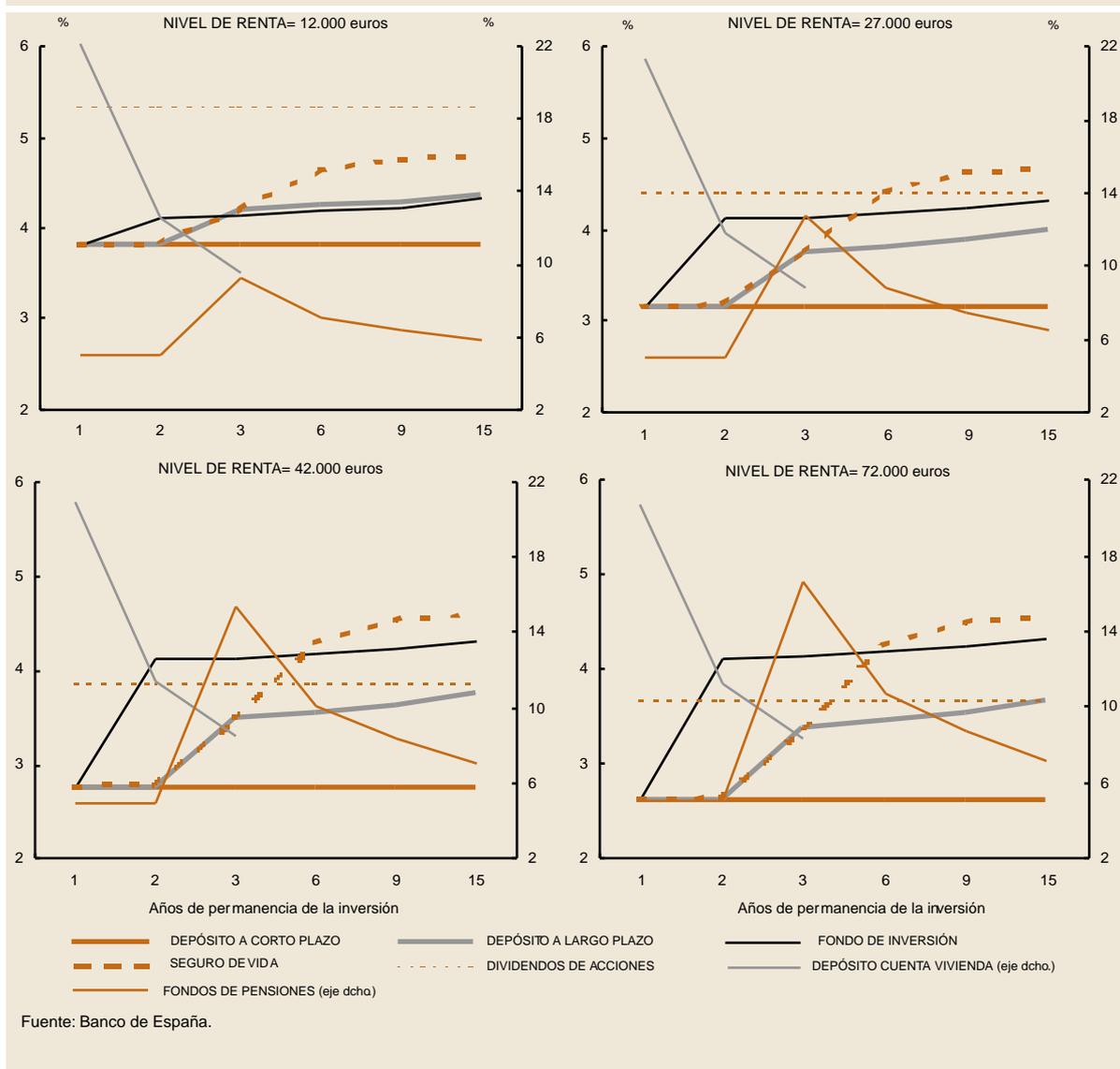
Por otro lado, el cambio de la legislación ha añadido ventajas fiscales para los seguros de vida, aunque solo para las inversiones superiores a cinco años. Estos incentivos son mucho menos intensos que los anteriormente comen-

tados para los planes de pensiones. En todo caso, el incentivo resulta mayor para las rentas más elevadas, al ser el IRPF un impuesto progresivo.

Por último, las participaciones en fondos de inversión han tenido también un incentivo tributario con el cambio normativo de junio de 2000, para inversiones superiores a un año, ahora integradas en la base imponible especial. Como se observa en el cuadro 6, los incentivos para las participaciones, que oscilan entre los 8 y los 10 puntos básicos, se diferencian de los anteriores en que no varían con el plazo, en la medida en que se ha reducido el tipo impositivo de la base especial del 20 % al 18 %, tipo fijo y único para cualquier nivel de renta.

A la luz de estos resultados, se puede afirmar que en los próximos años es posible que aumente la demanda de las familias de las participaciones en los planes de pensiones, segu-

GRÁFICO 1



ros de vida y, en menor medida, de participaciones en fondos de inversión. De hecho, las primeras informaciones disponibles apuntan a que los seguros de vida, en particular los *unit-linked*, y los planes de pensiones han seguido creciendo a buen ritmo en el cuarto trimestre de 2000.

5. CONCLUSIONES

El reciente cambio en la normativa fiscal ha modificado de nuevo el panorama tributario de los instrumentos financieros en España. La modificación ha sido menos intensa que las realizadas entre 1998 y 1999 [ver García-Vaquero (2000)] y establece un marco tributario y un ré-

gimen de retenciones más neutral. Después de tres reformas fiscales, se puede afirmar que las retenciones y pagos a cuenta de los distintos instrumentos financieros tienen el mismo tipo de retención (18 %) tanto para los inversores nacionales individuales y societarios como para los inversores no residentes.

Los nuevos cambios introducidos podrían tener alguna incidencia importante sobre las decisiones de cartera de las familias españolas. Así, en primer lugar, tanto las acciones como las participaciones en IIC han aumentado su atractivo para los inversores con rentas medias y altas ya que, por un lado, se reduce de dos años a solo uno el período de inversión para que sus GyP se computen en la base im-

ponible especial; por otro, se reduce del 20 % al 18 % el tipo de gravamen fijo para estas GyP; y, por último, disminuye del 20 % al 18 % la retención a cuenta de las GyP procedentes de IIC (ya que las de las de acciones todavía están exentas). En cierto modo, el RD-Ley de junio de 2000 vuelve a proporcionar un cierto incentivo a los fondos de inversión después de haber perdido estas algunas ventajas fiscales frente a los depósitos bancarios a plazo tras la aplicación de Ley del IRPF para 1999.

Por otra parte, el reciente cambio fiscal ha incentivado también la adquisición tanto de seguros de vida como de planes de pensiones, en la medida en que se han aumentado los porcentajes de reducción del RCM para las inversiones a largo plazo de los primeros y se han aumentando los límites de reducción de la base imponible de los segundos. La simulación realizada en este trabajo revela que los incentivos fiscales han sido especialmente intensos para los planes de pensiones de contribuyentes con rentas medias y bajas. Asimismo, los incentivos a la contratación de seguros de vida (y por extensión los de jubilación y *unit-linked*) con plazos superiores a cinco son más acusados cuanto mayor es el nivel de renta. Finalmente, las participaciones en fondos de inversión han recibido un incentivo moderado para todos los plazos superiores a un año.

A la vista del nuevo panorama fiscal, es previsible que, *caeteris paribus*, los fondos de inversión moderen su ritmo de caída y, a medio plazo, inicien una suave recuperación. Además, los *unit-linked* o seguros de fondos es probable que sigan desempeñando un papel central en las inversiones a más largo plazo (más de cinco años) de las familias, ya que a su favorable fiscalidad se une su elevada flexibilidad para realizar cambios en la cartera sin implicaciones fiscales. Los planes de pensiones, por su parte, podrían continuar creciendo a un buen ritmo, si bien los actuales límites fiscales máximos (de 1,2 millones por titular) restringen en gran medida su expansión en el conjunto de la riqueza financiera del público. La participación directa de acciones nacionales en el conjunto de la riqueza financiera del público podría tender a recolocarse a través de inversiones colectivas, sobre todo para inversores con rentas más altas.

Con todo, se puede afirmar que el legislador ha conseguido una parte de los fines que perseguía con la reforma, como el impulso del ahorro a medio y largo plazo de las familias y una mayor neutralidad en el régimen de retenciones a cuenta de las rentas del capital, que alcanza incluso las correspondientes a inverso-

res no residentes. De hecho, con las últimas reformas fiscales también se produce un descenso significativo de la presión tributaria para las rentas del capital de los inversores no residentes, ya que la fiscalidad y la retención o pago a cuenta se establecen en el 18 %. Asimismo, la mayor equiparación fiscal en el régimen de retenciones seguirá impulsando los mercados de renta fija y de forma más intensa los de activos de corto plazo.

Sin embargo, como señalan González-Páramo y Badenes (2000), la nueva Ley del IRPF y las sucesivas reformas y desarrollos no han conseguido establecer aún una tributación homogénea de las rentas del capital, de modo que la presión fiscal sobre el ahorro doméstico sigue dependiendo de un elevado número de variables, como el tipo de activo, la naturaleza jurídica del emisor, el plazo de inversión y el nivel de renta del ahorrador. A esta elevada complejidad se une la falta de un marco tributario duradero que propicie una planificación financiera estable a largo plazo.

Una mayor homogeneidad en el tratamiento fiscal de los distintos activos financieros y una mayor estabilidad legislativa permitirían configurar un marco tributario que eliminaría los incentivos «discontinuos» a una serie de instrumentos (y, en definitiva, instituciones) que introducen complejidad en el esquema fiscal y producen distorsiones en la asignación, socialmente eficiente, de los recursos financieros.

17.4.2001.

BIBLIOGRAFÍA

- DOMÍNGUEZ BARRERO, F. y LÓPEZ LABORDA, J. (2000). «Los efectos de la fiscalidad sobre el ahorro a largo plazo, tras el Real Decreto-Ley 3/2000, de 23 de junio», *Actualidad financiera*, noviembre.
- GARCÍA-VAQUERO, V. (1995). «La fiscalidad de los activos y el desarrollo de los mercados financieros», *Boletín económico*, Servicio de Estudios, Banco de España, marzo.
- (2000). «La nueva fiscalidad de los instrumentos financieros: efectos iniciales sobre el ahorro y los mercados financieros», *Boletín económico*, Servicio de Estudios, Banco de España, febrero.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. M. y BADENES PLÁ, N. (2000). *Los impuestos y las decisiones de ahorro e inversión de las familias: Un análisis comparado de la fiscalidad efectiva sobre los activos financieros y reales en España*, Estudios de la Fundación FIES, nº 8, Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas, marzo.
- (2000). *Las medidas fiscales de estímulo del ahorro contenidas en el Real Decreto Ley 3/2000: análisis a través del tipo marginal efectivo*, Papeles de Trabajo, nº 2000/6, Instituto de Estudios Fiscales.

ANEJO LEGISLATIVO

Normas fiscales que entraron en vigor en 2000

Real Decreto-Ley 3/2000, de 23 de junio, por el que se aprueban medidas fiscales urgentes de estímulo al ahorro familiar y a la pequeña y mediana empresa.

Normas fiscales que han entrado en vigor en 2001

Ley 6/2000, de 13 de diciembre, por la que se aprueban medidas fiscales urgentes de estímulo al ahorro familiar y a la pequeña y mediana empresa (Ley del IRNR).

Ley 13/2000, de 28 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2001 (también denominada, Ley de Presupuestos).

Ley 14/2000, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y de orden social (también denominada, Ley de Acompañamiento).

Real Decreto 3472/2000, de 29 de diciembre, por el que se modifican determinados artículos del reglamento del impuesto de sociedades en materia de amortización de elementos patrimoniales, provisión por insolvencias de entidades financieras, colaboración externa en la prestación y gestión de declaraciones e imputación temporal de ingresos y gastos, así como del reglamento del impuesto de la renta de las personas físicas en materia de rendimientos irregulares del trabajo y plazo para la presentación de determinada declaración.

Real Decreto 1948/2000, de 1 de diciembre, por el que se extiende a la deuda emitida por Comunidades Autónomas y Entidades Locales los procedimientos de pago de interés exceptuados de retención existentes para la deuda del Estado.