

BANCO DE ESPAÑA

EFECTOS SOBRE LA POLÍTICA ECONÓMICA
ESPAÑOLA DE UNA FISCALIDAD DISTORSIONADA
POR LA INFLACIÓN

P. Martínez Méndez

SERVICIO DE ESTUDIOS
Documento de Trabajo nº 9317

BANCO DE ESPAÑA

EFECTOS SOBRE LA POLÍTICA ECONÓMICA ESPAÑOLA DE UNA FISCALIDAD DISTORSIONADA POR LA INFLACIÓN

P. Martínez Méndez (*)

(*) La versión final de este documento data de principios de 1992, y en ella tiende a reflejarse una coyuntura de la economía en general, de la balanza de pagos, del tipo de cambio y de los mercados inmobiliarios que, desde entonces, ha sufrido importantes cambios. Sin embargo, éstos no afectan al fondo de ninguno de los problemas abordados, que subsisten intactos en un marco general distinto. Por ello, se ha optado por no actualizar la redacción, lo que hubiera llevado sólo a cambios o precisiones de carácter marginal, que cualquier lector podrá hacer por sí mismo a la vista de esta advertencia general.

Agradezco las opiniones y sugerencias recibidas de O. Bover, J. M. González Páramo, F. Gutiérrez, L. A. Mañas, M. Pellicer, R. Repullo y J. M.^a Roldán, así como la colaboración de S. Aramburu.

SERVICIO DE ESTUDIOS
Documento de Trabajo n.º 9317

El Banco de España al publicar esta serie pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

ISBN: 84-7793-245-X

Depósito legal: M-22677-1993

Imprenta del Banco de España

INDICE

1. Introducción y resumen
2. Incidencia teórica de la fiscalidad sobre los tipos de interés y el tipo de cambio
 - 2.A. Un esquema simplificado
 - 2.B. Aproximaciones a la realidad
3. Evasión fiscal
 - 3.A. Efectos directos de la evasión
 - 3.B. Efectos indirectos de la evasión
 - 3.C. Efectos recaudatorios de la evasión
4. Evidencia empírica
5. Aspectos internos de la política monetaria
6. Aspectos externos de la política monetaria
7. Mercados inmobiliarios
8. Posibilidades de reforma fiscal

1. INTRODUCCION Y RESUMEN

En la literatura económica relativa a temas financieros existe, desde mediados de los años setenta, una creciente bibliografía que incorpora la existencia de variables fiscales y analiza la peculiar incidencia de éstas sobre los tipos de interés. Sus inevitables referencias a supuestos fiscales concretos, próximos a la realidad de uno u otro país, explica, acaso, que sus conclusiones no hayan tendido a ser aceptadas con la generalidad que merecen. Escasean en ella, además, los intentos de calibrar las implicaciones financieras de la fiscalidad en su vertiente macroeconómica y sus eventuales repercusiones sobre la política monetaria. Por otra parte, la mayoría de las administraciones fiscales tiende a mostrarse reacia a tomar en consideración las repercusiones financieras de la fiscalidad.

El objeto de este documento es llamar la atención sobre la trascendencia de esas cuestiones en el caso de la economía española, como explicación de unos problemas concretos de política económica —política monetaria en su faceta interior, política monetaria en su faceta exterior y mercados inmobiliarios— de difícil justificación y solución a partir de otras explicaciones alternativas. Este trabajo no pretende, en consecuencia, desarrollar un análisis teórico en torno al tema —aunque sí se recordarán las ideas esenciales al respecto—, ni aspira a aportar una evidencia empírica que convalide de forma indudable las conclusiones que se presenten —aunque sí se examinarán algunos datos relevantes—. En suma, lo que sigue ha de verse como un conjunto de hipótesis razonables, para discutir y contrastar. En todo caso, de ser válidas, se seguiría la importante implicación de que los problemas sobre los que inciden no se van a poder resolver recurriendo a instrumentos tradicionales de política económica, sino revisando el diseño de nuestro sistema fiscal.

El **epígrafe 2** se dedica a resumir, partiendo de los dos trabajos del autor que se citan en la nota 2, las consideraciones teóricas que presiden el presente documento y que se sintetizan en la idea de que, suponiendo que opera una tendencia a la igualación de todos los tipos de interés netos de impuestos, la existencia de regímenes fiscales distintos para las diversas rentas de capital se ha de traducir en diferencias en los correspondientes tipos de interés antes de impuestos. De hecho, la aplicación, en el caso de muchos instrumentos financieros, de una fiscalidad que no tiene en cuenta el impacto de la inflación sobre los tipos de interés nomi-

nales se ha de traducir en una presión alcista sobre éstos, motivada por razones fiscales y adicional a la que la inflación, por sí sola, pueda tener. Los tipos de interés de mayor relieve para la política monetaria y los que tienen una incidencia más directa sobre los movimientos internacionales de capital figuran justamente entre los que, en principio, se han de ver más afectados al alza. A través de éste y de otros efectos más directos, las distorsiones fiscales ligadas a la inflación ejercerán también una influencia sobre los movimientos internacionales de capital y sobre el tipo de cambio. En el **epígrafe 3** se analiza el tema de la evasión fiscal de las rentas de capital y el de la lucha contra ella, que se equipara a un incremento de la fiscalidad que, en promedio, recae sobre dichas rentas. Esto constituye otro elemento, potencialmente importante, que, sumado a las modificaciones de los tipos impositivos legales y de la tasa de inflación, configura la problemática ya mencionada. En el **epígrafe 4** se pasa revista, en fin, a algunos datos estadísticos referentes a la economía española. Aunque resultan muy insatisfactorios desde el punto de vista de una verificación empírica —muy difícil por otra parte—, no contradicen la visión de que la evolución de los tipos de interés nominales de varios instrumentos financieros importantes se ha visto, en efecto, impulsada al alza por razones fiscales. Estas últimas aparecen asociadas más a la lucha contra la evasión fiscal que al incremento de los propios tipos impositivos.

Partiendo de esa hipótesis, se pasa revista, en el **epígrafe 5**, a sus implicaciones con relación a la vertiente interior de la política monetaria, para concluir que ésta ha sido menos restrictiva de lo que se ha tendido a juzgar a la vista del nivel y evolución de los tipos de interés nominales antes de impuestos que constituyen sus referencias usuales. Se pasa revista, asimismo, a una serie de problemas de carácter más técnico, también derivados de la interacción de fiscalidad, inflación y política monetaria. En el **epígrafe 6** se consideran las repercusiones del mismo problema sobre la política de tipo de cambio. A la vista de que los tipos de interés de una serie de instrumentos financieros españoles que son relevantes para los movimientos internacionales de capital pueden estar más afectados al alza, por razones estrictamente fiscales, que los de otros países, se deduce que es muy probable que esas diferencias de trato fiscal hayan desempeñado un papel significativo en las presiones tendentes a la apreciación de la peseta y en las entradas de capital extranjero. Esto significa que las dificultades que, en cualquier caso, existieran para coordinar un objetivo de tipo de cambio, como el que supone la integración de España

en el Sistema Monetario Europeo, con un objetivo de control monetario interior se ven agravadas por la formulación de unos «objetivos» implícitos relativos al diseño del sistema fiscal. Estos conducen a unos niveles de tipos de interés antes de impuestos que, vistos desde la perspectiva exterior, son excesivos y, vistos desde la perspectiva interior, resultan insuficientes. En fin, en el epígrafe 7, se contempla la presumible incidencia de los problemas enunciados más arriba sobre los mercados inmobiliarios, cuyo formidable auge en los últimos años resulta difícil de explicar sin incorporar la presencia de una demanda motivada tanto por las diferencias legales de trato fiscal entre activos reales e instrumentos financieros como por las posibilidades relativas de evasión fiscal.

Por último, en el epígrafe 8, se presentan unas observaciones en torno a la posibilidad de superar los conflictos antes apuntados a través de una reforma de la fiscalidad orientada a someter a impuesto los rendimientos reales del capital, en lugar de los nominales. Esta solución ha sido propuesta repetidamente en la literatura; pero, con igual frecuencia, ha sido descartada por las autoridades fiscales, alegando una serie de consideraciones más o menos válidas, en las que las razones de tipo político han pesado tanto como las de carácter técnico. Estas últimas no son, sin embargo, tan insuperables como se suele pretender, y en el texto se apunta una forma de afrontarlas, susceptible, además, de aplicación gradual.

2. INCIDENCIA TEORICA DE LA FISCALIDAD SOBRE LOS TIPOS DE INTERES Y EL TIPO DE CAMBIO

2.A Un esquema simplificado

Repetidamente se ha puesto de manifiesto que la tributación a la que se someten las rentas de capital, referida a sus valores nominales, entraña, en condiciones de inflación, un gravamen suplementario de las mismas, que se refleja en la apertura de diferenciales, que pueden llegar

a ser importantes, entre los tipos de interés reales antes y después de impuestos ⁽¹⁾.

Pero el hecho de que un aumento de la fiscalidad o de la inflación tienda a elevar la divergencia entre unos y otros tipos de interés no basta para esclarecer si, desde una perspectiva macroeconómica, la respuesta de los tipos de interés va a tender a salvaguardar los valores preexistentes de los tipos de interés reales antes de impuestos o los de los mismos tipos netos de impuestos. En realidad, es imposible dar una respuesta precisa sin formular un modelo completo de equilibrio general que explique en qué medida el consiguiente aumento de la presión fiscal recae efectivamente sobre las rentas de capital o es objeto de traslación.

Sin embargo, la tributación de las rentas de capital no está referida, en ningún sistema fiscal, a unas bases imponibles nominales definidas de forma homogénea. Lo normal es que, en el caso de las rentas derivadas de instrumentos financieros representativos de relaciones de crédito, la base imponible está constituida por las rentas nominales en el más amplio sentido de la palabra, tanto en su calidad de rentas percibidas como, en la mayoría de los casos, en su calidad de rentas pagadas (tratadas como gasto deducible). Por el contrario, en el caso de los beneficios empresariales y de las rentas de otros activos (en particular, los inmobiliarios), la base imponible no refleja en la misma medida el efecto de la inflación. Esto significa que **la interacción de fiscalidad e inflación no es la misma para todas las rentas de capital**. A partir de esta situación, cabe realizar un análisis que, eludiendo problemas de equilibrio general, permita extraer algunas conclusiones relevantes por lo que se refiere al nivel relativo de los diversos tipos de interés antes de impuestos ⁽²⁾.

(1) Véase, con referencia a la economía española, Fernández, E. y Saa, J., **Evolución reciente de los tipos de interés netos de impuestos en los países industrializados. Comparación con España** (Boletín Económico del Banco de España, diciembre de 1989) y González Páramo, J.M. **Fiscalidad efectiva sobre los rendimientos del ahorro en España** (Boletín Económico del Banco de España, noviembre de 1991).

(2) El documento del autor **Tipos de interés, impuestos e inflación** (Banco de España, Documento de Trabajo 9201) pretende desarrollar ese análisis, en el marco de una economía cerrada y de un sistema fiscal que, pese a su notable simplificación —tipo im-

./..

Esas conclusiones son las siguientes:

- a. La interacción de tipo impositivo e inflación genera un gravamen suplementario, potencialmente importante, sobre determinados tipos de interés, entre los que destacan todos los de los instrumentos financieros de renta fija. Sin embargo, no ocurre lo mismo con referencia a aquellos tipos de interés que reflejan la rentabilidad de los activos reales —concretamente de los activos productivos empresariales y de la vivienda—, pudiendo incluso darse el caso de que lo que exista en realidad, en el caso de la rentabilidad del capital de las empresas, sea una «subvención fiscal», asociada al hecho de que no queda sujeta al impuesto de sociedades la revalorización del activo productivo y se autoriza, en cambio, la deducción como gasto de los intereses nominales pagados por la financiación de éste ⁽³⁾.
- b. En un análisis de equilibrio parcial de los mercados de activos reales y de instrumentos financieros, cabe postular una tendencia a la igualación de la rentabilidad o coste de todos ellos medidos netos de impuestos. El desigual impacto de la fiscalidad sobre los correspondientes tipos de interés conducirá, en consecuencia, a que los tipos de interés antes de impuestos de los instrumentos financieros que estén plenamente afectados por aquel gravamen suplementario —básicamente deuda pública y todos los instrumentos que componen el activo y el pasivo de las instituciones financieras, de las empresas

(2) ./..

positivo proporcional y de igual cuantía en los impuestos sobre las rentas personales y sobre la renta de las sociedades; inexistencia de doble imposición sobre los beneficios sociales; inexistencia de deducciones en la base o en la cuota; inexistencia de mercados secundarios y ganancias de capital realizadas— reproduce muchos rasgos esenciales del sistema fiscal español. Ese análisis se complementa con el contenido en otro documento sobre **Fiscalidad, tipos de interés y tipo de cambio** (Banco de España, Documento de Trabajo 9316), en el que se extiende el análisis a las relaciones financiera exteriores y se comentan las implicaciones de la fiscalidad y la inflación sobre el tipo de cambio. Las conclusiones que después se resumen se basan en esos dos documentos, a los que se remite para una justificación formal de la validez de aquéllas.

- (3) Lo indicado en el texto es cierto dentro de un sistema en el que no existe doble imposición de los beneficios distribuidos ni desgravaciones fiscales por inversión o por otras causas. La «subvención fiscal» mencionada superará, por lo general, al exceso de gravamen, que también existe, derivado de la deducción de unos gastos de amortización no ajustados al valor corriente del activo real.

y de las familias— se sitúen por encima de la rentabilidad antes de impuestos de los activos reales. Esa divergencia será tanto mayor cuanto más elevados sean el tipo impositivo y la tasa de inflación. Por el contrario, la rentabilidad antes de impuestos del capital de las empresas puede tender a situarse por debajo de los tipos de rendimiento de los activos reales, en razón a la subvención mencionada en el punto anterior. Los incrementos del tipo impositivo y de la tasa de inflación también se traducirán en la apertura de este diferencial.

- c. Las conclusiones anteriores no obligan a suponer que los tipos de interés netos de impuestos permanecen constantes ante variaciones de la fiscalidad o de la inflación, aunque los efectos de estas variables sobre aquélla no serán fáciles de determinar. Tampoco lo será el efecto sobre la rentabilidad de los activos reales antes de impuestos. Pero la existencia de esos elementos de incertidumbre no impide postular, con un margen de error residual paralelo, un efecto alcista sobre los tipos de interés antes de impuestos de los instrumentos financieros antes mencionados y un efecto contrario sobre la rentabilidad del capital antes de impuestos de las empresas. De lo contrario, habría que admitir que la rentabilidad de los activos reales, muy poco afectada por distorsiones fiscales ligadas a la inflación, pudiera verse muy influida por las distorsiones fiscales que afectan a determinados instrumentos financieros; y habría, además, que aceptar la posibilidad, obviamente absurda, de que, con un tipo impositivo y una tasa de inflación suficientemente elevados, la rentabilidad real neta de impuestos, e incluso antes de impuestos, de los activos reales llegara a ser negativa.
- d. En las circunstancias expuestas, los niveles de los tipos de interés nominales antes de impuestos de los instrumentos financieros comentados en el punto b) —que incluyen, precisamente, los tipos de interés sobre los que se centra la política económica y la atención pública— tienen una significación muy distinta de la que la teoría económica y la opinión pública suelen atribuir a esas magnitudes.
- e. El problema analizado es también relevante para los movimientos internacionales de capital. Son muchas las maneras en las que las distorsiones fiscales introducidas por la inflación pueden incidir so-

bre ellos. Esa diversidad está ligada al hecho de que pueden existir divergencias tanto en los tipos impositivos como en las bases imponibles y en las tasas de inflación. De hecho, se ha de distinguir aquí entre, por un lado, distorsiones interiores que afectan a los residentes en un país o a los residentes en el extranjero y, por otro, distorsiones que afectan de forma diversa a las inversiones interiores y a las inversiones exteriores de los residentes (o de los no residentes). Ahora bien, es fácil extender el análisis de una economía cerrada para incorporar a él las inversiones o el endeudamiento exteriores de los residentes y demostrar, así, que, si existen discriminaciones fiscales entre los activos y pasivos interiores, existirá también una discriminación fiscal entre algunas de las inversiones interiores y las inversiones exteriores.

- f. Las condiciones usuales de paridad de intereses que definen las relaciones de arbitraje financiero internacional han de incorporar las variables fiscales, para convertirse en condiciones que postulen unas relaciones de equilibrio entre tipos de interés netos de impuestos. En consecuencia, en la medida en que el tipo de cambio esté condicionado por esas relaciones, también podrá estarlo por los niveles relativos de fiscalidad. Cualquier versión un poco realista de la fiscalidad que afecta a los movimientos internacionales de capital —siempre muy compleja y diferenciada por razones de países de origen o destino— hace difícil calibrar esos efectos de la fiscalidad sobre el tipo de cambio. La razón es que, desde el momento en que las condiciones usuales de paridad de intereses incorporan una fiscalidad que discrimina entre las inversiones interiores y exteriores de los residentes, y entre las de los no residentes, es imposible definir, a partir de ellas, una situación global de equilibrio. Con todo, no es imposible valorar el sentido de la incidencia de las modificaciones de unos u otros tipos impositivos.
- g. La incidencia de la fiscalidad sobre los movimientos internacionales de capital implica que las distorsiones fiscales introducidas por la diversidad de tipos impositivos y de mecanismos de interacción entre éstos e inflación pueden llegar a traducirse en distorsiones que afecten al tipo de cambio. A través de los mecanismos de arbitraje ligados a la paridad de intereses cubierta de riesgo de cambio, la fiscalidad incidirá sobre el descuento cotizado de la moneda

nacional, que no es más que un componente (positivo o negativo) de la rentabilidad de las inversiones exteriores de los residentes o de los no residentes. El descuento del tipo de cambio tenderá, así, a elevarse como resultado de: 1) un aumento de la fiscalidad nacional que recaiga sobre las inversiones nacionales en el extranjero; 2) un aumento de la fiscalidad nacional que recaiga sobre las inversiones interiores nacionales, en la medida en que eleve sus tipos de interés y atraiga inversiones extranjeras, con independencia del régimen fiscal de estas últimas; 3) un aumento de la inflación nacional, en la medida en que, debido a la existencia de una tributación sobre las rentas de capital nominales, conduzca a un aumento de la fiscalidad efectiva y, por tanto, a los mismos efectos señalados en el punto anterior; y 4) una reducción de la fiscalidad que grave las inversiones extranjeras en la economía nacional.

- h. En un contexto de tipos de cambio no intervenidos o de intervención flexible, el aumento del descuento cotizado conducirá a una apreciación del tipo de cambio al contado, a una depreciación del tipo de cambio a plazo o a una combinación de ambas, con efectos inciertos, aunque probablemente positivos, sobre las entradas de capital cubiertas de riesgo de cambio. Según se verá más adelante, la intervención de las autoridades en la formación del tipo de cambio al contado tenderá a trasladar los efectos al tipo de cambio a plazo y a estimular las entradas de capital sin cobertura de riesgo de cambio.

2.B Aproximaciones a la realidad

Un análisis como el presentado anteriormente tiene obvias limitaciones, que pueden inducir a pensar que las conclusiones anteriores ofrecen una visión poco adecuada de la realidad. A continuación se pasará revista a las cuatro limitaciones más importantes, para destacar que no invalidan la vigencia de las ideas expuestas.

Un primer capítulo de complejidades es el relativo al diseño del sistema fiscal. Cualquier análisis teórico ha de basarse en un esquema

más o menos simplificado ⁽⁴⁾. La eliminación de esas simplificaciones ha de llevar a la admisión de una mayor diversidad de tipos impositivos, referidos a una gama más diferenciada de activos y pasivos, así como a la necesidad de contemplar una divergencia adicional de tipos impositivos, en función de características subjetivas de los diversos agentes económicos. En el caso de las relaciones financieras internacionales, esa multiplicidad de casos puede llegar a ser muy acusada. Ello llevará a resultados más complejos, pero no invalidará la conclusión de que la tendencia a la igualación de los tipos de interés netos de impuestos, correctamente calculados en cada caso, irá acompañada de la aparición de divergencias entre los correspondientes tipos de interés antes de impuestos. Así, por ejemplo, la progresividad de la imposición sobre la renta tenderá a incrementar el diferencial entre tipos de interés de determinados instrumentos financieros y tipos de interés de los activos reales; o bien habrá que contar con que, a causa de muy variadas deducciones, el tipo impositivo neto aplicable en el impuesto de sociedades difiera por sectores de actividad, con la consiguiente incidencia sobre la rentabilidad del capital antes de impuestos de cada uno de ellos.

Una segunda limitación es que el esquema analítico anterior contempla sólo unas condiciones de equilibrio, pero no dice nada respecto a cómo se alcanza éste. De hecho, en él está implícita la posibilidad de que, en casos de variación del tipo impositivo o de la tasa de inflación, todo el proceso de ajuste consistiese en una modificación de determinados tipos de interés nominales antes de impuestos y, eventualmente, del tipo de cambio, con un impacto mínimo sobre los diversos flujos financieros o las variables reales de la economía. Ello presupone, sin embargo, un funcionamiento muy eficiente de los correspondientes mercados o, lo que es lo mismo, que todos los agentes económicos son plenamente conscientes de los efectos fiscales de la inflación, de modo que «descuentan» rápidamente éstos efectos a la hora de tomar sus decisiones. Esos supuestos no son muy realistas, y es improbable que los procesos de ajuste discurren con tanta fluidez. Recurrir a la noción de una especie de «ilusión monetaria-fiscal» permanente tampoco sería realista, ni coherente con el propio esquema de análisis utilizado. Para aproximar el esquema propuesto a la realidad, basta admitir desfases en los ajustes o, acaso mejor, la existencia

(4) Véase, como ejemplo, lo indicado en la nota 2.

de un proceso más o menos lento de aprendizaje, que implicaría que, a partir de unos determinados desfases iniciales, la duración de éstos tendería a reducirse. Se ha de admitir, así, la aparición de determinados desequilibrios de tipos de interés y de tipos de cambio, como consecuencia de los cuales se producirán cambios en la estructura de los balances de los distintos agentes económicos, con los consiguientes desplazamientos desde un tipo de activos reales o de instrumentos financieros a otros. Dichos desplazamientos se convertirán en el vehículo necesario para alcanzar, tarde o temprano, el restablecimiento del equilibrio de los tipos de interés. El volumen que lleguen a alcanzar estos desplazamientos y la rapidez con que se produzcan dependerán de diversos factores, en los que no cabe detenerse aquí.

En tercer lugar, el problema comentado en el párrafo anterior tiene otra dimensión. Un análisis muy agregado admite como posibilidad, al menos teórica, un ajuste general de tipos de interés y tipos de cambio al contado y a plazo (precios), con una perturbación mínima de las cantidades. Sin embargo, esto deja de ser cierto al contemplar el equilibrio de un sistema que resulta de la suma de situaciones individuales marcadas por regímenes fiscales diferenciados. Los mercados financieros tienden a producir tipos de interés diferenciados por circunstancias tales como plazo, liquidez o riesgo; pero no en función de las características fiscales de los agentes que en ellos operan. La admisión de una heterogeneidad de situaciones fiscales entre éstos implica que el eventual equilibrio general de tipos de interés en el conjunto del sistema económico sólo existirá como promedio de unas decisiones individuales basadas en condiciones peculiares a cada caso. En consecuencia, los tipos de interés que, tras un aumento de la fiscalidad o de la inflación, tiendan a decantarse como nuevos valores de equilibrio para el promedio del sistema económico entrañarán, al nivel de cada agente económico, desequilibrios que sólo podrán resolverse mediante ajustes de cantidades, es decir, mediante cambios en la estructura de su balance. Otro tanto cabe decir de los tipos de cambio de equilibrio. Y, de ser así, es muy difícil que esos ajustes de balance se puedan limitar a cambios en los componentes financieros de ese balance, sin incidencia sobre los activos reales (vgr., inversión empresarial o inversión en viviendas). El efecto neto de todos esos ajustes es de problemática evaluación, pero sí cabe dar por seguro que los efectos de las variaciones de tipos de interés y tipos de cambio resultantes de un

aumento de la fiscalidad o de un aumento de la inflación resultarán más perturbadores de lo que el análisis de partida pudiera hacer pensar.

Como cuarta y última limitación, el esquema de ideas expuesto más arriba se basa en una condición de equilibrio que depende sólo de los tipos de interés de los diversos activos reales e instrumentos financieros y, en su caso, de los tipos de cambio al contado y a plazo. Es obvio que una visión más realista obligaría a incorporar variables adicionales. Sin ánimo exhaustivo, cabe hacer especial mención de factores de liquidez de los distintos activos, y sobre todo de consideraciones de riesgo de toda clase, incluidos, en su caso, los de moneda extranjera y los de tipo político, entre los que habría que incluir, en este contexto, los asociados a la evasión fiscal. La consideración del riesgo llevará asociada la aparición de criterios de diversificación de la composición de los balances de los agentes económicos, en la que podrían incidir también normas legales de uno u otro carácter. A todo ello habría que sumar las restricciones de balance o de cuenta de ingresos y gastos de los distintos agentes, sin olvidar, en el caso de los movimientos internacionales de capitales, las limitaciones derivadas del control de cambios o, en el de los activos reales, la existencia de importantes costes de transacciones, en general también de naturaleza fiscal. La contemplación de todos estos factores podría llevar, a nivel global, a que la teórica igualación de rentabilidades netas de impuestos no llegara a producirse. Esos otros factores podrían también explicar, con gran probabilidad, la persistencia a nivel microeconómico de muchas situaciones de aparente desequilibrio, como las apuntadas más arriba en relación con la diversidad de situaciones fiscales, que, contempladas teniendo en cuenta todas las variables relevantes, dejarían de constituir un verdadero desequilibrio. Esto parece muy importante en el caso de las relaciones financieras internacionales, donde la consideración de una fiscalidad mínimamente diversificada conduce a la imposibilidad de definir unas condiciones razonables de equilibrio macroeconómico basadas en la teoría de la paridad de intereses (netos de impuestos en este caso), lo que lleva a la ineludible necesidad de contar con otras variables que ayuden a explicar el nivel relativo de los tipos de interés y del tipo de cambio. En todo caso, la inclusión de variables adicionales obligaría a matizar las conclusiones esquemáticas expuestas más arriba, pero no eliminaría el problema de las distorsiones fiscales ni excluiría la presencia de los efectos que antes se apuntaron.

No se va a intentar precisar más las anteriores observaciones, que apuntan a la necesidad de referir el problema de las distorsiones fiscales generadas por la inflación a un marco analítico más amplio y realista que el apuntado al inicio. Pero esas revisiones, en las que no se va a profundizar, salvo algún comentario ulterior, son fácilmente asumibles y no ponen en cuestión las conclusiones básicas presentadas más arriba. De hecho, la irrelevancia de éstas sólo podría venir dada por una combinación de factores económicos —difícil de imaginar— que viniera a compensar la indudable presencia de los factores de distorsión fiscal ya apuntados.

3. EVASION FISCAL

El tema de la evasión fiscal va a aparecer necesariamente en la exposición posterior, y conviene hacer algunas observaciones en torno a él. No obstante, no se va a trazar una distinción muy precisa entre la evasión fiscal propiamente dicha —asimilable a una fiscalidad con tipo impositivo igual a cero, pero sujeta a determinados riesgos— y el mero aprovechamiento de las discriminaciones impositivas que el sistema fiscal ampara legalmente. A los fines presentes, los efectos económicos de ambos fenómenos tienen mucho en común.

Conviene, sin embargo, distinguir entre los efectos directos de la evasión de uno u otro impuesto y unos efectos más generales, derivados de las repercusiones que la evasión de un impuesto tiene respecto a la ocultación de otras rentas sujetas también a impuesto. En el epígrafe 3.A se considerarán sólo los efectos inmediatos de la evasión, mientras que en el epígrafe 3.B se matizarán esas conclusiones a la vista de sus repercusiones indirectas.

3.A Efectos directos de la evasión

Una forma sencilla de analizar, desde un punto de vista económico general, la evasión fiscal es considerando, en primer lugar, un caso que no constituye propiamente evasión, pero que participa de todos los elementos de ésta. Se trata de la existencia de activos con un tipo impositivo igual a cero y sin transparencia informativa frente a la administración fiscal, es decir, un caso en que ésta reconoce legalmente la existencia de

«dinero negro». Este supuesto ha tenido, además, una concreción precisa, en el caso español, en los Pagarés del Tesoro. En condiciones de equilibrio, el tipo de interés de esos activos --en el que, por definición, se produce una coincidencia de tipo antes de impuestos y tipo neto de impuestos-- ha de tender a igualarse con los tipos de interés netos de impuestos de los otros activos, con lo que se situaría por debajo de estos últimos medidos antes de impuestos. Puede, así, decirse que esos activos quedan sujetos, de forma implícita, a un impuesto análogo al que afecta a los otros activos de referencia. Esto es lo que ha tendido a ocurrir con los Pagarés del Tesoro, que constituyen una clara confirmación del esquema de ideas expuesto más arriba.

Por otro lado, desde un punto de vista recaudatorio, los efectos de la existencia de un instrumento como el analizado en el párrafo anterior dependen de quién sea su emisor. Si se trata de un componente de la deuda pública, ello tendería a dejar inalterado el saldo de impuestos percibidos menos intereses pagados. Esta es, en efecto, la justificación de la emisión de los pagarés del Tesoro, que, en líneas generales, no suponen una pérdida neta de recaudación para el Estado. Por ello, pese a las connotaciones entre ese instrumento y la ocultación de rentas frente a la administración fiscal, no puede decirse que se trate de un vehículo de evasión en sentido estricto. Pero lo dicho es también el motivo por el que la autorización de instrumentos análogos emitidos por otros agentes carece de sentido, pues se traduciría en reducciones de la recaudación neta y en una evasión fiscal plena.

En cuanto a la evasión fiscal propiamente dicha, se ha de suponer que ésta afecta en alguna medida a todos los activos y contiene un importante elemento de aleatoriedad, lo que se traduce en que los tipos impositivos aplicables a los diversos activos resultan, considerando el promedio de todos los inversores, inferiores a los previstos por las normas fiscales. Esta reducción efectiva del tipo impositivo medio estaría cuantificando, en una primera instancia, la pérdida de recaudación experimentada por el Estado como resultado de la evasión, con importantes matices que se señalarán en el epígrafe 3.C. Ello tiene las implicaciones siguientes.

La primera es que permite ver que, desde una perspectiva macroeconómica, la eficacia en la lucha contra la evasión fiscal equivale a un aumento del tipo impositivo que, en promedio, recae sobre las rentas

teóricamente sujetas al impuesto, con lo que ha de traducirse en los mismos efectos que, en el análisis, se atribuyen al aumento del propio tipo impositivo legal en condiciones de inflación. Desde ese punto de vista, se ha de entender que forman parte de esa eficacia en la lucha contra la evasión tanto las actuaciones administrativas directas (inspecciones, multas, obligaciones de información, etc.) como los incrementos de las retenciones a cuenta, que, por así decirlo, constituyen un mecanismo de transferencia de la carga de la prueba desde la administración fiscal al administrado. Todo esto es muy importante en el caso de la economía española, ya que, como se detalla en el epígrafe 4, en los últimos años no ha habido grandes cambios en el diseño legal de los impuestos directos, pero sí se ha debido de producir un significativo incremento de determinados tipos impositivos medios a través de actuaciones encaminadas a luchar contra el fraude fiscal.

La segunda implicación es que la evasión fiscal y la lucha contra ella por parte de la administración fiscal introducen elementos adicionales de diversificación fiscal. En efecto, esa lucha no es igualmente eficaz frente a todas las rentas de capital. Así, en los últimos años, la evasión fiscal se ha ido reduciendo de forma importante en el caso de muchos instrumentos financieros y bastante menos en el caso, por ejemplo, de las viviendas. Las actuaciones de la administración fiscal conducen no sólo a un incremento global de la carga impositiva efectiva, sino a un cambio en la distribución de la misma, al modificar las divergencias en los niveles relativos de fiscalidad.

Una tercera implicación, en la que conviene poner el acento, pues tiende a olvidarse, es que la pretensión de minimizar o eludir el pago de impuestos no debería constituir por sí sola un motivo para el desplazamiento de los inversores desde activos con alta fiscalidad a activos con baja fiscalidad. El análisis presentado más arriba implica que, supuesto un funcionamiento eficiente de los mercados, éstos deberían acabar descontando el efecto de la fiscalidad diferencial, de forma que los rendimientos antes de impuestos se ajustaran a esa divergencia —elevándose en el caso de los activos con una fiscalidad alta y reduciéndose los de los activos de baja fiscalidad—, con igualación de los rendimientos netos de impuestos. Esto detendría cualquier trasvase excepcional de fondos hacia los activos de baja fiscalidad. El caso de los pagarés del Tesoro y, en su momento, el de los bonos de caja de los bancos industriales podrían ser ejemplos

pertinentes de activos que, tras un ajuste inicial, habían alcanzado unas situaciones aproximadas de equilibrio como la descrita. Serían más abundantes los ejemplos, referidos también a nuestro sistema financiero, en que los tipos de interés antes de impuestos de los activos con una fiscalidad privilegiada han mostrado tendencia a situarse por debajo de otros tipos no privilegiados, aunque, como se comenta en el párrafo siguiente, no se haya llegado a alcanzar situaciones de equilibrio.

En efecto, lo normal es que ese ajuste de rentabilidades netas de impuestos no se produzca de forma inmediata, sino que comporte un proceso efectivo de reestructuración de balances, que es el que fomenta la idea de que ese es el efecto típico de la divergencia de fiscalidad. La presencia de ese proceso es, en parte, un producto de las ineficiencias en el funcionamiento de los diversos mercados, pero también es, en gran medida, una consecuencia de lo que cabría denominar inestabilidad del régimen fiscal. La lucha contra el fraude fiscal, por un lado, y la continua aparición, por otro, de nuevas fórmulas de inversión, especialmente diseñadas para aprovechar cualquier laguna de la legislación fiscal, generan una continua aparición o modificación de diferenciales de fiscalidad, sin dar tiempo a la consolidación de una nueva situación de equilibrio. La propia existencia de una tributación nominal de muchas rentas de capital constituye, además, un fuerte estímulo para ese diseño de nuevos instrumentos que aspiran a explotar, mientras persistan, los importantes diferenciales de tipos de interés netos de impuestos que pueden surgir al eludir esa fiscalidad. Todo ello se suma a las revisiones —motivadas por variadas razones, pero no infrecuentes— en el propio diseño del sistema fiscal. No pueden excluirse, así, desplazamientos importantes de activos, propios de una situación de ausencia de equilibrio y que, por sí mismos, han de tender a restablecer éste, al impulsar al alza la rentabilidad antes de impuestos de los activos de los que se huye y a la baja la de los activos en los que se busca refugio.

3.B Efectos indirectos de la evasión

Lo expuesto en el epígrafe anterior no ofrece una visión completa de los efectos de la evasión fiscal, pues se han de tener en cuenta también los efectos indirectos que ahora se comentarán. Estos están asociados a la información que la administración fiscal deriva tanto de la recaudación de los impuestos como de las obligaciones genéricas impuestas a

determinados agentes (vgr., intermediarios financieros). Esa información fiscal tiene dos consecuencias.

La primera es que las deudas fiscales no prescriben, en el sistema español, hasta pasados cinco años, por lo que la incorporación de cualquier elemento patrimonial a la declaración de un contribuyente entraña, en la mayoría de los casos, el riesgo de hacer aflorar una deuda tributaria excepcional, referida a las rentas pasadas de dicho activo, más las correspondientes sanciones económicas. Por otro lado, la incorporación de un nuevo elemento patrimonial implicará también un incremento relativo de la fiscalidad de cara al futuro, si, como es de esperar, ese elemento patrimonial genera un flujo regular de renta.

La segunda es que la afloración de cualquier elemento patrimonial llevará, por lo general, a cuestionar la estimación de las rentas pasadas que han permitido la adquisición del mismo —y, acaso, a descubrir nuevos elementos patrimoniales ocultos—, lo que puede constituir otro capítulo de deudas tributarias excepcionales y de sanciones económicas. También en este caso, habría que tener en cuenta la posibilidad de que las nuevas fuentes de renta identificadas tengan un carácter duradero, de modo que su descubrimiento comporte un incremento de la fiscalidad en años futuros.

De ahí que el incremento marginal de tributación derivado del descubrimiento de rentas de capital evadidas hasta el momento puede llegar a ser muy superior a la fiscalidad que afecta estrictamente a las nuevas rentas puestas de manifiesto. Hay que contar, además, con que los efectos indirectos antes comentados tenderán a aumentar en importancia al crecer la masa de elementos patrimoniales evadidos a la administración fiscal, como tenderá a ocurrir por la casi inevitable incorporación a ella de los propios rendimientos de esos activos y de las ganancias de capital generadas por su eventual negociación.

La decisión de evadir no puede, en consecuencia, estar condicionada simplemente por la diferencia entre la rentabilidad de los activos en que se concreta la evasión y la rentabilidad neta de impuestos de los activos alternativos en los que cabría invertir sin evasión fiscal. Por el contrario, esa decisión se ha de explicar en función del resultado de comparar el valor actual (por definición, neto de impuestos) de un determina-

do capital invertido en los activos que permiten la evasión (y sujeto a unos riesgos de difícil evaluación) con el valor actual, neto de impuestos, de ese mismo capital invertido en activos sometidos a una fiscalidad regular, pero ajustado por razón de todas las cargas fiscales adicionales, pasadas y futuras, ligadas a su regularización. En consecuencia, puede seguir siendo ventajoso evadir aun cuando ello implique invertir en activos con un rendimiento real muy bajo o incluso, de forma transitoria, negativo (vgr., billetes de banco o la nueva deuda especial del Estado que ha sustituido a los pagarés del Tesoro); y ello tanto más cuanto más se reduzca el rendimiento neto de impuestos de los activos sometidos a fiscalidad regular (5).

-
- (5) Lo expuesto puede aclararse con un ejemplo, que, para simplificar las expresiones, se basará en un supuesto de inversiones alternativas temporales que se liquidan de una sola vez a su vencimiento, tras [n] años. La comparación relevante vendría dada por la expresión

$$100 (1+r)^{-n} + 100 x [1 - (1+r)^{-n}] / r =$$

$$= 100 (1-w) (1+r)^{-n} + 100 (1-w) (r-y) [(1 - (1+r)^{-n}) / r]$$

El primer miembro expresaría el valor actual —utilizando [r] como tipo de interés de capitalización— de un capital de 100, evadido al fisco e invertido en activos con una rentabilidad [x]. El segundo miembro expresaría el valor actual del mismo capital tras su regularización fiscal. Este se ve reducido por el factor [1 - w], donde [w] expresa, en tanto por uno, la fracción del capital que se ha de dedicar a hacer frente a deudas fiscales pasadas y a sanciones administrativas; y su rentabilidad futura neta de impuestos es [r - y], donde [r] sería la rentabilidad neta de impuestos del activo en el que se invierte (y que es también el valor que se ha tomado como factor general de capitalización) e [y] recogería, expresada en porcentaje de la inversión, la fiscalidad futura adicional que se ha de soportar por los efectos colaterales de la regularización (vgr., descubrimiento de las rentas regulares que, en su día, permitieron la acumulación del capital a regularizar). La expresión anterior se simplifica a

$$x = (1 - w) (r - y) - wr / [(1+r)^n - 1]$$

Es inmediatamente obvio que, para valores positivos de [w] e [y], [x < r] y que esta diferencia será tanto mayor cuanto mayor sea el valor de aquellas variables. También lo es que [x] será negativo si [w > 1] (la regularización absorbe todo el capital evadido) o [y > r], aunque éstos sean supuestos muy extremos. Pero los valores negativos aparecerán también al acortarse el horizonte temporal considerado. Tomando como referencia los valores [r = 4%], [w = 25%] e [y = 0.5%], el valor de [x] sería de 2.63% en el caso de inversiones perpetuas ([n] infinito), de 0.55% en el caso de inversiones a 10 años y de -1.98% (un valor negativo) en el caso de inversión a 1 año.

La incidencia de los efectos indirectos ahora apuntados sobre las conclusiones presentadas en el epígrafe 3.A. anterior es más cuantitativa que cualitativa. Aunque en la práctica resulte problemático, cabe imaginar una cuantificación de todos los efectos directos e indirectos de una eventual regularización fiscal, para traducirlos a un «tipo impositivo efectivo», que sería el que recaería sobre los activos —sujetos a un régimen fiscal ordinario y transparentes para la administración fiscal— en los que se transformarían los elementos patrimoniales previamente ocultos. Por las razones ya apuntadas, ese «tipo impositivo efectivo» sería bastante más elevado que el tipo impositivo legalmente aplicable. No hay, pues, mucho que añadir a lo ya expuesto, salvo destacar que la existencia de esos efectos indirectos se traduce en otro factor de incremento del tipo impositivo medio que recae sobre determinados activos, por más que sea difícil ligar ese efecto a uno u otro activo concreto cuando, por definición, no se sabe en qué activos se invertirían, como alternativa, los fondos evadidos. Si, en el epígrafe anterior, el aumento del tipo impositivo medio que recae sobre cada categoría de renta de capital se imputaba al éxito en la lucha contra la evasión fiscal, en este caso, el aumento habría que atribuirlo, paradójicamente, al fracaso en esa lucha. Por motivos ya apuntados, ese tipo impositivo efectivo se iría, además, elevando al ir aumentando la masa de elementos patrimoniales evadidos.

3.C Efectos recaudatorios de la evasión

En cuanto a los efectos recaudatorios de situaciones como las descritas, no es fácil llegar a conclusiones definitivas. Bajo la visión simplista de que es posible reducir la evasión fiscal a cero, cualquier forma de evasión puede verse como una pérdida de recaudación. Pero las cosas son más complicadas.

Con las limitaciones propias de su esquematismo, el primer documento citado en la nota 2 pone de relieve que, en ausencia de evasión fiscal, las distorsiones fiscales asociadas al gravamen de los tipos de interés nominales de los instrumentos de crédito no se traducen en un incremento neto de la recaudación del Estado. El motivo es que, en líneas

(5) . / ..

nes a 5 años (plazo de prescripción de las deudas tributarias). En fin, cualquier reducción de [r] se traducirá en una reducción paralela de [x].

generales, el mayor gravamen de los acreedores se ve compensado por las mayores deducciones de los deudores. Lo que sí se refleja, en cambio, en las cuentas del Estado es una mayor recaudación asociada al impuesto que grava los intereses de la deuda pública. Pero esta mayor recaudación se verá compensada por el pago de un tipo de interés nominal más elevado por dicha deuda, lo que tendería a dejar invariado el tipo de interés real neto de impuestos soportado por el Estado, que constituye la única medida válida del coste de su financiación ⁽⁶⁾. Un mayor realismo del análisis obligaría a matizar esas conclusiones, y a admitir efectos marginales, positivos o negativos, sobre la recaudación (vgr., por diferencias de tipos derivados de escalas progresivas, por desgravaciones fiscales asociadas a determinadas inversiones, por la fiscalidad relacionada con los activos y pasivos exteriores, etc.). Pero esos matices no invalidan la conclusión de que, en general, las distorsiones fiscales que se comentan no originan un incremento del saldo neto de impuestos recaudados menos intereses pagados por la deuda pública.

En principio, esa neutralidad depende de que no exista evasión (vgr., de que tributen los perceptores de las rentas que aparecen como gasto deducible de otros contribuyentes). Pero se ha de tener en cuenta que la recaudación neta derivada de la lucha contra la evasión estará formada por lo que se obtenga de los evasores, más los efectos que se produzcan, sobre la recaudación, como resultado de la elevación de tipos de interés nominales inducida por ese éxito inicial contra la evasión. Esos efectos serán positivos en unos casos, pero serán negativos en otros muchos (gastos deducibles e intereses de la deuda pública). A todo ello hay que sumar el problema, varias veces demostrado en el caso español, de que una lucha contra la evasión fiscal dirigida, en esencia, hacia los instrumentos financieros y no hacia los sujetos pasivos tiene escasas posibilidades de acabar con la evasión y muchas de desplazarla de unos instrumentos a otros, con las consiguientes perturbaciones en los mercados financieros. En suma, los beneficios recaudatorios de la lucha contra la

(6) Por las mismas razones, aplicadas en sentido contrario, los Pagarés del Tesoro no han constituido, para el Estado, una fuente de financiación particularmente barata. Esto se refiere, como es lógico, a los colocados entre el público, puesto que los colocados obligatoriamente en las instituciones financieras no escapan a la fiscalidad (Impuesto de Sociedades).

evasión fiscal en las rentas de capital asociadas a instrumentos de crédito son más problemáticos de lo que a veces se pretende.

Las ideas que se acaban de exponer no excluyen la necesidad de una matización importante por lo que se refiere a las relaciones financieras con el exterior, ante la eventualidad de que, con un proceso de liberalización en marcha, la rentabilidad neta de impuestos de los activos exteriores resulte mayor que la de los activos interiores, bien sea por genuinas diferencias de trato fiscal, bien sea por una evasión fiscal hacia el exterior, que va a ser difícil de evitar, dados los previsibles problemas de control administrativo. Dicho en otras palabras, no será fácil asegurar que los residentes españoles soporten la misma fiscalidad por sus inversiones interiores y exteriores, lo que sería una condición básica —no la única— de neutralidad de la fiscalidad en torno a las relaciones financieras exteriores. Por otro lado, la posibilidad de que unos movimientos internacionales de capitales suscitados por diferencias fiscales generen, por modificación de los tipos de interés relativos, una nueva situación de equilibrio no puede excluirse, pero tampoco se ha de dar por segura. Así, es muy probable que la estructura de los tipos españoles se modifique ante entradas de capitales atraídos por razones fiscales (vgr., caso reciente de las exenciones a favor de los inversores en deuda pública) o ante importantes salidas de capitales españoles. Pero no es probable que ninguno de esos movimientos suscite cambios importantes en los correspondientes tipos de interés extranjeros relevantes. Sin duda, los tipos de interés vigentes en los posibles «paraísos fiscales» estarán afectados a la baja por la masa de inversores atraídos por sus condiciones, lo que reducirá el estímulo a la evasión por parte de españoles. Pero lo que no parece probable es que las inversiones marginales de éstos puedan modificar sustancialmente los niveles de tipos relativos, salvo que alcancen volúmenes realmente importantes. Esto podría llevar a que las condiciones de desequilibrio de tipos de interés persistieran mucho más que en el caso de las limitadas a los mercados nacionales. Como es inevitable, la ausencia de ajuste por la vía de los tipos de interés tendería a suscitar un ajuste por la vía del tipo de cambio, que se vería así sometido a una presión tendente a su depreciación. Por lo demás, todo lo anterior debería someterse a una profunda revisión en el caso, no improbable, de que los capitales evadidos tornaran a ser reinvertidos en España bajo la apariencia de capitales extranjeros.

Los efectos recaudatorios de una evasión fiscal dirigida hacia el extranjero carecerían, en buena medida, de la ambigüedad que antes se señalaba para el caso de la evasión fiscal interior, por más que, de involucrar modificaciones del tipo de cambio, podrían acabar siendo mucho más complejos.

4. EVIDENCIA EMPIRICA

A continuación se intentará ofrecer unos elementos de juicio sobre la evolución en los últimos años de la presión fiscal sobre las rentas de capital.

Ante todo, cabe enumerar de forma muy esquemática los diversos factores que han ido configurando un incremento de la presión fiscal efectiva sobre las rentas de capital de los instrumentos financieros. Se trata de los siguientes:

- a. Los depósitos bancarios y las obligaciones emitidas por entidades bancarias estuvieron totalmente exentos de retenciones hasta el año 1975. Desde entonces, se les han aplicado las siguientes retenciones:

Desde	7.4.1975	15%
	1.1.1986	18%
	1.1.1987	20%
	8.7.1989	25%

- b. Los instrumentos que antes de 1975 estaban sujetos a retenciones (al 15%) —deuda pública, obligaciones privadas y acciones— se ven afectados por los mismos incrementos en el porcentaje retenido que se han señalado en el punto a).
- c. Las deducciones, en la cuota del impuesto sobre la renta, por inversiones en valores cotizados en Bolsa (15%) desaparecen a partir de 1.1.1987, en el caso de las referentes a deuda del Estado, obligaciones privadas y cédulas hipotecarias, y a partir de 1.1.1988, en el de las relativas a acciones y participaciones en fondos de inversión.

- d. Los bonos de caja de los bancos industriales, tradicionalmente exentos del impuesto de sucesiones y donaciones, pierden, desde 19.1.1987, ese privilegio.
- e. A las normas anteriores, que modifican aspectos, por así decir, tradicionales del sistema fiscal, habría que añadir otras varias específicas, destinadas a atajar el crecimiento de determinados instrumentos amparados en lagunas legales o regímenes especiales, que no se van a detallar (vgr., los casos más recientes e importantes: el de las primas únicas y el de los pagarés del Tesoro).
- f. Pese a su especial naturaleza, han de incluirse aquí las medidas destinadas a gravar a los bancos mediante diferenciales de intereses forzados por coeficientes de inversión obligatoria. El caso de los pagarés del Tesoro, a partir de 1985, y el del coeficiente de caja, a partir de 1986, constituyen los ejemplos más destacados. Se trata de impuestos encubiertos que reducen el coste efectivo de la financiación del Estado, pero que acaban gravando, de forma indirecta, los restantes tipos de interés del sistema bancario.
- g. Diversas normas crean, entre finales de 1979 y de 1980, la obligación, por parte de las entidades de depósito, de presentar relaciones anuales sobre rentas de capital pagadas. Fuertemente discutidas por parte de dichas entidades, tales normas son ratificadas por sentencias del Tribunal Económico Administrativo Central (julio de 1981), de la Audiencia Nacional (abril de 1983) y del Tribunal Supremo (septiembre de 1985).
- h. El DL 29.12.1982 generaliza las obligaciones de información por parte de intermediarios financieros distintos de las entidades de crédito.
- i. La Ley 29.5.1985 define como renta y somete a retención, salvo alguna excepción poco relevante, todos los rendimientos implícitos derivados de instrumentos financieros representativos de capitales ajenos (instrumentos de renta fija o emitidos al descuento), y genera nuevas obligaciones de información por parte de los pagadores de los mismos.

- j. Las nuevas normas sobre el mercado de deuda anotada (1987), sobre emisión de letras del Tesoro sin retención (1987) y sobre el mercado de valores (Ley 28.7.1988) definen las obligaciones de información fiscal de los nuevos instrumentos e intermediarios.

Puesto que más adelante se tratará de los mercados inmobiliarios, tiene interés destacar cómo, frente a esa serie de medidas tendentes a incrementar el gravamen de la renta de los instrumentos financieros, se han adoptado otras tendentes a reducir el gravamen sobre los activos inmobiliarios. Así, a través de las correspondientes leyes de Presupuestos del Estado, se fue modificando el régimen tradicional, que todavía persiste, de otorgar una desgravación (deducción en la cuota) por el 15% del valor de la inversión en vivienda propia. En 1986 ese porcentaje se eleva al 17% y se otorga una desgravación adicional por el 10% del valor de una vivienda secundaria. El porcentaje del 17% se redujo al 15% de nuevo a partir de 1988, pero la desgravación por segunda vivienda subsiste en los años 1987, 1988 y 1989, manteniéndose, una vez suprimida en 1990, para quienes realizaron inversiones antes de ese año. Esas medidas complementaban otras medidas favorables, cuya existencia conviene recordar: deducción de los intereses pagados de la base del impuesto, ajuste por inflación en el caso de ganancias de capital a largo plazo y exención de las plusvalías por venta de la vivienda propia.

Una verificación rigurosa de las tesis sostenidas en este documento requeriría contrastar econométricamente una función explicativa del nivel de algún tipo de interés antes de impuestos, en la que, junto a otras variables que pudieran explicar su evolución, figurara una que midiera la presión fiscal soportada por aquél. Pero esa verificación ha de tropezar con tres problemas de difícil solución.

El primero, y más grave, es que es muy difícil convertir los datos cualitativos citados más arriba en unos indicadores cuantitativos de lo que podría denominarse «presión fiscal media» de unos u otros activos representativos, y ello por dos razones. De un lado, los porcentajes uniformes de retención serán superiores o inferiores a los del impuesto definitivo que recaiga sobre cada agente; de otro lado, es difícil cuantificar en qué medida y a qué ritmo las obligaciones de información fiscal y las restantes medidas de lucha contra la evasión se han traducido en una reducción de ésta y un aumento de la fiscalidad media soportada por cada instrumento

y agente. Además, los intentos de estimar la evolución de la presión fiscal media por la vía de comparar los ingresos fiscales con alguna magnitud de referencia pueden encerrar, a los efectos presentes, bastantes problemas. Es muy probable que resulte difícil obtener, ante todo, datos adecuados sobre las recaudaciones obtenidas (ajustadas, en su caso, por las deducciones autorizadas) y las bases imponibles declaradas. Pero el verdadero problema reside en que la utilización de las bases imponibles declaradas sería poco útil, pues no permitiría detectar el efecto sobre el tipo impositivo medio de una eventual reducción de la evasión fiscal. Pero cualquier intento de medir una teórica base imponible potencial, que incluyera las rentas de capital evadidas, tropezaría con grandes dificultades prácticas, cuando no teóricas.

El segundo problema guarda relación con la distinción, presentada en el epígrafe 3, entre efectos directos e indirectos de la evasión fiscal. Los problemas mencionados en el párrafo anterior se relacionan con el primer aspecto. Pero existe también la dificultad, casi insalvable, de cuantificar los efectos indirectos, comentados en el epígrafe 3.B, de las obligaciones de información fiscal, pues la trascendencia de aquéllos se verá incrementada al aumentar éstas.

El tercer problema metodológico en la detección de los eventuales efectos sobre los tipos de interés nominales antes de impuestos del aumento de la presión fiscal deriva de que, en España, como en otros muchos países, el súbito incremento de las tasas de inflación en los años 1973-78, mientras los tipos de interés de muchos instrumentos financieros seguían legalmente sujetos a control, se tradujo en la aparición de tipos de interés reales antes de impuestos fuertemente negativos. Los mercados reaccionaron a esa situación, apareciendo una clara tendencia a la elevación de los tipos de interés nominales. Pero esa reacción, dificultada por la pervivencia de determinados controles sobre los tipos de interés, fue lenta, con lo que los eventuales efectos de la fiscalidad se superponen a un ajuste desfasado, durante varios años, al simple incremento de la inflación. Es más, los efectos fiscales están subordinados al mero ajuste a la inflación. En efecto, las distorsiones fiscales objeto de esta nota son tanto menos relevantes cuanto menor es la inflación, pero ello no por ninguna razón propia, sino porque los tipos de interés nominales, base de las distorsiones fiscales, son más bajos. El hecho de que, existiendo inflación, los tipos de interés nominales no se elevan en respuesta a ella significa

también que las distorsiones fiscales serán de momento de escasa importancia. Sin embargo, éstas harán su aparición en la misma medida en que los tipos nominales respondan a la inflación, confundiendo en uno los procesos de respuesta de los tipos nominales a la inflación, por un lado, y a la fiscalidad, por otro. Además, es posible que la propia existencia de las distorsiones fiscales que se comentan se haya convertido en un elemento importante a la hora de explicar una posible reducción de los desfases en la respuesta de los tipos de interés nominales a la inflación, al incrementar el efecto negativo de ésta sobre la rentabilidad real neta de impuestos. Distinguir entre los efectos propios de la inflación y los efectos de la fiscalidad, con sus distorsiones asociadas a la inflación, ha de resultar, en consecuencia, difícil.

Como método alternativo, otra prueba de la presencia de los efectos fiscales aquí analizados debería ser la aparición de rasgos en la estructura de los tipos de interés antes de impuestos que pudieran asociarse a niveles divergentes de fiscalidad. Pero —salvo ciertas excepciones, alguna de las cuales ya se ha comentado— esto tampoco ha de ser fácil, dado que casi todos los instrumentos sobre cuyos tipos de interés existe información regular o fiable están afectados por una fiscalidad parecida, mientras que, en los casos de activos con tratamientos fiscales muy divergentes, resulta más o menos problemática la medición de sus rentabilidades.

En fin, como último recurso, será preciso contentarse con la constatación de que, conforme se deduce del análisis presentado en el epígrafe 2, los tipos de interés reales antes de impuestos de los instrumentos financieros presumiblemente más afectados al alza por las distorsiones fiscales presentarán niveles anormalmente elevados, en comparación con algún patrón de referencia que se considere válido.

En los Cuadros 1 a 5 que figuran al final de este documento se han tomado algunos tipos de interés nominales de referencia (medias anuales) y se han calculado sus equivalentes en términos reales, antes de impuestos, utilizando para ello el deflactor de la demanda nacional. En su calidad de tipos de interés reales medidos «expost», esas cifras no ofrecen muchos problemas. El siguiente paso ha sido calcular su distribución entre tipo de interés real neto de impuesto e impuesto (es decir, puntos

del tipo de interés real absorbidos por el impuesto) ⁽⁷⁾. Para ello se han utilizado, en unos casos, el tipo legal del impuesto de sociedades y, en otros, el de retenciones aplicables a los depósitos o a los valores. Esos tipos no son, por supuesto, representativos de la evolución de la presión fiscal media y, en consecuencia, las distribuciones resultantes entre tipos de interés reales netos de impuestos y porción del tipo de interés real absorbida por el impuesto ofrece bastantes dudas; pero ésta es la única información que se presta a una elaboración fácil.

Algunos de esos datos se han representado en los Gráficos 1 a 6, que ofrecen, a pesar de todos los problemas, base para las siguientes constataciones:

(7) Siendo [n] el tipo de interés nominal, [p] la tasa de variación del deflactor utilizado, [i] el tipo de interés real antes de impuestos y [t] el tipo impositivo, las expresiones que respaldan esos cálculos son las siguientes:

$$n = i (1+p) + p \quad (\text{relación entre tipos de interés nominal y real})$$

$$n = (1-t) n + tn \quad (\text{desagregación del tipo de interés nominal entre tipo antes de impuesto e impuesto})$$

De ellas se deduce la siguiente desagregación –expresada de dos formas equivalentes– del tipo de interés real antes de impuestos entre tipo de interés real neto de impuestos (primer sumando) e impuesto (segundo sumando).

$$i = (n - p) / (1+p) = [n (1-t) - p] / (1+p) + tn / (1+p)$$

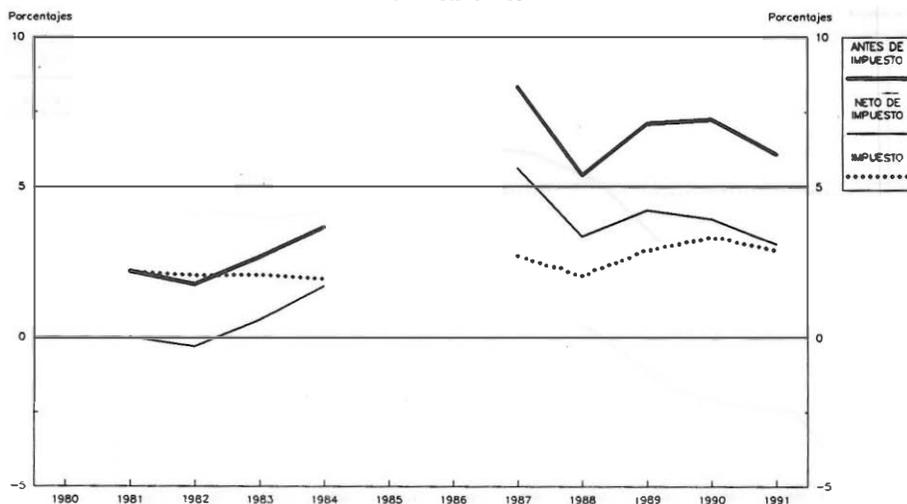
$$i = [i (1-t) - tp / (1+p)] + [ti + tp / (1+p)]$$

En esta última expresión, el término [$tp / (1+p)$], que reduce el tipo de interés neto de impuestos e incrementa la porción del tipo de interés absorbida por el impuesto, está midiendo la fiscalidad suplementaria que deriva, en condiciones de inflación, al aplicarse el tipo impositivo al tipo de interés nominal.

Pagarés y letras del Tesoro a 1 año

GRAFICO 1

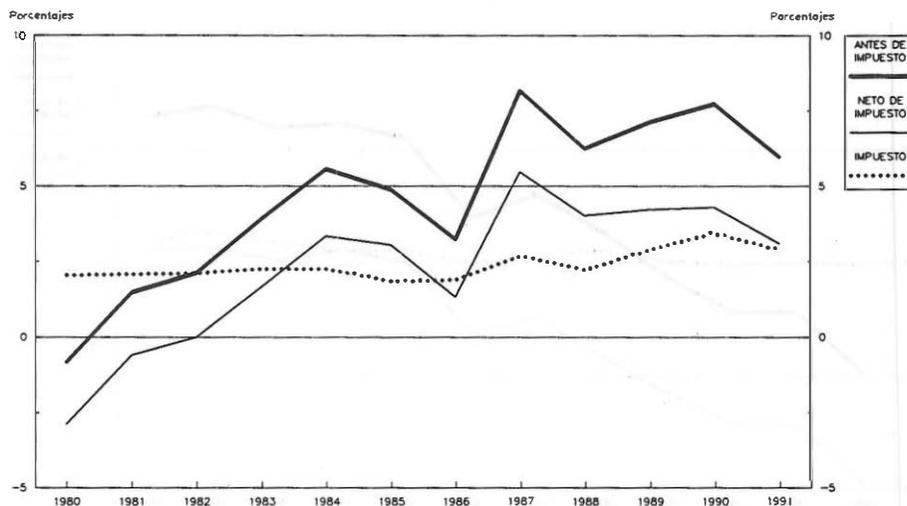
Tipo de interés real
t = Retenciones



Deuda pública a 2 o más años

GRAFICO 2

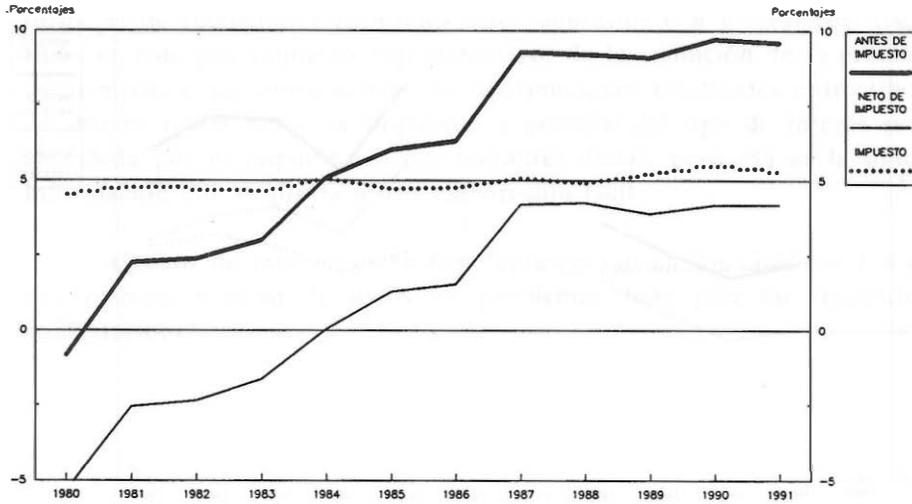
Tipo de interés real
t = Retenciones



Banca: rendimiento medio de los créditos libree

GRAFICO 3

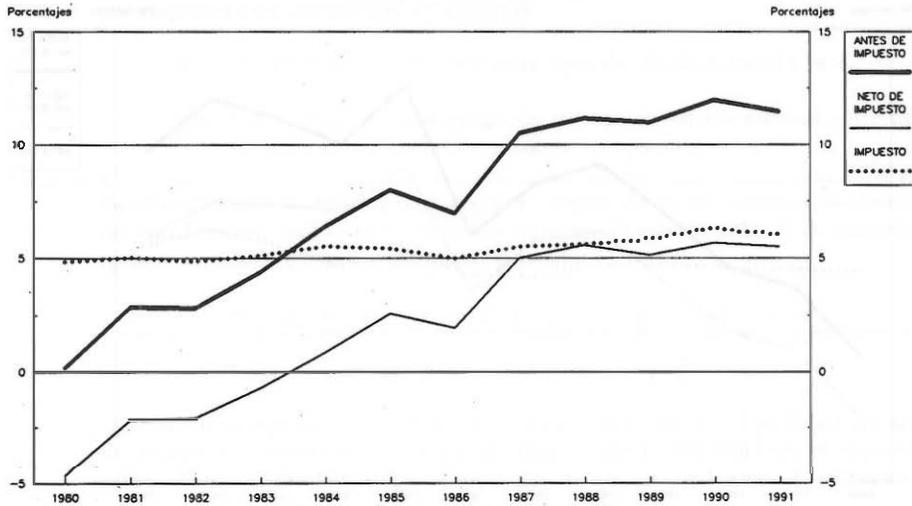
Tipo de interés real
t = Impuesto de sociedades



Banca: préstamos a 3 años (marginal)

GRAFICO 4

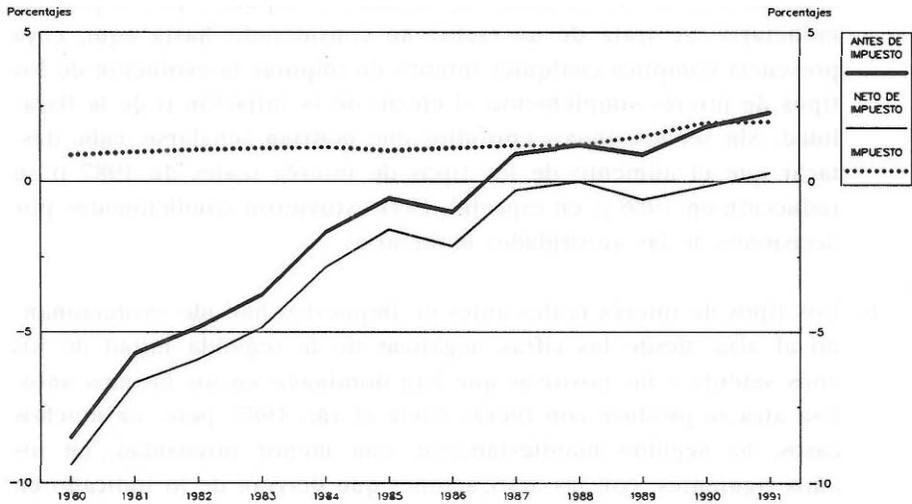
Tipo de interés real
t = Impuesto de sociedades



Banca: coste medio del total de depósitos

GRAFICO 5

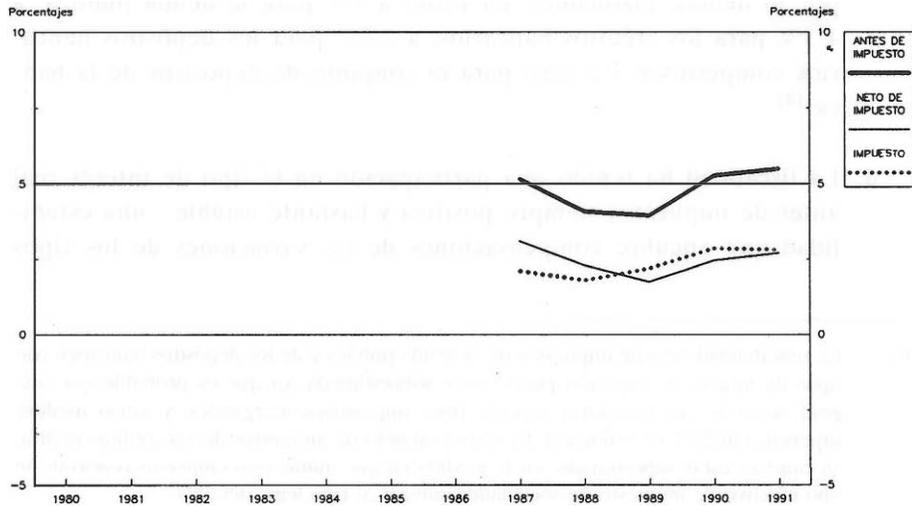
Tipo de interés real
t = Retenciones



Banca: depósitos a tres meses (marginal)

GRAFICO 6

Tipo de interés real
t = Retenciones



- a. Dentro de la tendencia general que presentan los tipos de interés reales antes de impuestos existen fluctuaciones que han de asociarse a modificaciones en el grado de restricción impuesto por la política monetaria. Se trata de un factor no considerado hasta aquí, cuya presencia complica cualquier intento de imputar la evolución de los tipos de interés simplemente al efecto de la inflación o de la fiscalidad. Sin ser los únicos episodios que podrían señalarse, cabe destacar que el aumento de los tipos de interés reales de 1987 o su reducción en 1986 y, en especial, 1991 estuvieron condicionados por decisiones de las autoridades monetarias.
- b. Los tipos de interés reales antes de impuestos han ido evolucionando al alza, desde las cifras negativas de la segunda mitad de los años setenta a las positivas que han dominado en los últimos años. Esa alza se produce con fuerza hasta el año 1987, pero, en muchos casos, ha seguido manifestándose, con menor intensidad, en los años siguientes, con las matizaciones que derivan de lo indicado en el punto anterior. Los niveles alcanzados en los últimos años han llamado, con frecuencia, la atención por sus elevados valores.
- c. Los tipos de interés reales netos de impuestos han seguido una evolución paralela, si bien han mostrado una notable estabilidad en los últimos años, si se hace abstracción de las incidencias de la política monetaria citadas más arriba. Los niveles vigentes parecen, por lo demás, razonables: en torno a 4% para la deuda pública; a 4-5% para los créditos bancarios; a 2.5% para los depósitos bancarios competitivos y a cero para el conjunto de depósitos de la banca ⁽⁸⁾.
- d. La fiscalidad ha tenido una participación en el tipo de interés real antes de impuestos siempre positiva y bastante estable —una estabilidad que encubre compensaciones de las variaciones de los tipos

(8) La rentabilidad neta de impuestos de la deuda pública y de los depósitos bancarios con tipos de interés de mercado puede estar sobrestimada, ya que es probable que una gran masa de sus tenedores soporte tipos impositivos marginales, y acaso medios, superiores al 25% de retención. El coste real neto de impuestos de los créditos podría, en cambio, estar subestimado, en la medida en que numerosas empresas soportan un tipo efectivo de impuesto de sociedades inferior al tipo legal del 35%.

impositivos con las de los tipos de interés nominales—. Antes de 1987, los impuestos absorbían la mayor parte del tipo de interés real —contribuyendo sensiblemente a la existencia de tipos de interés reales netos de impuestos negativos—, y sólo a partir de esa fecha se ha llegado a una situación en la que la fiscalidad absorbe, como norma, en torno a la mitad del tipo de interés real antes de impuestos. Se observará, sin embargo, que en varios casos el tipo de interés real neto de impuestos sigue siendo inferior a la parte del tipo de interés real antes de impuestos absorbida por la fiscalidad. (Es decir, el tipo impositivo sobre las rentas de capital consideradas, medidas en términos reales, es del 50% o más).

- e. Aunque sea entrar en un terreno especulativo, conviene advertir que una estimación más afinada de la evolución de la presión fiscal media, teniendo en cuenta, sobre todo, los efectos de las obligaciones de información y de la lucha contra el fraude, se traduciría en la posible vigencia de tipos impositivos más bajos en los primeros años ochenta y en tipos parecidos o superiores a los utilizados en los últimos años ochenta. Eso implicaría una desagregación alternativa de los tipos de interés reales antes de impuestos, que mostraría, en la primera mitad de la década, una reducción de la parte absorbida por los impuestos y, en consecuencia, tipos reales netos de impuestos más altos y más parecidos a los de la segunda mitad. En esa hipotética desagregación, el incremento de los tipos de interés reales antes de impuestos aparecería más claramente asociado al incremento de la presión fiscal.
- f. En cualquier caso, lo que, en el caso de los instrumentos financieros constitutivos de inversiones financieras de particulares y empresas, sería un elemento de sobrecarga fiscal soportada, en el caso de los instrumentos financieros constitutivos de la financiación de particulares y empresas se habría de interpretar como un incremento de la subvención fiscal recibida, al tratarse como gasto deducible la totalidad de los intereses nominales pagados. En ambos casos, esos efectos se habrían visto, en buena medida, compensados por la elevación de los tipos de interés antes de impuestos.

La evidencia aportada no se presta a conclusiones tajantes. Pero, en definitiva, no es esencial saber si el proceso de incremento de los tipos de

interés reales antes de impuestos que se observa a lo largo de los años ochenta fue impulsado por el desfase entre tipos nominales e inflación o fue impulsado por un aumento de la presión fiscal. Lo relevante es que las situaciones de aparente equilibrio que se han alcanzado en los últimos años, con unos tipos de interés reales netos de impuestos que, dentro de ciertos márgenes de duda, cabe calificar de razonables, y unos tipos de interés reales antes de impuestos que llaman la atención por su elevado nivel y por la persistencia de una ligera tendencia al alza, se pueden explicar por el efecto conjunto de la inflación y de la fiscalidad sobre los tipos de interés nominales.

En fin, cabría especular sobre la magnitud en que los tipos de interés reales antes de impuestos (y con ellos los nominales) están distorsionados al alza, en comparación con una situación en la que los mismos tipos impositivos se aplicaran no al interés nominal sino al interés real. Ello obliga a suponer que, pese al cambio de fiscalidad, los tipos de interés reales netos de impuestos tenderían a presentar los mismos niveles que en la actualidad —una hipótesis criticable, pero inevitable a falta de alternativas claras—. El ejercicio entraña otro riesgo, pues, como se ha señalado, no está claro que los tipos impositivos utilizados en los cálculos se correspondan con los tipos medios, con el consiguiente error en la estimación de los tipos de interés reales antes de impuestos. En todo caso, aceptando los datos presentados por lo que valen, habría que pensar que existe —con referencia a los datos del año 1991— una distorsión al alza de los tipos de interés antes de impuestos (reales y nominales) del orden de 2 a 3 puntos porcentuales ⁽⁹⁾.

(9) Definiendo el nuevo tipo de interés real neto de impuestos como $[i^o (1-t)]$ y recordando la definición del tipo de interés real neto de impuesto propia de la situación normal —implícita en la última expresión de la nota 7—, la igualdad de ambas definiciones se expresaría por

$$i^o (1-t) = i (1-t) - pt / (1+p)$$

de donde se deduce

$$i^o = i - [t / (1-t)] [p / (1+p)]$$

La distorsión al alza de los tipos de interés reales antes de impuestos citada en el texto estaría cuantificada, en consecuencia, por

5. ASPECTOS INTERNOS DE LA POLITICA MONETARIA

Los temas analizados anteriormente tienen su más inmediato reflejo en la política monetaria, puesto que los tipos de interés a los que ésta presta atención son los más expuestos a verse artificialmente elevados por las distorsiones fiscales. En esencia, la cuestión reside en que esos tipos de interés presentarán niveles que, si se ignoran los problemas fiscales, parecerán injustificados a la luz de la tasa corriente de inflación y del grado de restricción que la política monetaria pretende ejercer. O, razonando a la inversa, la política monetaria será menos restrictiva de lo que, a la vista del nivel de los tipos de interés antes de impuestos, se tienda a pensar ⁽¹⁰⁾.

Reservando para el epígrafe siguiente los problemas que las distorsiones fiscales pueden generar en la vertiente exterior de la economía, cabría pensar que, una vez alcanzada, en una economía cerrada, una situación de equilibrio, en la que los tipos de interés antes de impuestos se hubieran ajustado a las divergencias de fiscalidad, las distorsiones fiscales serían de escasa importancia y que la política monetaria podría desarrollarse prescindiendo de ellas. Sin embargo, hay varios motivos para pensar lo contrario.

Una primera cuestión esencial es que las propias autoridades no se dejen engañar por el nivel artificialmente elevado de los tipos de interés en los que tradicionalmente centran su atención y que, como se señaló, serán los más afectados al alza por las distorsiones fiscales en cuestión. En teoría, se trataría de desarrollar la política monetaria como si no existieran las distorsiones fiscales, pero, eso sí, teniendo en cuenta el pro-

(9) ./..

$$i - i^0 = [t / (1-t)] [p / (1+p)]$$

(10) Como recordatorio y alternativa a las cifras antes señaladas en el texto, se mencionará que para una tasa de inflación del 6% y un tipo impositivo del 30%, tipos reales netos de impuestos del 2%, 3% y 4% equivalen a tipos de interés nominales antes de impuestos de 11.6%, 13.1% y 14.6%, respectivamente. Para los mismos tipos de interés reales netos de impuestos e igual tipo impositivo, referido éste al tipo de interés real en lugar del nominal, los correspondientes tipos de interés nominales antes de impuestos serían 9.0%, 10.5% y 12.1% respectivamente.

blema de dimensión de los tipos de interés de referencia derivado de esas distorsiones. En seguida se verá que algo de eso ha sucedido, sin duda, en los últimos años.

Sin embargo, la aceptación de las implicaciones comentadas no se limita a las autoridades monetarias, sino que ha de extenderse a la opinión pública en general, pues de lo contrario los objetivos de las autoridades serán mal interpretados, produciendo efectos adversos de dos clases.

Por un lado, existe el peligro de que los agentes económicos den lecturas erróneas a las actuaciones de las autoridades. En principio, este peligro se contradice con la idea de que los mercados han sido capaces de absorber los aumentos de fiscalidad, en condiciones de inflación, a través del aumento de determinados tipos de interés nominales, con un efecto escaso sobre las variables reales. Pero ya se ha señalado que no sería realista pensar que esos ajustes se producen de forma instantánea y completa. Además, es bastante arriesgado asociar la existencia de un ajuste de los mercados con la existencia de una plena comprensión de las causas del mismo por parte de todos los agentes que intervienen en ellos. En suma, no pueden excluirse las lecturas erróneas de la situación por parte de los propios agentes económicos, ni la posibilidad de que la conducta de éstos se vea influida por ellas, con lo que la política monetaria puede verse sometida a perturbaciones que no existirían en otras circunstancias.

Por otro lado, es muy fácil que las interpretaciones erróneas sobre el verdadero curso de la política monetaria se traduzcan en presiones, políticas o de otra naturaleza, que obliguen a las autoridades a revisar el curso de la misma o a no persistir con la intensidad necesaria en el camino emprendido.

A estos efectos, conviene recordar que, pese a una creciente apreciación de la importancia de la fiscalidad en relación con los tipos de interés, las discusiones públicas en torno a los tipos de interés siguen centradas sobre los tipos de interés antes de impuestos. Así, pocos tópicos se han oído con más frecuencia en los últimos años que el de que los elevados tipos nominales de interés que han prevalecido en nuestra economía han constituido un freno a la inversión. La experiencia de un fuerte aumento de la inversión sin que descendieran los tipos de interés

nominales desmiente de forma bastante clara esta tesis y viene a confirmar la validez del análisis en que se apoya este documento ⁽¹¹⁾.

Esto significa también que las autoridades monetarias han tendido, en la realidad, a aceptar tipos de interés nominales comparativamente elevados y, con ello, de forma implícita, el tipo de análisis que respalda este documento. Pero esa política se ha desarrollado en un marco general de opiniones muy críticas hacia esas actuaciones, viendo en ellas mucho más contenido restrictivo del que en verdad tenían, sin que escasearan las iniciativas de las propias autoridades tendentes a moderar el incremento de los tipos nominales o a frenar su elevación. No es, pues, una conclusión forzada la de que la política monetaria, en su faceta interna, se ha desarrollado con unos márgenes de holgura que no hubieran existido si los tipos de interés nominales de referencia no se hubieran visto distorsionados al alza por consideraciones fiscales.

Lo anterior constituye el problema de fondo de la política monetaria. Existen, sin embargo, problemas colaterales que merecen ser apuntados:

- a. Los mercados tienden a producir tipos de interés nominales antes de impuestos bien definidos, por más que, en muchos casos, se trate de tipos medios con una determinada varianza. En cambio, la medición de los tipos de interés netos de impuestos se ve complicada por la diversidad de situaciones fiscales de los distintos agentes. Idealmente debería tomarse como referencia un tipo de interés neto de impuestos que promediara, de forma ponderada, esas situaciones divergentes. De hecho, no se trataría de prestar atención a un tipo medio de interés neto de impuestos, sino más bien a una variable imaginaria como sería el tipo de interés antes de impuestos correspondiente a una situación sin distorsiones fiscales, es decir, a la situación que, en general, caracteriza la medición de la rentabilidad

(11) Las quejas contra los tipos de interés elevados admiten otra lectura, si se interpretan como una reacción a la evolución de los tipos de interés reales netos de impuestos desde los valores negativos vigentes durante algunos años a los valores positivos más recientes. En este caso, convendrá destacar que esa evolución ha ido acompañada de la transición desde un período de destrucción de empleo a un fuerte proceso de creación de empleo. Aquella no es, por supuesto, la única causa de ésta, pero es evidente que alguna relación existe entre ambos fenómenos.

de los activos reales ⁽¹²⁾. En la práctica, el cálculo de cualquiera de esos tipos medios resultaría problemático, y sería inevitable recurrir a expedientes aproximativos. De todos modos, el problema pierde importancia en la medida en que la política de tipo de interés sea, como tiende a ocurrir, una política de «trial and error», subordinada al logro de determinados objetivos en relación a otras variables financieras o reales.

- b. Ya se ha señalado cómo las distorsiones fiscales que se comentan constituirán un poderoso estímulo para el diseño de nuevos productos financieros. La posibilidad de que tales supuestas innovaciones se crucen con los conceptos a integrar en las definiciones de la cantidad de dinero utilizadas por la autoridad monetaria resulta evidente a la luz de la propia experiencia española de los últimos años, como también son bien conocidas las perturbaciones que ello entraña para el normal desarrollo de la política monetaria.
- c. En la misma medida en que las distorsiones fiscales generan estímulos adicionales a la evasión fiscal, se ha de ver potenciado el lógico deseo de la administración fiscal de luchar contra ella. No es casual, pues, el hecho de que las propias distorsiones se conviertan en un estímulo a sucesivas reformas parciales del sistema fiscal destinadas a cerrar vías de evasión. Estas generarán nuevas situaciones de desequilibrio de tipos de interés y nuevos desplazamientos de flujos desde unos activos a otros, con el consiguiente impacto sobre el problema enunciado en el punto anterior.
- d. La exposición anterior se ha centrado en los niveles de los tipos de interés, pero no se ha de olvidar que la interacción de fiscalidad e inflación puede estar distorsionando la evolución temporal de los tipos, con el riesgo de que ésta produzca señales erróneas respecto al verdadero curso de la política monetaria. Y, en todo caso, la

(12) Siguiendo con la notación utilizada en las notas 6 y 8, el tipo de referencia sugerido sería, no el tipo de interés neto de impuestos $[(1-t) i - tp / (1-p)]$, definido en la nota 6, sino el tipo de interés antes de impuestos que se obtendría, a partir de él, en el supuesto de que no existen distorsiones fiscales, es decir, $[i - tp / ((1+p)(1-t))]$ (igual al anterior dividido por $(1-t)$), que coincide con la definición de (i^*) en la nota 9.

volatilidad de los tipos de interés nominales antes de impuestos se verá incrementada por las distorsiones fiscales.

- e. La política financiera también está implicada de forma directa en el tema de las distorsiones fiscales a través del impuesto encubierto constituido por la diferencia entre el rendimiento ofrecido por las inversiones obligatorias de las entidades de crédito (coeficientes de caja y de inversión) y un eventual rendimiento alternativo de inversiones voluntarias. Esta es otra complicación fiscal no contemplada en el esquema de análisis de partida, pero fácilmente asimilable en forma de un impuesto adicional sobre el tipo de interés nominal de determinados instrumentos financieros. En este caso, no cabe esperar que el tipo de interés antes de impuestos de esos instrumentos reaccione en modo alguno, pero sí se ha de contar con una incidencia indirecta sobre otros tipos de interés.

6. ASPECTOS EXTERNOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

Aun en el supuesto de que la relevancia de las distorsiones fiscales sobre los tipos de interés pudiera ignorarse al considerar sólo los aspectos internos de la política monetaria, surgirá un grave problema al considerar los aspectos externos de esa misma política. Pese a la trascendencia de las variables fiscales, también la política monetaria exterior tiende a centrarse en la observación de los tipos de interés antes de impuestos y en las actuaciones tendentes a influir en ellos en función de consideraciones externas; y otro tanto ocurre con las opiniones de cuantos juzgan, tanto en España como desde el extranjero, esa política.

Parte de ese olvido puede achacarse a la propia dificultad de evaluar la trascendencia de la fiscalidad en este caso, ante las numerosas especialidades que comporta la tributación de las rentas obtenidas por residentes en el extranjero o por extranjeros en España, multiplicadas por el número de países extranjeros relevantes y combinadas tanto con los rasgos que, en cada sistema fiscal, pueden modular la presión fiscal soportada por cada agente como por las posibilidades relativas de evasión fiscal. Ya se apuntaron más arriba, también, las dificultades que, desde un punto de vista analítico, derivan de esa diversidad.

Pero existe un riesgo de que los árboles no dejen ver el bosque, pues esa diversidad de condiciones fiscales no resta un ápice de relevancia a las variables fiscales. En el punto g) de la p. 11 se han señalado cuatro motivaciones genéricas de origen fiscal para un incremento del descuento del tipo de cambio, del que seguiría una tendencia a la apreciación del tipo de cambio al contado, a la depreciación del tipo de cambio a plazo y, eventualmente, a las entradas de capital, según se detallará después. La idea de que esas causas fiscales han operado, en efecto, en los últimos años en la economía española se basa en las siguientes observaciones.

- a. **Aumento de la fiscalidad sobre las inversiones nacionales en el exterior.** No han existido, en el período estudiado, actuaciones que llevaran a incrementos diferenciales significativos de la fiscalidad que recaee sobre las inversiones nacionales en el extranjero. Sin embargo, esa fiscalidad ha debido de moverse en paralelo con la fiscalidad nacional y las razones que se indican en los puntos b) y c) siguientes para un aumento de esa fiscalidad han debido de operar también en el caso de las inversiones nacionales en el extranjero. De ahí se deduciría una posible presión alcista de la fiscalidad sobre el descuento del tipo de cambio. La presencia del mismo queda ilustrada por una actuación transitoria de signo contrario. Se trata de la aplicación entre enero 1989 y marzo 1990 de un depósito previo en el caso del endeudamiento exterior de las empresas, es decir, de un impuesto encubierto sobre dicho endeudamiento, cuya finalidad, en parte lograda, era precisamente desincentivar las entradas de capitales y la presión alcista sobre la peseta. Podrían citarse otras actuaciones análogas en relación con las cuentas de la banca en pesetas convertibles.
- b. **Aumento de los tipos de interés nacionales como resultado de una mayor fiscalidad.** Es difícil emitir un juicio respecto a si la fiscalidad sobre las rentas de capital es, en promedio, más elevada en España que en el extranjero, sobre todo si sólo se contempla el diseño formal de la misma y se ignoran las repercusiones de la inflación, comentadas en el punto siguiente. Tampoco se han producido claros aumentos formales de la fiscalidad sobre las rentas de capital en España en los últimos años. Sin embargo, el panorama cambia al contemplar la evasión fiscal y la fiscalidad efectiva. En el epígrafe 4 se han enumerado los principales hechos que confirman

un proceso intenso de lucha contra el fraude fiscal y, en consecuencia, de aumento de la fiscalidad efectiva sobre las rentas de capital. Al menos por lo que se refiere a muchos instrumentos financieros importantes en las transacciones internacionales, las posibilidades de evasión fiscal se han ido haciendo cada vez menores para los españoles, mientras que, en el extranjero, no se han producido movimientos paralelos. La evasión fiscal de las rentas de capital derivadas de esos instrumentos es, sin duda, un fenómeno mucho más generalizado en otros países que en España. Cabe recordar aquí que sólo Dinamarca y Holanda cuentan con unas obligaciones de información fiscal por parte de las instituciones financieras comparables a las existentes en España. Esta es una razón importante para pensar que el efecto alcista de la fiscalidad sobre los tipos de interés ha tenido que ser superior en España a otros países, de donde se deduce la presencia de otro factor tendente a incrementar el descuento de la peseta.

- c. **Aumento de los tipos de interés nacionales como resultado de la inflación, asociada a la fiscalidad.** La presión alcista sobre los tipos de interés de muchos instrumentos financieros derivada de las interacciones de fiscalidad e inflación debió de ser muy importante en los años setenta (véase Cuadro 2, columna 2) y se ha moderado en los años recientes, al reducirse sensiblemente las tasas de inflación. Pero subsisten dos factores a tener en cuenta. De un lado, la inflación española ha seguido siendo superior a la extranjera en casi todos los casos relevantes. De otro lado, tasas de inflación moderadas siguen siendo una fuente cuantitativamente relevante de distorsión potencial de los tipos de interés por la interacción de inflación y fiscalidad. Este es otro motivo importante para presumir que la fiscalidad efectiva sobre las rentas de capital es superior en España a la de otros países, con los mismos efectos diferenciales sobre los tipos de interés y el descuento del tipo de cambio que se señalaron en el punto anterior.
- d. **Reducción de la fiscalidad sobre las inversiones exteriores en la economía nacional.** En este caso, existe una referencia muy clara en las exenciones fiscales otorgadas por España, a finales de 1990, para las inversiones extranjeras en deuda pública española y en otros instrumentos de renta fija. El espectacular aumento de las

primeras a raíz de esa medida constituye la más clara confirmación posible de las tesis sostenidas en este documento. En otro orden de cosas, tampoco se debe olvidar que la creciente libertad de movimientos de capital en muchos países ha debido de permitir que las inversiones de éstos en España se domiciliaran en terceros países, en búsqueda del régimen fiscal más favorable. Los extranjeros han debido de gozar, así, de crecientes posibilidades de minimizar la fiscalidad soportada por sus inversiones en España. De ser así, también éste sería un factor a tener en cuenta a la hora de calibrar los efectos de la fiscalidad sobre el tipo de cambio español.

Resumiendo, hay razones para pensar que el mecanismo de distorsión fiscal, al alza, de los tipos de interés nominales por la interacción de inflación y fiscalidad ha tendido a operar en España con mayor intensidad que en otros países, a lo que se sumarían otras posibles diferencias de trato fiscal que harían que los extranjeros hayan podido obtener una rentabilidad neta de impuestos por sus inversiones en España superior a la de otras alternativas. Lo mismo, a la inversa, se aplica a los estímulos para un endeudamiento de los españoles en el exterior. De ahí seguiría de forma prácticamente automática, a través de operaciones de arbitraje de intereses cubierto de riesgos de cambio, una presión al alza del descuento cotizado de la peseta que compensara esos diferenciales.

Para calibrar la trascendencia del fenómeno es necesario, sin embargo, intentar traducir esa presión al alza del descuento cotizado del tipo de cambio a implicaciones macroeconómicas sobre tipo de cambio al contado, tipo de cambio a plazo y movimientos de capital.

Una de las vías de ajuste era la apreciación del tipo de cambio nominal al contado, y ésta acabó produciéndose en determinados períodos del pasado reciente. Ello lleva a asociar las presiones en esa dirección a la presencia de los motivos fiscales enunciados, al margen por supuesto de otros posibles factores. Son bien conocidas las reticencias que esa apreciación suscitó tanto entre las autoridades como entre los sectores económicos negativamente afectados. Si el análisis anterior es válido, las objeciones estaban bastante motivadas en la medida en que la justificación económica de la apreciación fuera la compensación de divergencias de tratamiento fiscal que incrementaban las diferencias de tipos de interés netos de impuestos. En cualquier caso, aunque haya sido por otros moti-

vos, las autoridades españolas han tendido a resistirse a esa apreciación del tipo de cambio nominal, y, con la incorporación al Sistema Monetario Europeo, el margen adicional para ésta ha quedado claramente delimitado. La fortaleza de la peseta dentro de la banda de intervención, pese a la continua apreciación del tipo de cambio real, prueba, sin embargo, que los factores subyacentes a favor de una apreciación del tipo de cambio nominal seguían presentes.

En la medida en que el tipo de cambio al contado quedaba fijado por la intervención de las autoridades, el ajuste se centraba en el tipo de cambio a plazo, que debía modificarse en la medida necesaria para que el descuento cotizado de la peseta se ajustara a los diferenciales de intereses, afectados por la fiscalidad. Con pequeñas diferencias según períodos y según divisas, tipos de interés y plazos considerados, ese ajuste ha tendido, en efecto, a producirse en la realidad. Lo importante no es, sin embargo, ese resultado en sí, sino sus consecuencias sobre los movimientos de capital, más difíciles de concretar.

Los mercados financieros internacionales se caracterizan por la rapidez de sus ajustes, de donde se deduciría que los ajustes del descuento del tipo de cambio podrían responder de forma inmediata a los diferenciales de interés, sin necesidad de suscitar movimientos de capitales cubiertos de riesgo de cambio de gran cuantía. La experiencia demuestra, sin embargo, que, en los últimos años, la situación de tipos de interés relativos ha suscitado en España unas entradas de capital de excepcional magnitud, cuya explicación ha de buscarse por otra vía.

La principal razón de esos movimientos ha de verse en la credibilidad del tipo de cambio a plazo resultante del arbitraje de intereses cubierto de riesgo de cambio como estimación del tipo de cambio al contado esperado para el futuro. Excluida la apreciación del tipo de cambio al contado, la depreciación del tipo de cambio a plazo cotizado forzada por los mecanismos de arbitraje ha debido de superar la depreciación del tipo de cambio al contado esperada a la luz de otros factores económicos generales (vgr., inflación relativa, evolución de la cuenta corriente, etc.). En esas condiciones, lo lógico era que el extranjero que invirtiera en España, o el español que se endeudara en el extranjero, optara por no cubrir el riesgo de cambio. De ese modo aumentaba la trascendencia efectiva de un diferencial dado de tipos de interés, y la

única forma de que cesara el flujo de entrada de capital era una reducción de tipos de interés interiores, que las autoridades, por razones de política monetaria interior, tampoco estaban plenamente dispuestas a consentir. La situación ha tenido elementos de círculo vicioso, pues el conocimiento de las presiones existentes a favor de una apreciación del tipo de cambio al contado y, en la medida en que ésta no se producía, la propia persistencia de las entradas de capital han debido de ayudar a reducir las expectativas de depreciación a corto plazo del tipo de cambio. Esas expectativas de depreciación también se han de haber visto alejadas por el extraordinario saldo de activos exteriores acumulado por las autoridades en su intento de compatibilizar sus objetivos externos e internos. Por otro lado, dada la tradicional intervención del tipo de cambio al contado, la apreciación del mismo mencionada en el párrafo anterior se explica, de hecho, mejor como respuesta de las autoridades destinada a frenar esas entradas que como mero resultado mecánico del arbitraje de tipos de interés cubierto de riesgo de cambio.

No existe información que permita distinguir entre entradas de capital cubiertas, o no, de riesgo de cambio en España, lo que impide cuantificar de forma directa el fenómeno y confirmar en qué medida ésta es, en efecto, la explicación de las grandes entradas de capital observadas en los últimos años. No obstante, existen dos fuertes presunciones a favor de la no cobertura. Por un lado, la fuerte acumulación de activos exteriores por el Banco de España —sin cobertura de riesgo de cambio, pues el Banco no ha operado como norma en el mercado a plazo— implica, casi por definición, la existencia de importantes pasivos exteriores que tampoco están cubiertos del riesgo de cambio. Por otro lado, la cobertura del riesgo de cambio asumido por los inversores extranjeros en activos en pesetas, o por los españoles que se endeudaban en moneda extranjera, sólo es posible, en última instancia y en términos netos, por dos vías. Una son las ventas de pesetas a plazo por parte de otros residentes (vgr., relacionadas con exportaciones españoles o realizadas por la banca española, que, para no incurrir a su vez en riesgos de cambio, debería acumular la contrapartida en divisas de las entradas de capital). Otra es un endeudamiento en pesetas de los no residentes (vgr., préstamos en pesetas de la banca española, emisiones de «bonos matador»). Es posible que todas esas vías hayan desempeñado un papel a la hora de cubrir ciertos riesgos de cambio; pero cuantitativamente su papel no ha podido ser muy grande en relación con la magnitud de las entradas de capital observadas.

Por lo demás, la experiencia de los ajustes financieros internos a los cambios de fiscalidad avala otra explicación de las entradas de capital menos creíble, aunque no pueda desecharse por completo. Ya se ha señalado que, en los mercados financieros internacionales, cabe presumir una gran rapidez de los ajustes del descuento del tipo de cambio, sin necesidad de grandes movimientos de capitales cubiertos de riesgo de cambio. Pero, como también se vio, no es ésta una característica de los ajustes internos. Aquí la igualación de rentabilidades netas de impuestos suele ir acompañada de desplazamientos importantes y permanentes en la composición de las carteras. Basta suponer que los ajustes internacionales se encuentran, en realidad, a medio camino entre la hipótesis antes expuesta y la realidad nacional, para que quepa la posibilidad de que el ajuste de precios vaya acompañado también en este caso de un ajuste de cantidades en forma de movimientos de capital cubiertos de riesgo de cambio de carácter más o menos permanente. La explicación de ello habría de buscarse por la vía, apuntada en el epígrafe 2.B, de la existencia de muchas situaciones individuales distintas. Del promedio de las mismas, y teniendo en cuenta variables adicionales no explícitamente contempladas, surgiría un equilibrio marginal, compatible con la persistencia de muchos desequilibrios individuales. Una explicación razonable, pero no confirmada, es que, por analogía con lo que ocurre en los mercados financieros internos, el ajuste de precios de mercado consiga un equilibrio que limita desplazamientos marginales adicionales, pero que no cierra todas las oportunidades de arbitraje que se abrieron con el desequilibrio inicial y que serían las que explican la persistencia de un cambio en la estructura de las carteras.

En fin, la percepción del dilema con que se enfrentaban las autoridades monetarias españolas y de la intensidad de las propias entradas de capital ha alimentado ocasionales expectativas de descenso de los tipos de interés españoles, que han constituido el motor de ciertas inversiones exteriores, atraídas por la esperanza de ganancias de capital a corto.

El análisis anterior induce a creer que la fiscalidad ha sido una causa importante de los especiales problemas de la política monetaria española en los últimos tiempos. Los desequilibrios creados por la fiscalidad sólo se podían eliminar a través de un descenso de los tipos de interés nominales interiores. Pero esta era desaconsejable desde la óptica de los objetivos monetarios internos, por más que se pudiera ver estimulada

por unas entradas de capital y un aumento de las reservas exteriores que podían impartir un sesgo expansionista al control de la cantidad de dinero. También se podían eliminar a través de una apreciación del tipo de cambio de magnitud suficiente para generar unas expectativas de depreciación efectiva (y no simplemente un descuento cotizado) que cerraran el diferencial efectivo de intereses. Pero ésta también suscitaba objeciones importantes.

Así, el familiar dilema entre los objetivos internos y externos de la política monetaria se ha de ampliar, para introducir en él un tercer componente, de política fiscal, ligado al diseño del sistema impositivo. Todos aceptan —o presumen aceptar— la dificultad, e incluso imposibilidad, de fijar objetivos internos de política monetaria una vez establecidos unos objetivos de tipo de cambio, o viceversa. Lo que antes se ha dicho equivale a destacar que, además, tampoco es posible fijar objetivos autónomos en cuanto a determinados aspectos del diseño del sistema impositivo.

Otra forma, acaso más útil, de expresar lo mismo es decir que el dilema entre objetivos internos y externos puede tender, no a desaparecer, pero sí a verse suavizado, al existir un instrumento adicional: el diseño del sistema fiscal. Así, dado un objetivo en materia de tipo de cambio, resultaría, en principio, imposible controlar el nivel de los tipos de interés y el crecimiento de la cantidad de dinero, para un diseño dado del sistema impositivo. Pero la modificación de este último puede permitir, dentro de ciertos límites, hacer coherentes el objetivo de tipo de cambio con determinados objetivos en materia de tipos de interés y crecimiento monetario. En realidad, sería bastante utópico propugnar una utilización de las reformas del sistema impositivo como instrumento coyuntural de la política macroeconómica. No lo es, en cambio, cuando lo que se trata de conseguir es que las incongruencias entre los objetivos externos e internos de la política monetaria no se vean agudizadas por un diseño del sistema fiscal que tiene otros muchos aspectos poco deseables.

Esto lleva a pensar que la única forma razonable de reconciliar los objetivos internos y externos de la política monetaria es mediante una reforma que consiga eliminar o reducir significativamente los aspectos distorsionadores de la fiscalidad que impulsan al alza los tipos de interés nominales interiores. Sólo de esa manera cabrá coordinar un grado de restricción monetaria como el que las autoridades pretenden mantener

con un nivel más bajo de tipos de interés y sin presiones al alza sobre el tipo de cambio.

Todo lo expuesto sirve, por otro lado, para augurar complicados problemas en torno a la plena liberalización de las inversiones españolas en el extranjero y a una eventual imposibilidad de mantener el principio de domiciliación en instituciones españolas de esos flujos de capital. En principio, si los tipos nominales interiores son suficientemente elevados para generar una rentabilidad real neta de impuestos satisfactoria, no deberían existir especiales motivos para que la liberalización se tradujera en salidas de capitales en busca de una rentabilidad neta de impuestos más elevada. Pero ya se señaló, en el epígrafe 3.C, que la evasión fiscal puede generar desequilibrios que supongan un estímulo importante a la salida de capitales y a la depreciación del tipo de cambio. Las salidas de capital español servirían, en todo caso, para generar un contrapeso a los efectos indeseados de las entradas de capital (presión sobre el tipo de cambio y aumento de reservas), por más que su efecto alcista sobre los tipos de interés interiores constituiría un estímulo adicional a dichas entradas. En realidad, es muy difícil llegar a conclusiones precisas, pero cabe apuntar, al menos como posibilidad, una situación paradójica, en la que los residentes tiendan a invertir en el extranjero por razones fiscales, mientras que los no residentes sigan invirtiendo en España también por motivos de origen fiscal, como lo están haciendo ahora. Más paradójico aún sería que los propios fondos evadidos retornaran a España bajo el ropaje de «inversión extranjera». Esta «solución» a los problemas de política monetaria exterior, de llegar a darse, constituiría una curiosa manifestación de lo que se conoce en la literatura económica bajo la denominación de «competencia impositiva» internacional.

7. MERCADOS INMOBILIARIOS

Los últimos años se han caracterizado por una demanda excepcionalmente fuerte de activos inmobiliarios, que ha suscitado, por un lado, una intensa actividad constructora y, por otro, unas elevaciones de precios, tanto de venta como de alquiler, netamente superiores al crecimiento medio de los restantes precios. La trascendencia social, presente y previsiblemente en el futuro próximo, de esa elevación del precio relativo de los activos inmobiliarios no necesita ser subrayada.

La explicación de un fenómeno de tal envergadura ha de contar, sin duda, con la confluencia de causas diversas. No se va a pretender aquí desentrañar ese proceso, sino sólo destacar el hecho de que, entre aquéllas, las consideraciones fiscales han debido de desempeñar un papel muy importante.

Por desgracia, los índices disponibles sobre el precio de los activos inmobiliarios no son lo suficientemente largos o fiables para cuantificar con precisión unos fenómenos que, por lo demás, son bastante evidentes ⁽¹³⁾. Tomando períodos razonablemente prolongados, las inversiones inmobiliarias (exceptuando las viviendas alquiladas con bloqueo de alquileres) han constituido probablemente las únicas inversiones que han tenido asegurado su valor real en un contexto moderadamente inflacionista como el español. Sin embargo, la evolución del precio de los activos inmobiliarios se ha visto sometida a fuertes ciclos, con un elevado componente especulativo, no muy distinto del que se observa en los mercados de acciones —incluso con una coincidencia temporal con los ciclos de éstas—, lo que implica que el precio relativo de los mismos ha debido de sufrir oscilaciones importantes, incluyendo fases de fuerte incremento, pero también fases de caída, del mismo. Esas fluctuaciones no excluyen, por otro lado, una tendencia a que, a largo plazo y por diversos motivos, la mayor parte de las inversiones de carácter urbano hayan tendido a beneficiarse de incrementos de precios relativos.

La inversión inmobiliaria ha gozado, así, de una larga tradición en España como refugio frente a la inflación, como fuente potencial de importantes ganancias de capital —rara será la fortuna española que no se asiente, en buena parte, en ellas— y como mecanismo de evasión fiscal, ante la dificultad de un control de las correspondientes rentas y ganancias de capital. Se hace difícil imaginar que esos factores excepcionales de demanda de activos inmobiliarios no hayan constituido un factor conducente a una sobrestimación, variable en el tiempo pero sistemática, del valor de los mismos.

(13) Véase una buena descripción y crítica de la escasa información disponible en Olympia Bover, **Un modelo empírico de la evolución de los precios de la vivienda en España (1976-1991)** (Investigaciones Económicas, Volumen XVII.1, enero 1993, Apéndice 1).

Lo expuesto es coherente con el esquema de análisis presentado al principio. Este lleva a la conclusión de que, ante un descenso de los tipos de interés reales netos de impuestos de los instrumentos financieros, existirá una tendencia a desplazarse desde éstos a los activos inmobiliarios, como forma de inversión alternativa, no afectada por las distorsiones fiscales de referencia. Esto tenderá, por un lado, a reforzar la tendencia a la elevación de los tipos de interés de los instrumentos financieros que no se han ajustado, pero también, en tanto no se produzca ese ajuste, a reducir la rentabilidad real de los activos inmobiliarios, a través de un mecanismo tan simple como el del incremento de su precio. Esa reducción de la rentabilidad se verá compensada, en los casos en que sea posible, por una elevación proporcional de los alquileres; y, a más largo plazo, existirá otro ajuste más importante —tendente a regenerar la demanda de viviendas como bien de consumo, expulsada del mercado por las anómalas elevaciones de precios derivadas de la demanda de viviendas como inversión— y que consistirá en una reabsorción del aumento del precio relativo de las viviendas y de los alquileres, bien a través de un descenso ulterior del valor nominal de los mismos, bien, lo que parece bastante más realista, a través de un aumento generalizado de los restantes precios y rentas. No hay que olvidar, en efecto, que un nivel excepcionalmente elevado tanto de los alquileres como de las cargas financieras asociadas a la adquisición de una vivienda o de un inmueble comercial sobrevalorados constituirá un factor de presión, de efectos duraderos, sobre la negociación salarial y sobre los costes de producción.

Este sería el trasfondo del ciclo inmobiliario, fuertemente expansivo, que se inicia en torno a los años 1985-1986, tras un período de depresión en los mercados inmobiliarios ⁽¹⁴⁾. La pregunta es, pues, cuáles se-

(14) La coexistencia, en la segunda parte de los años setenta, de un mercado inmobiliario deprimido con tipos de interés reales fuertemente negativos en el caso de muchos instrumentos financieros parece contradecir las explicaciones propuestas en el texto. La explicación más razonable la ofrece el hecho de que, en la primera parte de los años setenta, el mercado inmobiliario experimentó un «boom» parecido al reciente —y explicado, en buena parte, por la falta de respuesta de los tipos de interés de los activos financieros al aumento de la tasa de inflación—, que debió de finalizar con unos niveles de precios relativos excepcionalmente altos (y, por tanto, de rentabilidades bajas). No existe evidencia clara de que los precios de los activos inmobiliarios tendieran posteriormente a la baja, y su descenso en términos reales debió de producirse por la conjunción del estancamiento de los mismos con un fuerte incremento del nivel
./..

rían los factores que podrían haberlo impulsado desde el ángulo fiscal, junto a otras posibles causas tales como la evolución de la renta o las disponibilidades de financiación. Existen dos candidatos obvios: de un lado, las especiales reducciones fiscales otorgadas, con efecto desde 1986, a la adquisición de segundas viviendas y, de otro, la plena efectividad, a partir de un momento difícil de concretar en la primera mitad de los años ochenta, de las nuevas normas sobre información fiscal en materia de instrumentos financieros y rentas generadas por éstos. Este segundo factor debió de ser mucho más relevante que el primero, en la medida en que, como se apuntó más arriba, su trascendencia excede del ámbito estricto de las rentas de capital. A todo ello habría que sumar las diversas iniciativas posteriores que cierran el paso a una u otra fórmula financiera de evasión, total o parcial, de impuestos.

La efectividad de las desgravaciones presupone la realización de declaraciones y la ausencia de evasión. Su impacto se habría debido a su efecto reductor del coste neto de impuestos de la adquisición de viviendas, generando así un desequilibrio que sólo se cerraría a través del aumento del propio precio de las viviendas, de un lado, y del aumento del tipo de interés antes de impuestos de los créditos destinados a su adquisición, derivado del incremento de la demanda de éstos.

El efecto de la evasión, tendente a escapar a la transparencia informativa ligada a los instrumentos financieros, se traduciría básicamente en un aumento del precio de los activos inmobiliarios, con un efecto colateral al alza de los tipos de los instrumentos financieros, por reducción de la demanda de aquellos que constituyen inversiones alternativas a los activos inmobiliarios. Como ya se ha señalado, no se estaría huyendo sólo de la fiscalidad sobre las rentas de capital de una nuevas inversiones, sino

(14) . / ..

general de precios. Parece sensato suponer que, hasta tanto no se produjera esa reducción del precio relativo de los activos inmobiliarios, no podía existir un verdadero estímulo a desplazamientos adicionales desde los activos financieros, desplazamientos que también se verían contenidos por la fuerte tendencia al alza de los tipos de interés nominales de estos últimos en la segunda mitad de los años setenta. En suma, se estaría suponiendo que los fuertes desequilibrios generados en la primera mitad de los años setenta fueron reabsorbidos a lo largo de la segunda mitad de esa década y de la primera parte de los ochenta, abonando así el terreno para la eventual reaparición de otro ciclo inmobiliario expansivo.

de toda una suma de deudas fiscales pasadas y futuras, complementaria de aquéllas. De ahí que el desplazamiento hacia los activos inmobiliarios podría proseguir, pese a incrementos muy sensibles de su precio (descensos muy importantes de su rentabilidad relativa).

A todo ello habría que añadir que el propio «boom» del mercado inmobiliario ha generado un círculo vicioso. La aparición de importantes beneficios y ganancias de capital en ese sector se convertía en una fuente de rentas que aspiraban también a la evasión fiscal ⁽¹⁵⁾, y la mejor forma de alcanzarla era por reinversión en el propio sector. Los normales elementos especulativos han debido de verse, así, fuertemente potenciados.

Todo lo expuesto hasta aquí no puede pasar de ser una hipótesis razonada, ante la dificultad de contrastarla con una realidad sobre la que existe muy poca información sistemática ⁽¹⁶⁾. En todo caso, en un momento en que el precio de las viviendas y de los alquileres se ha convertido, de nuevo, en un problema político candente, merece la pena reflexionar sobre la posibilidad de que ese problema se haya visto agravado por

(15) Es sabido, por ejemplo, que, en los últimos años, la adquisición de inmuebles por parte de organismos públicos se ha convertido en un problema, pues éstos no pueden aceptar el hacer pagos en «dinero negro» y, sin embargo, lo normal es que los vendedores exijan el pago de parte del precio de ese modo.

(16) Hipótesis que no es sólo del autor, pues otros han planteado ya ideas que, en esencia, coinciden con las aquí expuestas. Se trata de los trabajos de M. Lasheras **Dinero negro y shocks en mercados inmobiliarios. Efectos de la Ley de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros** (Instituto de Estudios Fiscales, Papeles de Trabajo, nº 6/88, noviembre de 1988) y de L.A.Mañas y J. Pérez-Campanero **El "bucle" de Tiki: Ganadores y perdedores de la política de vivienda** (1991, mimeo). Sin embargo, Olympia Bover, en el trabajo citado en la nota 13 (uno de los escasos intentos de análisis econométrico del precio relativo de la vivienda en España), no encuentra evidencia de que algunas variables fiscales mejoren una función en la que el precio relativo de la vivienda aparece explicado esencialmente por la renta real «per capita» y, en menor medida, por el diferencial entre una medición de la rentabilidad nominal antes de impuestos de la inversión en vivienda y la rentabilidad de un activo financiero alternativo. Su propia autora señala (nota 5) que «esto no significa que el sistema impositivo no sea relevante en el cálculo del rendimiento del capital vivienda, sino que el ajuste por impuestos que es posible hacer ... es demasiado agregado... y no capta la incidencia del tratamiento fiscal de la compra de viviendas».

la política fiscal y de que su solución sea problemática si no se afrontan los factores fiscales subyacentes.

8. POSIBILIDADES DE REFORMA FISCAL

Un sistema fiscal con distorsiones ligadas a la inflación introduce, como se ha visto, graves distorsiones en el funcionamiento de la economía y genera delicados problemas de política económica. Por otra parte, desde la óptica de la administración fiscal, dichas distorsiones constituyen un potente factor de estímulo a la evasión fiscal y, aunque ésta no existiera, no se traducen, en contra de lo que intuitivamente se tendería a pensar, en incrementos netos de la recaudación. La pregunta es: ¿por qué se mantienen esas distorsiones?

La única respuesta razonable es de tipo político, a partir de nociones tales como la de que las rentas de capital tienden a escapar a la tributación con más facilidad que las rentas salariales; la de que el eventual gravamen adicional sobre las rentas de capital que deriva de la inflación introduce un bienvenido elemento adicional de progresividad; la de que un ajuste de inflación en las rentas de capital implicaría una discriminación frente a las rentas de trabajo (recuérdese con qué generalidad la reciente supresión de la discriminación, por razón de matrimonio, contra las rentas salariales elevadas se interpretó como la introducción de una discriminación contra las rentas medias); o la de que cualquier «indiciación» sería perturbadora como posible precedente de futuras indiciaciones salariales.

Ninguno de esos argumentos constituye una razón teóricamente seria para defender las discriminaciones fiscales que se comentan y sus perturbadoras consecuencias. Se trata de puntos de vista políticos que, partiendo en algún caso de propósitos aceptables, no son capaces de percibir correctamente la propia naturaleza de las distorsiones fiscales en cuestión o no saben valorar sus efectos adversos. No tiene, pues, mucho sentido entrar aquí a discutirlos en detalle.

Sí conviene examinar, en cambio, otra postura alternativa, contraria a una revisión del sistema fiscal para eliminar las distorsiones comentadas. Reconociendo la realidad de éstas y sus posibles consecuencias nega-

tivas, esa postura destaca, ante todo, las dificultades técnicas objetivas de diseñar un sistema fiscal sin distorsiones, a las que se suman, desde luego, las de superar las objeciones políticas antes expuestas. De ahí que concluya que la reacción más razonable no es modificar el sistema fiscal, sino luchar contra la propia inflación. Desaparecida ésta, se esfumarán, por definición, las distorsiones fiscales que se están analizando.

La lógica interna de esta posición es irrefutable. Su realismo resulta, en cambio, más que dudoso. Con un nivel impositivo como el español, las distorsiones fiscales en cuestión pueden empezar a ser importantes con una tasa de inflación tan moderada como el 5%, nivel por debajo del cual no se ha situado prácticamente nunca la economía española en los últimos cincuenta años. Por otro lado, esa postura ignora las propias dificultades que un sistema fiscal distorsionador genera de cara a desarrollar una política antiinflacionista efectiva, comentadas en los epígrafes anteriores.

La consecuencia es que, de ser válidas las ideas desarrolladas hasta aquí, las autoridades españolas habrán de enfrentarse, tarde o temprano, con una reforma de la fiscalidad que recaerá sobre las rentas de capital como única forma razonable de eliminar, o al menos reducir, unas distorsiones que están hipotecando las posibilidades de desarrollar una política macroeconómica razonable.

El sentido de esa reforma es muy obvio: intentar definir las bases imponibles de tal forma que no se sujete a impuesto (y no se considere como gasto deducible) el componente que, en los rendimientos de capital, constituye compensación de la pérdida de valor del principal. Dicho de otro modo, definir las bases imponibles de forma que éstas estén constituidas sólo por los rendimientos reales. Esta propuesta no encierra, por lo demás, novedad alguna y ha sido formulada repetidamente en la literatura económica. Por citar sólo un ejemplo importante, referido a otro problema de gran dimensión, un informe del Fondo Monetario Internacional señaló hace algunos años que :

«Un ajuste completo frente a la inflación, por parte de los países desarrollados actuando como grupo, de la renta de intereses sujeta a impuestos y de los pagos de intereses deducibles de la renta imponible constituye probablemente la medida de política fiscal más eficaz para reducir el nivel de los tipos de interés

nominales en los países desarrollados y para reducir los tipos de interés reales efectivos en los países en desarrollo. Sin embargo, un ajuste frente a la inflación de las rentas y los pagos por intereses resulta muy difícil de realizar administrativamente en cualquier país. No parece, pues, probable que se produzca una actuación concertada de ese tipo» (17).

Esa última referencia a la dificultad administrativa de una reforma de ese tipo da pie a comentar ese problema. Ya se ha señalado que buscar la solución al problema por la vía de reducir la tasa de inflación es, en realidad, una huida del problema, pues una de las graves cuestiones derivadas de las distorsiones fiscales es precisamente la dificultad de desarrollar una política antiinflacionista efectiva. Por otra parte, conviene ser muy cauto a la hora de identificar las dificultades administrativas para una reforma de ese tipo, ya que es muy probable que se pretenda hacer pasar por tales las objeciones de tipo político que se enunciaron más arriba, u otras análogas. Por ello, no estará de más recordar aquí que «buena parte de la historia consiste en convertir en posible lo que es políticamente imposible» (18).

La implantación de una reforma fiscal como la apuntada puede suscitar, sin duda, bastantes problemas técnicos. Pero, sin pretender desarrollar aquí un programa de reforma fiscal, conviene destacar que estas dificultades técnicas no son, después de todo, insuperables. Desde luego, sería muy poco realista intentar basar la fiscalidad en unos tipos de interés reales calculados «expost», a partir de la evolución efectiva de la tasa de inflación. La forma más razonable de proceder consistiría, por el contrario, en definir legalmente un tipo de interés real de referencia (vgr., 4% ó 5%), que sirviera como base convencional para la definición de las rentas de capital sujetas a impuesto. Dicho tipo de interés podría mantenerse fijo a lo largo del tiempo, o verse sometido a revisiones ocasionales. Probablemente, no se debería fijar uno, sino varios tipos de referencia, según la naturaleza de los instrumentos. En todo caso, dicho tipo sería aplicable tanto para el cálculo de las rentas percibidas como para el de los correspondientes gastos financieros deducibles. Se trata, sin duda,

(17) IMF Fiscal Affairs Department, **Interest rates and tax treatment of interest income and expense**, en V.Tanzi (Ed), **Taxation, inflation and interest rates**, IMF, 1984, p. 40.

(18) Atkinson, A.D. y Stiglitz, J.E., **Lecciones sobre economía política** (Traducción publicada por el Instituto de Estudios Fiscales), p. 717.

de una solución técnicamente insatisfactoria, pero cuya defensa es fácil, dado que las eventuales distorsiones creadas por la falta de realismo del tipo escogido o por su estabilidad a lo largo del tiempo iban a ser muy inferiores a las distorsiones creadas por el sistema al que sustituiría (19). La aplicación de una reforma de este tipo tendería a reducir de forma significativa todas las distorsiones fiscales de alguna importancia ligadas a la inflación, con una única excepción: la relacionada con una valoración histórica de los gastos de amortización. Esta debería abordarse por otros procedimientos, para lo cual existiría, por lo demás, un estímulo que hoy no se da, pues el mayor gravamen a que se ven sometidas las empresas por ese motivo está, hoy día, más que compensado por el beneficio de la deducción de una carga de intereses afectada al alza por la interacción de fiscalidad e inflación. La solución más lógica, en este caso, sería aceptar, en el cálculo de la base imponible, la plena corrección por la inflación pasada de todas las plusvalías contabilizadas, solución que, una vez eliminada la deducción del total importe nominal de los intereses pagados, no podría suscitar ya las objeciones que hoy, con toda lógica, levanta.

En cuanto a la estimación de las rentas, no sería muy difícil obligar a la mayor parte de los agentes que practican liquidaciones de tipos de interés (vgr., Estado, entidades financieras, etc.) a que, junto con la liquidación del tipo de interés efectivo, facilitarán una liquidación paralela al tipo de interés legal de referencia, que sería la que serviría para estimar la renta imponible o el gasto deducible por intereses. Sólo en los casos, probablemente poco relevantes, en los que la liquidación fuera realizada

(19) Esa solución tiene, por otro lado, un claro precedente en el propio impuesto español sobre la renta de las personas físicas, donde la renta imponible derivada de las viviendas propias se estima como un porcentaje fijado por ley del valor de la vivienda (que, en este caso, también es, además, otro valor fijado por la Administración).

También en el terreno de los precedentes, se ha de destacar que, hasta su reciente modificación, el impuesto español sobre la renta admitía una corrección de la inflación en el caso de las ganancias de capital, basada, además, no en la evolución efectiva de ésta, sino en unos factores convencionales fijados por ley. (Aunque ya no estén directamente ligadas a la inflación, esas correcciones perviven en el nuevo impuesto). Este caso sirve, por otra parte, para poner de relieve el absurdo de admitir una corrección de la inflación en las ganancias de capital y rechazarla en el caso, económicamente equivalente, de un tipo de interés nominal.

por agentes a los que no se pudiera imponer esa obligación, habría que arbitrar procedimientos estimativos alternativos.

Bajo ese esquema, la gestión de un mecanismo de retenciones sería trivial, pues un porcentaje fijo (vgr., 25%) sobre una renta también fija en porcentaje, se puede traducir a un porcentaje (vgr., 1%, 1,25%) del propio capital. Esto aproximaría, sólo de forma transitoria, el impuesto sobre rentas de capital a un impuesto sobre el capital, que efectivamente aparece también en la literatura como propuesta alternativa para resolver el problema de las distorsiones fiscales creadas por la inflación.

Una reforma de ese tipo conduciría a una significativa reducción de los tipos de interés nominales antes de impuestos, de modo que su aplicación a las rentas de capital derivadas de contratos preexistentes generaría unas ganancias y pérdidas de capital inaceptables. Esto obligaría a aplicar el nuevo régimen fiscal sólo a los contratos que se negociaran a partir de la reforma. En cuanto a los contratos preexistentes cabría, bien dejarlos subsistir hasta su extinción, sujetos al régimen fiscal anterior, bien facilitar esa extinción mediante una norma de suficiente rango legal, que otorgara a todos los deudores la posibilidad de reembolsar anticipadamente, por su valor nominal, todas las deudas de ese tipo, facilitando así la renegociación de tipos de interés nominales acordes con la nueva situación fiscal.

Por lo demás, la propia selectividad de las distorsiones fiscales que se han examinado, que afectan de forma diversa a los distintos activos, sugiere otros factores a tener en cuenta en una eventual reforma. Esta no tendría por qué acometerse simultáneamente para todas las rentas de capital, lo que haría posible afrontarla de forma escalonada, para calibrar mejor los distintos pasos de la reforma. El candidato obvio para un inicio de esa reforma sería la propia deuda del Estado. Dados los plazos relativamente cortos de muchos de los instrumentos que la integran, cabría, además, considerar la posibilidad de aplicar el nuevo régimen a las rentas

generadas por las operaciones nuevas, sin reconsiderar el régimen de las antiguas ⁽²⁰⁾.

En cualquier caso, no tendría sentido defender a ultranza la solución anterior, u otra fórmula equivalente, sin un análisis detallado de sus implicaciones. Pero lo que también parece evidente es que, sin una reforma en profundidad de la fiscalidad de las rentas de capital, la política económica española va a seguir enfrentándose con problemas que no tienen soluciones alternativas ⁽²¹⁾.

(20) Las dudas que puedan existir sobre la coexistencia de instrumentos de la deuda pública sujetos a regímenes fiscales alternativos pueden disiparse a la vista de las experiencias recientes de coexistencia de pagarés del Tesoro, letras del Tesoro y bonos del Estado, cada uno con un régimen fiscal diferente. Por otra parte, en los años 1900-1936 coexistieron en España, sin problemas, saldos importantísimos de deuda pública, repartidos en proporciones parecidas entre deuda sujeta a impuestos y deuda exenta de ellos.

(21) La reciente reforma del impuesto sobre la renta de las personas físicas introduce ciertos elementos reductores de la presión fiscal sobre las rentas de capital, como son, por ejemplo, una importante reducción de la fiscalidad soportada por los fondos de inversión, la introducción de pequeños mínimos exentos para rentas y ganancias de capital o la futura creación de determinados activos financieros especiales sujetos a una fiscalidad privilegiada. Ninguno de esos pasos va en la dirección propuesta en el texto y, aunque su efecto será, sin duda, reducir determinados tipos de interés antes de impuestos, no se trata del efecto general propugnado en este trabajo, sino más bien de un aumento de las divergencias entre determinados tipos de interés antes de impuestos debidas a distorsiones del sistema fiscal.

1 TIPOS DE INTERES DE REFERENCIA

Porcentajes

	DEPOSITOS INTERBANCARIOS			PAGARES Y LETRAS	DEUDA PUBLICA	BANCA: RENDIMIENTOS		BANCA: COSTES			
	1 mes	3 meses	1 año	Ren. int. 2 o más años	lovers. credit. total	lovers. credit. libre	Préstamos a 3 años	Depósitos total	Depósitos 1 año	Depósitos 3 meses	
	Marginal	Marginal	Marginal	Marginal	Medio	Medio	Marginal	Medio	Medio	Marginal	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1970	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
1971	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
1972	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
1973	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
1974	11.8	...	...	...	...	...	...	3.4	...	...
1975	10.2	...	...	...	9.9	...	...	3.7	5.9	...
1976	12.7	...	...	...	10.2	...	...	3.5	8.1	...
1977	15.3	15.5	...	...	11.2	...	...	4.0	6.9	...
1978	21.8	17.6	...	12.0	13.2	...	15.2	5.6	10.0	...	
1979	16.2	15.5	...	13.3	14.3	...	15.6	6.6	11.3	...	
1980	15.7	16.5	...	16.0	15.0	16.0	17.2	7.0	12.1	...	
1981	15.6	16.2	16.6	15.8	15.6	16.7	17.4	7.6	12.7	...	
1982	15.9	16.3	15.6	16.0	15.3	16.3	16.6	8.1	13.0	...	
1983	20.0	20.0	15.5	16.9	15.1	15.9	17.5	8.3	12.8	...	
1984	14.3	14.9	14.4	16.5	15.1	16.0	17.4	8.5	12.5	...	
1985	12.0	12.2	...	13.4	13.9	14.8	16.7	7.5	11.3	...	
1986	11.7	11.7	...	11.4	13.5	14.7	15.4	6.8	9.9	...	
1987	16.2	15.8	14.3	14.1	14.3	15.3	16.6	6.5	9.0	11.0	
1988	11.5	11.7	10.6	11.7	14.1	14.8	16.9	6.4	9.0	9.4	
1989	14.8	15.0	13.7	13.7	15.1	15.8	17.8	7.1	9.3	10.3	
1990	15.0	15.2	14.2	14.7	16.2	16.6	19.2	8.4	10.2	12.1	
1991	13.3	13.2	12.5	12.4	15.6	16.2	18.2	8.5	10.8	11.8	

2 PRECIOS Y FISCALIDAD

	DEFLACTOR DE LA DEMANDA NACIONAL		RETENCION		IMPUESTO SOBRE SOCIE- DADES %
	Nivel Indice	Variación %	Sobre rentas de valores %	Sobre intereses depósitos %	
	1	2	3	4		5
1970	23.9	6.8	15.0	0.0	34.0
1971	25.7	7.5	15.0	0.0	34.0
1972	27.7	7.8	15.0	0.0	34.0
1973	31.0	11.9	15.0	0.0	34.0
1974	37.1	19.7	15.0	0.0	34.0
1975	42.9	15.6	15.0	11.3	36.0
1976	49.9	16.3	15.0	15.0	36.0
1977	61.6	23.4	15.0	15.0	36.0
1978	73.4	19.2	15.0	15.0	33.0
1979	65.5	16.5	15.0	15.0	33.0
1980	100.0	17.0	15.0	15.0	33.0
1981	114.1	14.1	15.0	15.0	33.0
1982	129.6	13.6	15.0	15.0	33.0
1983	145.6	12.5	15.0	15.0	33.0
1984	160.9	10.4	15.0	15.0	35.0
1985	173.9	8.1	15.0	15.0	35.0
1986	187.6	7.9	18.0	18.0	35.0
1987	197.9	5.5	20.0	20.0	35.0
1988	208.0	5.1	20.0	20.0	35.0
1989	220.8	6.1	22.5	22.5	35.0
1990	235.1	6.5	25.0	25.0	35.0
1991	249.3	6.0	25.0	25.0	35.0

3 TIPOS DE INTERES REALES ANTES (i) Y DESPUES (i*) DE IMPUESTOS

Porcentajes

	DEPOSITOS INTERBANCARIOS A 1 MES			DEPOSITOS INTERBANCARIOS A 3 MESES			PAGARES Y LETRAS DEL TESORO 1 AÑO			RENDIMIENTO DE LA DEUDA PUBLICA		
	(t=Sociedades)			(t=Sociedades)			(t=Retenciones)			(t=Retenciones)		
	i	i*	i-i*	i	i*	i-i*	i	i*	i-i*	i	i*	i-i*
	1	2	3=1-2	4	5	6=4-5	7	8	9=7-8	10	11	12=10-11
1970	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
1971	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
1972	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
1973	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
1974	-6.6	-9.9	3.4	...	...	...	...	...	...	...	...	...
1975	-4.7	-7.9	3.2	...	...	...	...	...	...	...	...	...
1976	-3.1	-7.0	3.9	...	...	...	...	...	...	...	...	...
1977	-6.6	-11.1	4.5	-6.4	-11.0	4.5	...	...	...	...	...	...
1978	2.2	-3.8	6.0	-1.3	-6.2	4.9	...	...	...	-6.0	-7.5	1.5
1979	-0.2	-4.8	4.6	-0.8	-5.2	4.4	...	...	...	-2.7	-4.4	1.7
1980	-1.1	-5.5	4.4	-0.4	-5.0	4.7	...	...	...	-0.8	-2.9	2.1
1981	1.3	-3.2	4.5	1.8	-2.8	4.7	2.2	0.0	2.2	1.5	-0.6	2.1
1982	2.0	-2.6	4.6	2.4	-2.3	4.7	1.8	-0.3	2.1	2.1	0.0	2.1
1983	6.7	0.8	5.9	6.7	0.8	5.9	2.7	0.6	2.1	3.9	1.7	2.3
1984	3.6	-1.0	4.5	4.1	-0.8	4.7	3.7	1.7	2.0	5.6	3.3	2.2
1985	3.6	-0.3	3.9	3.8	-0.1	4.0	...	...	...	4.9	3.0	1.9
1986	3.5	0.3	3.8	3.5	0.3	3.8	...	...	...	3.2	1.3	1.9
1987	10.1	4.8	5.4	9.8	4.5	5.2	8.3	5.6	2.7	8.2	5.5	2.7
1988	6.1	2.2	3.8	6.3	2.4	3.9	5.4	3.4	2.1	6.3	4.0	2.2
1989	8.2	3.3	4.9	8.4	3.4	4.9	7.1	4.2	2.9	7.1	4.2	2.9
1990	8.0	3.1	4.9	8.2	3.2	5.0	7.3	3.9	3.3	7.7	4.3	3.5
1991	6.8	2.5	4.4	6.8	2.4	4.4	6.1	3.1	2.9	6.0	3.1	2.9

4 TIPOS DE INTERES REALES ANTES (i) Y DESPUES (i*) DE IMPUESTOS
OPERACIONES BANCARIAS ACTIVAS

Porcentajes

	CREDITO TOTAL MEDIO			CREDITO LIBRE MEDIO			PRESTAMOS 3 AÑOS MARGINAL		
	(t=Sociedades)			(t=Sociedades)			(t=Sociedades)		
	i	i*	i-i*	i	i*	i-i*	i	i*	i-i*
	1	2	3=1 - 2	4	5	6=4 - 5	7	8	9=7 - 8
1970	...	...	...	...	...	...	...	...	...
1971	...	...	...	...	...	...	...	...	...
1972	...	...	...	...	...	...	...	...	...
1973	...	...	...	...	...	...	...	...	...
1974	...	...	...	...	...	...	...	...	...
1975	-5.0	-8.0	3.1	...	...	...	...	...	...
1976	-5.3	-8.4	3.2	...	...	...	...	...	...
1977	-9.9	-13.2	3.3	...	...	...	...	...	...
1978	-5.0	-8.7	3.7	...	...	...	-3.3	-7.5	4.2
1979	-1.9	-5.9	4.1	...	...	...	-0.7	-5.2	4.4
1980	-1.7	-5.9	4.2	-0.8	-5.3	4.5	0.2	-4.7	4.9
1981	1.3	-3.2	4.5	2.3	-2.6	4.8	2.9	-2.1	5.0
1982	1.5	-2.9	4.4	2.4	-2.3	4.7	2.8	-2.0	4.9
1983	2.3	-2.1	4.4	3.0	-1.6	4.7	4.4	-0.7	5.1
1984	4.3	-0.5	4.8	5.1	0.0	5.1	6.4	0.9	5.5
1985	5.4	0.9	4.5	6.0	1.3	4.7	8.0	2.6	5.4
1986	5.2	0.8	4.4	6.3	1.6	4.8	7.0	2.0	5.0
1987	8.3	3.6	4.7	9.3	4.2	5.1	10.5	5.0	5.5
1988	8.5	3.8	4.7	9.2	4.3	4.9	11.2	5.6	5.6
1989	8.5	3.5	5.0	9.1	3.9	5.2	11.0	5.1	5.9
1990	9.2	3.8	5.3	9.7	4.2	5.5	12.0	5.7	6.3
1991	9.0	3.9	5.1	9.6	4.2	5.3	11.5	5.5	6.0

5 TIPOS DE INTERES REALES ANTES (i) Y DESPUES (i*) DE IMPUESTOS
OPERACIONES BANCARIAS PASIVAS

Porcentajes

	COSTE DE DEPOSITOS TOTAL MEDIO			COSTE DE DEPOSITOS A 1 AÑO MEDIO			COSTE DE DEPOSITOS A 1 AÑO MARGINAL		
	(t=Retenciones)			(t=Retenciones)			(t=Retenciones)		
	i	i*	i-i*	i	i*	i-i*	i	i*	i-i*
	1	2	3=1-2	4	5	6=4-5	7	8	9=7-8
1970	...	...	...	...	...	...	...	...	...
1971	...	...	...	...	...	...	...	...	...
1972	...	...	...	...	...	...	...	...	...
1973	...	...	...	...	...	...	...	...	...
1974	-13.6	-13.6	-	...	...	...	...	...	...
1975	-10.3	-10.7	0.4	-8.4	-9.0	0.8	...	...	...
1976	-11.0	-11.5	0.5	-8.8	-9.6	0.8	...	...	...
1977	-15.8	-16.	0.5	-13.4	-14.	0.8	...	...	...
1978	-11.4	-12.1	0.7	-7.7	-8.9	1.3	...	...	...
1979	-8.5	-9.3	0.8	-4.5	-5.9	1.5	...	...	...
1980	-8.5	-9.4	0.9	-4.2	-5.7	1.6	...	...	...
1981	-5.7	-6.7	1.0	-1.2	-2.9	1.7	...	...	...
1982	-4.8	-5.9	1.1	-0.5	-2.2	1.7	...	...	...
1983	-3.7	-4.8	1.1	0.3	-1.4	1.7	...	...	...
1984	-1.7	-2.8	1.2	1.9	0.2	1.7	...	...	...
1985	-0.5	-1.6	1.0	3.0	1.4	1.6	...	...	...
1986	-1.0	-2.1	1.1	1.9	0.2	1.7	...	...	...
1987	0.9	-0.3	1.2	3.3	1.6	1.7	5.2	3.1	2.1
1988	1.2	0.0	1.2	3.7	2.0	1.7	4.1	2.3	1.8
1989	0.9	-0.8	1.5	3.0	1.0	2.0	3.9	1.8	2.2
1990	1.8	-0.1	2.0	3.5	1.1	2.4	5.3	2.4	2.8
1991	2.3	0.3	2.0	4.5	1.9	2.5	5.5	2.7	2.8

DOCUMENTOS DE TRABAJO (1)

- 9201 **Pedro Martínez Méndez:** Tipos de interés, impuestos e inflación.
- 9202 **Víctor García-Vaquero:** Los fondos de inversión en España.
- 9203 **César Alonso y Samuel Bentolila:** La relación entre la inversión y la «Q de Tobin» en las empresas industriales españolas. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9204 **Cristina Mazón:** Márgenes de beneficio, eficiencia y poder de mercado en las empresas españolas.
- 9205 **Cristina Mazón:** El margen precio-coste marginal en la encuesta industrial: 1978-1988.
- 9206 **Fernando Restoy:** Intertemporal substitution, risk aversion and short term interest rates.
- 9207 **Fernando Restoy:** Optimal portfolio policies under time-dependent returns.
- 9208 **Fernando Restoy and Georg Michael Rockinger:** Investment incentives in endogenously growing economies.
- 9209 **José M. González-Páramo, José M. Roldán y Miguel Sebastián:** Cuestiones sobre política fiscal en España.
- 9210 **Ángel Serrat Tubert:** Riesgo, especulación y cobertura en un mercado de futuros dinámico.
- 9211 **Soledad Núñez Ramos:** Fras, futuros y opciones sobre el MIBOR.
- 9212 **Federico J. Sáez:** El funcionamiento del mercado de deuda pública anotada en España.
- 9213 **Javier Santillán:** La idoneidad y asignación del ahorro mundial.
- 9214 **María de los Llanos Matea:** Contrastes de raíces unitarias para series mensuales. Una aplicación al IPC.
- 9215 **Isabel Argimón, José Manuel González-Páramo y José María Roldán:** Ahorro, riqueza y tipos de interés en España.
- 9216 **Javier Azcárate Aguilar-Amat:** La supervisión de los conglomerados financieros.
- 9217 **Olympia Bover:** Un modelo empírico de la evolución de los precios de la vivienda en España (1976-1991). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9218 **Jeroen J. M. Kremers, Neil R. Ericsson and Juan J. Dolado:** The power of cointegration tests.
- 9219 **Luis Julián Álvarez, Juan Carlos Delrieu y Javier Jareño:** Tratamiento de predicciones conflictivas: empleo eficiente de información extramuestral. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9220 **Fernando C. Ballbriga y Miguel Sebastián:** Déficit público y tipos de interés en la economía española: ¿existe evidencia de causalidad?
- 9221 **Fernando Restoy:** Tipos de interés y disciplina fiscal en uniones monetarias. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9222 **Manuel Arellano:** Introducción al análisis econométrico con datos de panel.
- 9223 **Ángel Serrat:** Diferenciales de tipos de interés onshore/offshore y operaciones swap.
- 9224 **Ángel Serrat:** Credibilidad y arbitraje de la peseta en el SME.
- 9225 **Juan Ayuso y Fernando Restoy:** Eficiencia y primas de riesgo en los mercados de cambio. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9226 **Luis J. Álvarez, Juan C. Delrieu y Antoni Espasa:** Aproximación lineal por tramos a comportamientos no lineales: estimación de señales de nivel y crecimiento.
- 9227 **Ignacio Hernando y Javier Vallés:** Productividad, estructura de mercado y situación financiera.
- 9228 **Ángel Estrada García:** Una función de consumo de bienes duraderos.
- 9229 **Juan J. Dolado and Samuel Bentolila:** Who are the insiders? Wage setting in spanish manufacturing firms.
- 9301 **Emiliano González Mota:** Políticas de estabilización y límites a la autonomía fiscal en un área monetaria y económica común.
- 9302 **Anindya Banerjee, Juan J. Dolado and Ricardo Mestre:** On some simple tests for cointegration: the cost of simplicity.
- 9303 **Juan Ayuso y Juan Luis Vega:** Agregados monetarios ponderados: el caso español. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9304 **Ángel Luis Gómez Jiménez:** Indicadores de la política fiscal: una aplicación al caso español.
- 9305 **Ángel Estrada y Miguel Sebastián:** Una serie de gasto en bienes de consumo duradero.

- 9306 **Jesús Briones, Ángel Estrada e Ignacio Hernando:** Evaluación de los efectos de reformas en la imposición indirecta
- 9307 **Juan Ayuso, María Pérez Jurado y Fernando Restoy:** Indicadores de credibilidad de un régimen cambiario: el caso de la peseta en el SME.
- 9308 **Cristina Mazón:** Regularidades empíricas de las empresas industriales españolas: ¿existe correlación entre beneficios y participación?
- 9309 **Juan Dolado, Alessandra Gorio and Andrea Ichino:** Immigration and growth in the host country.
- 9310 **Amparo Ricardo Ricardo:** Series históricas de contabilidad nacional y mercado de trabajo para la CE y EEUU: 1960-1991.
- 9311 **Fernando Restoy y G. Michael Rockinger:** On stock market returns and returns on investment.
- 9312 **Jesús Saurina Salas:** Indicadores de solvencia bancaria y contabilidad a valor de mercado.
- 9313 **Isabel Argimón, José Manuel González-Páramo, María Jesús Martín y José María Roldán:** Productividad e infraestructuras en la economía española. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9314 **Fernando Ballbriga, Miguel Sebastián and Javier Vallés:** Interdependence of EC economies: A VAR approach.
- 9315 **Isabel Argimón y M.ª Jesús Martín:** Series de «stock» de infraestructuras del Estado y de las Administraciones Públicas en España.
- 9316 **P. Martínez Méndez:** Fiscalidad, tipos de interés y tipo de cambio.
- 9317 **P. Martínez Méndez:** Efectos sobre la política económica española de una fiscalidad distorsionada por la inflación.

(1) Los Documentos de Trabajo anteriores a 1992 figuran en el catálogo de publicaciones del Banco de España.

<p>Información: Banco de España Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión Teléfono: 338 51 80 Alcalá, 50. 28014 Madrid</p>
