

El ahorro y el cambio fiscal

Ignacio Ezquiaga*

El objetivo de este artículo es llevar a cabo algunas reflexiones sobre los cambios que la reforma de la ley de IRPF, ahora en tramitación en el Parlamento, podría provocar en la estructura del ahorro en España. Frente a la opinión que parece dominante en muchos medios según la cual estos cambios generarán desplazamientos importantes entre los diferentes productos financieros que vehiculizan el ahorro —sobre todo hacia los depósitos bancarios—, defendemos aquí la tesis de que los impactos no serán relevantes, al no ser los cambios tan sustanciales y al existir otros factores que también —incluso más significativamente— inciden en las preferencias del público o en las estrategias de distribución o captación de productos de ahorro de las entidades financieras.

1. ¿Neutralidad?

En primer lugar, hay que señalar que más que garantizar la neutralidad fiscal de los diferentes instrumentos del ahorro, la nueva ley proyectada, aprobada ya por el Senado y pendiente de ratificación en el Congreso, simplifica la casuística preexistente en el tratamiento tributario de los diferentes instrumentos en manos de las personas físicas, concentrando las ventajas fiscales más espectaculares en los productos de seguros que generan rentas vitalicias. Así, mientras se incluye en la base especial (redenominada ahora “del ahorro”) las rentas o plusvalías generadas por todos los instrumentos financieros por venta o reembolso, sea cual sea la antigüedad de aquellas —gravadas al 18 por 100—, se desplaza paralelamente el tratamiento impositivo “blando”, hacia las ren-

tas vitalicias en planes de pensiones, planes de ahorro sistemático y seguros con renta vitalicia. Así, las diferencias en el tratamiento fiscal de depósitos bancarios y fondos de inversión son ahora menos importantes y homogéneas pero surge una nueva generación de vehículos que sin duda tendrán también su recorrido.

Las ventajas otorgadas por nuestro sistema fiscal al ahorro a largo plazo, implementadas hace 15 años para evitar una excesiva monetización de los activos financieros de las familias, de consecuencias negativas para la estabilidad financiera, se habían debilitado en las sucesivas reformas fiscales. El peso de los instrumentos que se corresponden con la materialización del ahorro para horizontes largos —las acciones, los bonos a largo plazo—, bien en posesión directa o bien a través de fondos de inversión u otros vehículos, es ahora más homologable con el de otros sistemas de nuestro entorno. La ley proyectada parece concentrar las ventajas en productos de carácter más “popular”, aunque dada la importancia de aquellas se harán desde luego bastante extensas.

Otra cosa es el más que discutible sentido de fijar en el 18 por 100 la tarifa especial del ahorro que contrasta con el 15 por 100 de que ahora disfrutaban las plusvalías de antigüedad superior al año en el IRPF. La nueva tarifa “plana” parece ser el efecto de una suerte de juego de compensaciones entre los rendimientos que por haber sido generados en menos de un año, en el caso de los fondos de inversión o en menos de dos, en el resto de los instrumentos, estaban grabados al tipo marginal correspondiente y los que por mostrar una antigüedad mayor, gozaban de la tarifa especial de las plusvalías (15 por 100) o de reducciones según su antigüedad.

En cualquier caso, el hecho es que la reforma proyectada mantiene, por una parte, la que sin duda es una de

* Subdirector General de Finanzas y Banca Privada de CajaMurcia. iezquiaga@cajamurcia.com.

las ventajas más claras y diferenciales de los *fondos de inversión* como vehículos de inversión: la figura del **traspaso**, instaurada en 2003 y que permite vender un fondo para reinvertir —cambiar de estrategia inversora ante la evolución de los mercados, por ejemplo, o cambiar de entidad gestora o distribuidora, en atención a la calidad del servicio— en otro sin pagar impuestos, reforzando el diferimiento fiscal como una de las capacidades más apreciadas de estos vehículos de inversión.

Por otra, la reforma de los *planes de pensiones*, que pierden la reducción del 40 por 100 de la tarifa a aplicar cuando en la jubilación se reembolsan por el total de su valor, aunque no dejan de ser una forma de ahorrar libre de impuestos. El ahorro para la jubilación refuerza su tratamiento diferencial con la creación de un nuevo vehículo también libre de impuestos, el *plan de ahorro sistemático*. Mientras los planes de pensiones tributan en la jubilación pero las aportaciones son desgravables en la base, los planes de ahorro sistemático no pagan impuestos cuando, tras la jubilación, se convierten en una renta vitalicia. Se trata de dos productos susceptibles de superponerse, reforzando el ahorro para la jubilación, equivalentes fiscales y con la diferencia de su liquidez, restringida en el caso de los planes de pensiones. Finalmente, los seguros que generan *rentas vitalicias* mejoran su tratamiento con coeficientes reductores mayores y además a aplicar sobre el 18 por 100 y no sobre el marginal como hasta este año.

La tributación de las plusvalías merece un comentario adicional. Por una parte, empeora su tratamiento, al elevarse su tarifa del 15 al 18 por 100 pero, por otra, ésta se aplica desde la primera venta, lo que es una mejora sustancial para los inversores, sobre todo en acciones, con una actividad dentro del año relevante.

2. ¿Desplazamientos?

No hay pues neutralidad sino solo simplificación. Y además hay otros factores antes de que tratemos de anticipar desplazamientos extraordinarios en el ahorro. Los diferentes vehículos de inversión posibles, para los que como hemos visto todavía pervivirán relevantes diferencias de tratamiento fiscal, están sujetos a tres bloques de regulación diferentes: el Banco de España (depósitos), la CNMV (inversión colectiva y tenencia directa de valores) y la Dirección General de Seguros (planes, seguros de vida-ahorro). La orientación de unas u otras regulaciones afecta también al proceso de oferta —gestión y distribución— de instrumentos de ahorro, al marcar los plazos de constitución de los productos o controlar su publicidad y, por tanto, sus costes de comercialización.

Un punto crítico en este sentido es el de los instrumentos garantizados o estructurados, por la facilidad con que pueden vehiculizarse a través de depósitos, fondos o *unit linked*, alternativamente, ahora que estarán más próximos en su fiscalidad, al igualarse sus tarifas. El grado de flexibilidad e inmediatez en su generación, clave en un mercado competitivo para adaptarse a las diferentes necesidades de los clientes, exige en la práctica que toda entidad distribuidora haya de combinar estos vehículos en su oferta, completando, como vienen haciendo, su distribución de fondos, los más regulados al ofrecer más garantías al inversor, con otros vehículos que están sujetos a calendarios más cortos de autorización/registro o, simplemente, son discrecionales. Dependerá de la eficacia de la CNMV en la reducción de plazos de aprobación el que las estructuras garantizadas sigan o no siendo una cuarta parte del saldo total de fondos de inversión.

Por otra parte, es posible que los fondos monetarios o de renta fija sean percibidos como equivalentes de los depósitos, provocando un desplazamiento sustancial hacia los depósitos. Sin embargo, si la comercialización se contempla desde un punto de vista más amplio de servicio al cliente en la gestión de su cartera, la capacidad de diferimiento antes señalada —a través de los fondos el cliente puede invertir ahora en el mercado monetario para pasar después a otro mercado mediante el traspaso, sin pagar impuestos todavía— y la gestión profesionalizada de la curva de tipos de interés que permite un fondo frente a una inversión individual en un depósito pueden ser muy atractivas. Obviamente, aún menos cambios pueden esperarse en los fondos como vehículos de inversión mixta o pura en renta variable.

En cuanto a las entidades de depósito, en su papel de distribuidores de activos, es dudoso que el apetito por captar pasivos neutralice políticas con más de 15 años de antigüedad. Por una parte, no hay que olvidar que los propios fondos son ya los principales demandantes —en España y fuera— de activos emitidos por estas entidades (sobre todo, gracias a las titulizaciones) e incluso desde la reforma del reglamento de inversión colectiva, también de depósitos bancarios. Por otra, las comisiones de distribución de los fondos estabilizan la cuenta de resultados, reduciendo el riesgo de interés, y permiten huir de la competencia vía solo precio de los depósitos a plazo, compitiendo a través de un mejor servicio de distribución de activos —personalización en el tratamiento del cliente, consideración de su ahorro como una cartera, no limitándose a vender productos al calor de campañas más o menos agresivas, elementos que la nueva regulación MiFID reforzará—. Las comisiones de distribución implican además, en general, una relevante fuente de resultados que más que compensa el coste de la financiación mayorista

por los pasivos minoristas que de este modo “no se captan”. Por otra parte, las entidades presumiblemente acogerán gustosas en sus ofertas, junto a los fondos de inversión o los planes de pensiones, los vehículos que preservan o mejoran sus ventajas fiscales con la reforma en ciernes: las rentas vitalicias o los nuevos planes de ahorro sistemático.

3. ¿Qué ha pasado en 2006?

En la medida en que los aspectos generales de la reforma de la fiscalidad sobre el ahorro se han conocido a lo largo de 2006, cabe preguntarse si han tenido ya alguna incidencia sobre el comportamiento de fondos de inversión y depósitos a plazo fijo, los dos grandes vehículos del ahorro. Si bien es cierto que, en términos agregados, los depósitos han registrado fuertes ritmos de crecimiento en comparación con el saldo de fondos, de esta evidencia pocas conclusiones se pueden extraer.

En primer lugar, porque los saldos de depósitos incluyen las cédulas hipotecarias singulares, que son pasivos mayoristas en realidad, distorsionando al alza su crecimiento. En segundo lugar, porque el grado de dispersión de unas a otras entidades distribuidoras es muy elevado, poniendo de manifiesto estrategias muy distintas o, simplemente, el vencimiento de fondos garantizados por efecto del calendario.

Finalmente, porque no se dispone de estadísticas para la distribución en España de fondos y SICAV de entidades gestoras no residentes, cuya incidencia es creciente. Además, la reforma mejora, como hemos señalado, la fiscalidad de los seguros de ahorro del tipo renta vitalicia y mientras no se apruebe la ley e incluso la Dirección General de Seguros no regule aspectos de detalle, no existen instrumentos alternativos que, sin duda, influirán sobre los preexistentes.

Las condiciones de los mercados han marcado además, más allá de consideraciones de cambio fiscal anticipables, la evolución de los fondos en lo transcurrido del año. La elevación intensa de los tipos de interés de referencia ha impulsado un ascenso de los tipos del mercado monetario que ha afectado a todos los productos financieros que invierten con su referencia pero, sobre todo, a los fondos monetarios o de renta fija a corto plazo, sometidos al cálculo del valor liquidativo y del efecto “retrovisor”. El impacto de la subida del euríbor en los fondos que invierten en renta fija a medio plazo con interés variable ligado a este tipo de referencia es doble: de una parte, las subidas, si el plazo de reprecación del activo es

superior a seis meses, hacen descender el valor liquidativo (y por mucho que la duración sea pequeña el efecto en la TAE del mes de la subida es devastador); de otra, las rentabilidades pasadas muestran los tipos de interés bajos previos pero no los tipos más altos futuros. En los depósitos, en contraste, estos efectos son igualmente efectivos pero más opacos.

Además, la caída de las bolsas de valores en primavera supuso un aumento de la volatilidad y de la incertidumbre que condujo a una moderación de la exposición general en renta variable y, aún cuando después los acontecimientos han mostrado una continuidad clara del ciclo alcista, ello ha restado crecimiento a los saldos de fondos en acciones.

Unos de los temas clave en este ejercicio, cuando se apruebe definitivamente la Ley, será el de la conveniencia o no de realizar plusvalías de antigüedad superior a un año para tributar al 15 por 100 frente al 18 por 100 de la nueva tarifa, reinvertiendo si se desea en los mismos fondos o valores. Es evidente que para horizontes temporales medios esta estrategia es correcta, ya que ahorra un 3 por 100 sin coste. Sin embargo, para horizontes largos, entran en juego las expectativas de una reducción posterior de la tarifa, pasados los años.

4. Conclusiones

Los cambios fiscales que implica la nueva ley del IRPF no supondrán una modificación sustancial en las preferencias del público por unos u otros vehículos de inversión. Las ventajas otorgadas en esa ley se limitan al ahorro orientado al largo plazo, bien para la jubilación bien para la generación de rentas vitalicias, de demanda creciente, pero los fondos de inversión mantienen la figura del traspaso y su capacidad de dilación fiscal.

Los desplazamientos de unos instrumentos a otros se limitarían así a los fondos monetarios y garantizados, de una parte, y los depósitos bancarios de otra. Sin embargo, la sustitución de aquellos por éstos como vehículo fiscal, solo tendrá lugar si por el lado de las entidades de crédito como distribuidoras de fondos o captadoras de depósito se implementan estrategias en este sentido, ya que para una buena parte de los clientes la elección puede resultar indiferente.

Respecto a estas estrategias, los factores en juego son diversos: la captación directa de recursos entre clientes frente a la captación mayorista, la estabilidad de la cuenta de resultados que ofrecen las comisiones de los fondos,

los plazos de aprobación de los productos de inversión colectiva en su registro en la CNMV, la inserción del proceso de venta en el asesoramiento de cartera, susceptible de ofrecer mayor valor añadido... En definitiva, el escena-

rio más probable es que las entidades sigan ofreciendo una mezcla de todos los productos como hasta ahora, incorporando quizá en mayor medida que en el pasado los seguros que privilegia la nueva ley.