ANÁLISIS COMPARADO DE LA FISCALIDAD EFECTIVA SOBRE LOS ACTIVOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

José Manuel GONZÁLEZ-PÁRAMO

I. INTRODUCCIÓN (*)

LEJOS de ser una moda, como pudiera erróneamente inferirse de la oleada de reformas fiscales registradas en los países desarrollados desde la aprobación de la *Tax Reform Act* de EE.UU. en 1986, el debate sobre el tratamiento fiscal del ahorro se ha consolidado como un tema permanente en la agenda de la política económica. Ello no puede sorprender si consideramos que el crecimiento económico de un país depende de su nivel de ahorro y de la materialización de éste en activos alternativos, variables sobre las que el sistema impositivo puede tener una influencia destacada. En cuanto al nivel de ahorro, pese a la complejidad teórica que existe para determinar su reacción ante el sistema fiscal (1), disponemos de una sólida evidencia empírica reciente que identifica un efecto sistemáticamente negativo entre fiscalidad sobre la renta y el capital, ahorro y crecimiento a largo plazo (2). Si a este hallazgo se une la información comparativa sobre la fiscalidad de determinadas formas de ahorro en España (3), tenemos dispuesto un sugerente punto de partida para la discusión sobre la relación entre *nivel* de ahorro y fiscalidad, por una parte, y entre ésta y la *composición* del ahorro, por otra. A éste último tema se dedica el presente trabajo.

La información tributaria comparada disponible indica que ningún país desarrolla una política impositiva homogénea con respecto a los rendimientos del ahorro (véase OCDE, 1994). Por el contrario, si nos concentramos exclusivamente en los activos financieros —e ignoramos, por tanto, el ahorro materializado en activos físicos (empresas e inmuebles) y humanos (educación y salud, esencialmente)—, la complejidad y el casuismo son la regla más que la excepción. Cuando el sistema impositivo diferencia entre actividades o bienes muy sustitutivos entre sí, se generan distorsiones. En el caso del ahorro financiero, dada la apreciable sustituibilidad que existe entre buena parte de sus colocaciones alternativas, las distorsiones impositivas pueden originar procesos de arbitraje muy importantes. Por esta razón, el objetivo de neutralidad es una de las guías más generalmente aceptadas para orientar el diseño y la reforma de la fiscalidad del ahorro.

El objetivo de este trabajo es presentar una evaluación de las distorsiones que la fiscalidad personal vigente en España introduce en las decisiones de materialización del ahorro en activos financieros alternativos. Conocer el signo y el orden de magnitud de estas distorsiones es un elemento básico para evaluar la racionalidad de la tributación del ahorro y de las opciones de reforma. Esta tarea se desarrolla con la ayuda del concepto de tipo marginal efectivo real. El contenido del trabajo se organiza del siguiente modo: en el apartado II, se discuten brevemente las principales causas que explican las desviaciones del principio de neutralidad; en el III, se describen sucintamente los rasgos básicos de la fiscalidad de los activos financieros más representativos de aquéllos a los que puede tener acceso un ahorrador medio; en el IV, se definen los conceptos de «cuña impositiva» y «tipo impositivo marginal efectivo»; en el V, se evalúan los tipos marginales efectivos y se valora la influencia de factores como la calificación fiscal de los rendimientos, la tasa de inflación o la progresividad, dedicándose especial atención a los casos de las participaciones en las instituciones de inversión colectiva y de los dividendos de sociedades con cotización oficial; finalmente, en el apartado VI se sintetizan las principales conclusiones.

II. LA FISCALIDAD PERSONAL SOBRE EL AHORRO Y EL PRINCIPIO DE NEUTRALIDAD

La fiscalidad del ahorro es en España, como en otros países, una amalgama de disposiciones y criterios especiales, de influencia frecuentemente contradictoria, cuyo contenido varía atendiendo al tipo de activo, a la naturaleza jurídica de la institución emisora de pasivos y a la propia situación económica del ahorrador, entre otros factores de diferenciación. En la medida en que las distorsiones de naturaleza impositiva están en el origen de procesos de arbitraje entre activos financieros particularmente importantes e ineficientes, dada la apreciable sustituibilidad que parece existir entre buena parte de ellos, el principio de neutralidad impositiva estará en el centro del debate sobre el diseño y la reforma del sistema fiscal.

Esta situación no parece responder a un diseño coherente basado en criterios normativos de efi-

ciencia o redistribución. Es, más bien, el resultado de una acumulación de factores que, por simplificar, podemos reducir a los cinco siguientes. En primer término, hay que referirse a los problemas derivados de la *factibilidad administrativa* del gravamen cuando los rendimientos son de difícil cuantificación precisa. Ello explica, por ejemplo, la no sujeción de las ganancias de capital no realizadas o el tratamiento peculiar de las rentas temporales y vitalicias. En otros supuestos, el motivo de la diferenciación impositiva debe buscarse en la existencia —justificada teóricamente o no— de *objetivos específicos* de política pública. Estos objetivos pueden ser tanto de tipo económico (esto es, orientados a corregir algún fallo del mercado) como de naturaleza no económica. Entre los primeros, se podría contar la incentivación de los planes privados de pensiones, para corregir los efectos de la información imperfecta o la miopía de los agentes respecto del ahorro para la jubilación, o el fomento del ahorro gestionado por instituciones de inversión colectiva, cuya especialización y forma de funcionamiento permiten a los ahorradores reducir tanto el riesgo individual soportado como los costes de transacción asociados al mantenimiento de una cartera de activos. Ejemplo de objetivo no económico —difícilmente aplicable a España— sería el de pretender, mediante ayudas fiscales, la autosuficiencia del ahorro nacional para financiar la inversión del país.

Un tercer bloque de tratamientos especiales tiene su origen en el *acarreo de disposiciones legales* que, concebidas en buena medida para cerrar vías de elusión fiscal, han introducido rigideces y cautelas y, como resultado, situaciones arbitrarias y un mayor grado de complejidad. Sobre este particular, destacan las regulaciones sobre rendimientos irregulares y variaciones patrimoniales positivas y negativas, sobre transparencia fiscal y sobre activos financieros emitidos al descuento. En cuarto lugar, cabe apuntar los objetivos de abaratar y canalizar la *financiación del déficit* público, desarrollar los *mercados de deuda* y facilitar la gestión de la *política monetaria*, con la concesión de atractivos especiales a ciertos tipos de deuda pública (letras del Tesoro) o a activos de ella derivados (Fondtesoros, FIM y FIAMM). En último término, la desaparición de obstáculos a la movilidad internacional de capitales y la *competencia fiscal entre países* han incidido sobre la tributación de los activos potencialmente más móviles a través de las fronteras. Esto explica, por ejemplo, la exención de los intereses e incrementos de patrimonio obtenidos en España por otros países de la Unión Europea, medida de la que tratan también de beneficiarse ahorradores nacionales a través de la vía de elusión fiscal consistente en el «lavado del cupón».

La falta de uniformidad del IRPF en el tratamiento del ahorro se ha concretado tradicionalmente en los siguientes *mecanismos básicos: a)* exclusión total o parcial de la base imponible, por procedimientos como la exención, la deducción en la base, la no sujeción o la inclusión de rendimientos artificialmente bajos; *b)* excepciones al deber de retener o sobre el tipo general de retención a cuenta; *c)* excepciones al deber de información automática sobre cuantías y perceptores; *d)* deducciones en la cuota; *e)* diferimiento o anticipación del pago de impuestos; *f)* corrección de valores monetarios por inflación, y *g)* tributación al tipo marginal o al tipo medio de gravamen. Actualmente, los tres últimos mecanismos son los que tienen una incidencia más acusada. En un buen número de casos, estos tratamientos especiales se acumulan sobre un mismo activo.

Quizá no sea ocioso puntualizar que el principio de neutralidad no tiene un *contenido normativo* en sí mismo, salvo cuando se introducen en consideración argumentos diferentes al de eficiencia económica. En rigor, la teoría de la imposición óptima nos dice que es eficiente gravar todos los activos de la misma forma si son sustitutivos perfectos entre sí y no hay otras distorsiones en la economía, como pueden ser las regulaciones, los fallos del mercado, la presencia de objetivos no económicos, y los costes de administración y cumplimiento diferenciados por activos (4). Desde esta perspectiva, la neutralidad perfecta no es tanto un objetivo absoluto —de hecho, es inalcanzable— como un principio de política impositiva cuyos méritos son su definición clara y su contribución al logro de cierta racionalidad (5). Cualquier desviación de la regla de uniformidad debería encontrar sólida justificación en términos de fallos del mercado, de costes de administración o de sustituibilidad diferenciada entre activos. En otro caso, las quiebras del principio de neutralidad no tienen sino consecuencias negativas sobre la economía: recomposición artificial de las carteras de los ahorradores, asignación ineficiente del ahorro entre intermediarios o prestatarios últimos y encarecimiento de la financiación no privilegiada fiscalmente, así como problemas de equidad horizontal (6).

III. FISCALIDAD PERSONAL DEL AHORRO EN ESPAÑA: RASGOS BÁSICOS

La amplia gama de activos financieros existente y el mosaico de normas tributarias aplicables hacen

del análisis detallado de la fiscalidad efectiva del ahorro una tarea extremadamente compleja y casuística (7). A fin de reducir el problema a una dimensión manejable y suficientemente expresiva, limitaremos el análisis a los aspectos básicos de la regulación relativa al IRPF (8) y nos referiremos a los activos más representativos de aquéllos que un ahorrador medio puede adquirir.

El elemento central de la diferenciación fiscal viene dado por la *naturaleza tributaria* con la que califican las rentas del ahorro: rendimientos del capital mobiliario (RC), variaciones patrimoniales (VP) y rendimientos del trabajo (RT). En este último caso, en el que se encuentran las prestaciones de los planes de pensiones, los rendimientos tributan por el nominal, se someten a los tipos de retención variables que se aplican a los rendimientos del trabajo y se gravan a tipo marginal o al tipo medio del ahorrador, según se obtengan como renta vitalicia (renta regular) o como entrega única de capital (renta irregular), respectivamente.

Los RC tributan en términos nominales en el momento de liquidación del rendimiento; en general, son objeto de retención a cuenta del 25 por 100 y tributan al tipo marginal de gravamen. Las excepciones más notables son las obligaciones bonificadas y las letras del Tesoro, con retención mínima en el primer caso y nula en el último, y los rendimientos cuyo período de generación sea superior al año —bonos cupón cero o pagarés bancarios a más de un año—, que tributan como renta irregular, es decir, al tipo medio de gravamen. En el grupo de activos generadores de RC, se incluyen los depósitos bancarios, los valores de renta fija —en cuanto al cupón en los activos de rendimiento explícito, y en cuanto a la totalidad de la remuneración en los activos con rendimiento implícito— y las acciones —en cuanto al dividendo u otros rendimientos obtenidos por la participación en fondos propios de una sociedad residente. Los RC no pueden compensarse con VP negativas.

Las VP no están sujetas a retención a cuenta, pueden beneficiarse de la corrección por inflación asociada a la aplicación de porcentajes de reducción en la base del 7,14 por 100 en general y del 11,11 por 100 para acciones cotizadas (porcentajes que operan también en caso de pérdidas), pueden compensarse las positivas con las negativas, pagan impuestos en el momento de su efectiva obtención, y tributan al tipo medio de gravamen cuando se ponen de manifiesto en plazos superiores al año. Los ejemplos más usuales de activos generadores exclusivos de VP son las participaciones de instituciones de inversión colectiva y las cuentas financieras soportadas en bonos y obligaciones del Estado. Pueden también ser generadores de VP los activos financieros con rendimiento explícito. Los casos más frecuentes son las enajenaciones de acciones y las ventas en firme, las adquisiciones y las cesiones temporales de deuda pública. Los contratos de seguro de vida, por su parte, tienen un tratamiento diferenciado: sus rendimientos se consideran VP cuando superan determinados límites de riesgo y duración, y, adicionalmente, se grava como RC un determinado porcentaje (decreciente con la edad del perceptor o constante, respectivamente) si se percibe el rendimiento como renta vitalicia o temporal.

Junto a esta prolija caracterización, existen *otras dimensiones de la diferenciación fiscal* —aparte de la progresividad de la tarifa— que deben resaltarse. Así, existe una reducción general en la base imponible de los rendimientos del capital por importe de 27.000 pesetas. Por otra parte, no están sujetas las VP obtenidas de transmisiones patrimoniales onerosas por importe total anual no superior a 500.000 pesetas, con la excepción de la transmisión o el reembolso de participaciones en instituciones de inversión colectiva. Las aportaciones a planes de pensiones se benefician de una reducción en la base de hasta 750.000 pesetas, con el límite del 15 por 100 de los rendimientos netos del trabajo, empresariales y profesionales. Las primas de seguros de vida pueden deducirse de la cuota en un 10 por 100 si sólo amparan el riesgo de muerte o invalidez. Finalmente, existen impuestos subyacentes —esencialmente, el Impuesto sobre Sociedades— que dan lugar a doble imposición. En el caso de los dividendos, ésta se corrige en parte con una deducción del 40 por 100 del dividendo bruto en la cuota.

Como resulta evidente, la complejidad de las normas fiscales y la superposición de tratamientos particulares en diferentes formas de ahorro financiero hacen difícil establecer una ordenación de activos de acuerdo con su grado de discriminación o privilegio relativos (9). Las dificultades para establecer el signo y el orden de magnitud de las distorsiones de origen fiscal puede superarse en buena medida mediante el cómputo de los tipos marginales efectivos de imposición. En el siguiente apartado nos ocupamos de definir estos tipos impositivos.

IV. TIPOS IMPOSITIVOS MARGINALES EFECTIVOS: CONCEPTO

El concepto de tipo impositivo efectivo sobre el rendimiento de un activo trata de ofrecer una medi-

da de la distorsión marginal que el sistema fiscal introduce en los mercados de ese activo y de sus sustitutivos. Para cuantificar esta distorsión, debemos tomar como referencia una definición de la *cuña impositiva*. Se denomina cuña impositiva sobre el activo i, c_i, a la diferencia entre su rendimiento real bruto, r_i^{Rb}, y su rendimiento real neto de impuestos, r_i^{Rn}:

$$c_i = r_i^{Rb} - r_i^{Rn}, \; i = 1, 2, ..., I \qquad [1]$$

donde I es el número de activos. Esta cuña representa la fiscalidad efectiva anual que soporta el ahorrador por una peseta adicional invertida en el activo. A efectos prácticos, la definición [1] admite dos interpretaciones. En primer lugar, c_i sería el aumento en la rentabilidad real bruta mínima exigida por un ahorrador que desea obtener una rentabilidad neta dada, una vez deducidos los impuestos personales. Alternativamente, c_i representaría la reducción en la rentabilidad real neta de un ahorrador que mantiene su inversión en el activo i, dada una rentabilidad real bruta antes de impuestos. En el presente trabajo, utilizaremos esta última definición (10).

Un mismo activo puede estar sujeto a impuestos marginales legales distintos debido a la progresividad de la tarifa. Esto hace necesario definir la cuña impositiva para cada ahorrador y cada activo. Si llamamos r_i^{Nb} al rendimiento nominal antes de impuestos del activo i, π a la tasa de inflación esperada, y T_i^h a la imposición marginal efectiva sobre el rendimiento nominal del activo i obtenido por el individuo h (h: 1, 2,..., H), se tiene:

$$c_i^h = (r_i^{Nb} - \pi) - [r_i^{Nb}(1 - T_i^h) - \pi] = T_i^h r_i^{Nb}$$
$$T_i^h = f(t^h, \pi, \alpha_i, r) \qquad [2]$$

donde t^h es el tipo impositivo marginal legal del ahorrador h, α_i es el conjunto de parámetros fiscales o normas específicas diferentes del tipo marginal que afectan a la tributación del rendimiento neto del activo para el ahorrador h, y r es una tasa de descuento nominal utilizada por el ahorrador como medida del coste de oportunidad nominal neto de la mejor inversión alternativa. Asimismo, supondremos que los activos analizados generan la misma rentabilidad antes de impuestos y que $r = r^{Nb}$.

El cómputo de la expresión [2] ya permite evaluar las distorsiones marginales de las decisiones de ahorro sobre una base homogénea. Se define como *tipo impositivo marginal efectivo real* a la relación entre la cuña impositiva y el rendimiento real antes de impuestos (11):

$$T_i^h = \frac{c_i^h}{r^{Nb} - \pi} \qquad [3]$$

La fiscalidad del ahorro puede calificarse como neutral si cada ahorrador es indiferente entre colocaciones alternativas una vez pagados los impuestos correspondientes: $T_i^h = T^h$, para cada h (12).

Un ejemplo puede ayudar a interpretar el concepto de tipo marginal efectivo. Sean dos activos de características similares, A y B, entre los cuales un ahorrador desea elegir para colocar una peseta adicional de ahorro. Ambos rinden un 11 por 100 nominal antes de impuestos. Si la inflación esperada es de un 4 por 100, el rendimiento real bruto es del 7 por 100. El régimen fiscal de ambos activos difiere: el activo A paga impuestos por valor del tipo marginal del ahorrador, mientras que el rendimiento del activo B está bonificado en un 50 por 100. Si el ahorrador tiene un tipo marginal legal del 30 por 100, las correspondientes cuñas impositivas son: 3,30 por 100 para el activo A y 1,65 por 100 para el activo B. Los tipos marginales efectivos son 47,14 y 23,57 por 100, respectivamente. Estos porcentajes representan la proporción del rendimiento real bruto de ambos activos que el sistema fiscal detrae. En este caso, el sistema impositivo está interfiriendo en la decisión marginal del ahorrador en favor del activo B (13).

V. FISCALIDAD EFECTIVA SOBRE EL AHORRO EN ESPAÑA

Al analizar la fiscalidad efectiva sobre el rendimiento de los activos financieros, es conveniente distinguir entre aquellos que generan *rendimientos ordinarios* del capital, sean RC o VP regulares, de modo dominante (depósitos, cuentas financieras, letras, pagarés, obligaciones y títulos similares) y aquellos otros que generan preferentemente VP, RC o RT con ciclo de obtención superior al año, es decir, *rendimientos diferidos* (acciones, participaciones en fondos de inversión, planes de pensiones y seguros de vida, entre otros activos). La distinción no responde a la calificación jurídico-tributaria de las rentas, sino a los rasgos sustantivos de naturaleza impositiva que definen las posibilidades de arbitraje financiero-fiscal. Dentro del primer grupo, se cuentan activos cuyo rendimiento tributa en el período de su efectiva obtención, no se benefician de corrección por inflación y, por lo general, están sometidos a retención, con la excepción de las letras del Tesoro (RC ordinarios) y las cuentas financieras basadas en obligaciones y bonos del Estado (VP regulares). Integran el segundo bloque aquellos activos que permiten explotar las posibilidades de diferimiento impositivo, se benefician en muchos casos de la aplicación

de coeficientes reductores por inflación y, con la casi exclusiva excepción de las prestaciones de los planes de pensiones, no están sometidos a retención (14).

1. Cuña impositiva

La rentabilidad nominal neta de los activos de rendimiento ordinario puede expresarse como una función general $r^{Nn}=r^{Nn}(r^{Nb},t,m,L,a)$, donde m es el tipo de retención aplicable, L el desfase medio en años entre la efectiva obtención del rendimiento y el momento del pago —teniendo también en cuenta que la retención y la cuota diferencial suponen un anticipo y un diferimiento del pago, respectivamente— y a incluye normas especiales (deducciones en la cuota, rendimientos fijados administrativamente, bonificaciones, etcétera).

Por su parte, en el caso de los activos de rendimiento diferido, el rendimiento anual nominal neto es una función $r^{Nn}=r^{Nn}(r^{Nb},t,t_e,t_s,b)$, donde t_e es el «tipo anual equivalente», t_s es el impuesto subyacente (por ejemplo, el impuesto sobre sociedades pagado por la institución emisora) y b incluye normas especiales (retenciones, deducciones incentivadoras, etcétera). Se define como tipo anual equivalente aquel que generaría una hipotética corriente de pagos impositivos sobre las VP o las rentas irregulares nominales acumuladas anualmente, y no realizadas, cuyo valor actual coincidiese con el de los impuestos pagados efectivamente en la realización del activo.

A continuación, se calculan los tipos marginales efectivos reales para los activos financieros más representativos de aquellos a los que puede acceder un ahorrador medio. La cuantificación toma como referencia dos escenarios de rentabilidad nominal bruta (6 y 9 por 100) e inflación (2 y 5 por 100), dos ahorradores tipo —renta media (unos 3 millones de base imponible, tipo marginal legal, 30 por 100, y tipo medio de gravamen, 20 por 100) y renta alta (unos 10 millones de base imponible, tipo marginal legal, 56 por 100, y tipo medio de gravamen, 37,5 por 100)— y la legislación vigente en 1995. Una descripción más detallada de los supuestos y definiciones utilizados a continuación puede encontrarse en González-Páramo (1991), con la salvedad de los casos de los dividendos, los planes de pensiones y los seguros mixtos, a los que nos referimos más adelante.

CUADRO N.º 1

TIPOS MARGINALES EFECTIVOS REALES SOBRE EL AHORRO FINANCIERO: ESCENARIO 1
Rentabilidad nominal, 6 por 100; inflación esperada, 2 por 100
(Tipos marginales efectivos, en porcentaje)

			Tipos marginales legales	
			30 por 100	*56 por 100*
ACTIVOS DE RENDIMIENTO ORDINARIO				
Depósito bancario			44,8	82,7
Obligación (cupón semestral)			45,3	83,2
Letra del Tesoro			41,2	77,0
Cuenta financiera (bonos Estado)			43,7	81,6
Pagaré de empresa			44,4	80,1
Obligación bonificada			10,5	48,4
Acción (C.Of.): dividendo			55,1	89,6
ACTIVOS DE RENDIMIENTO DIFERIDO				
Acción (C.Of.):	Plusvalía	5 años	69,8	85,0
		10 años	55,0	57,2
		20 años	52,5	52,5
FIM-SIM-FII-SII:	Plusvalía	5 años	22,0	39,9
		10 años	11,2	19,7
		20 años	1,5	1,5
	Realización anual		3,9	6,0
Plan de pensiones:	Percepción única (capital)		–11,1	–26,2
	Renta vitalicia (renta)		–4,1	–14,1
Seguro vida mixto:	Percepción única (capital)		0	0
	Renta vitalicia (renta)		9,4	16,8

Fuente: Metodología: González-Páramo (1991); actualización: Legislación de 1995. Se supone en todos los casos un rendimiento real antes de impuestos del 4 por 100.

CUADRO N.º 2

TIPOS MARGINALES EFECTIVOS REALES SOBRE EL AHORRO FINANCIERO: ESCENARIO 2
Rentabilidad nominal, 9 por 100; inflación esperada, 5 por 100
(Tipos marginales efectivos, en porcentaje)

			Tipos marginales legales	
			30 por 100	*56 por 100*
ACTIVOS DE RENDIMIENTO ORDINARIO				
Depósito bancario			67,0	123,0
Obligación (cupón semestral)			68,3	124,3
Letra del Tesoro			59,3	110,7
Cuenta financiera (bonos Estado)			64,6	120,7
Pagaré de empresa			66,1	117,5
Obligación bonificada			15,6	71,7
Acción (C.Of.): dividendo			83,1	134,1
ACTIVOS DE RENDIMIENTO DIFERIDO				
Acción (C.Of.):	Plusvalía	5 años	103,0	124,2
		10 años	82,0	84,9
		20 años	78,7	78,7
FIM-SIM-FII-SII:	Plusvalía	5 años	30,9	56,1
		10 años	15,1	26,4
		20 años	2,2	2,2
	Realización anual		8,3	13,6
Plan de pensiones:	Percepción única (capital)		–10,3	–24,6
	Renta vitalicia (renta)		–3,1	–12,2
Seguro vida mixto:	Percepción única (capital)		0	0
	Renta vitalicia (renta)		9,8	17,2

Fuente: Metodología: González-Páramo (1991); actualización: Legislación de 1995. Se supone en todos los casos un rendimiento real antes de impuestos del 4 por 100.

2. Activos de rendimiento ordinario

La parte superior de los cuadros n.os 1 y 2 sintetiza los tipos marginales efectivos reales calculados para nuestros dos individuos representativos sobre un conjunto de siete inversiones financieras. Los resultados, obtenidos bajo la hipótesis de que los activos se adquieren al contado, permiten apuntar algunas observaciones:

a) La dispersión de los tipos marginales efectivos tiene un doble origen: diferencias en las reglas sobre devengo y excepciones a la obligación general de retener. Las primeras explican las discrepancias observadas entre el depósito y el pagaré de empresa o entre la cuenta financiera en bonos y obligaciones del Estado y la letra del Tesoro. Las excepciones en materia de retenciones originan diferencias de fiscalidad efectiva entre activos de similares características, como son las letras del Tesoro y los pagarés de empresa. La mayor frecuencia en el pago de cupones aumenta la tributación efectiva a consecuencia del adelanto de la retención, como ilustra la comparación entre el depósito bancario y la obligación de cupón semestral.

b) Los tipos marginales efectivos reales son muy sensibles a las condiciones de inflación esperada, como refleja la comparación de los cuadros números 1 y 2. Un aumento en la tasa de inflación incorporado a los rendimientos nominales brutos eleva el monto de impuestos pagados sobre una rentabilidad real constante —ya que el criterio de tributación es nominalista— y aumenta el valor real de las retenciones a cuenta.

c) La progresión de los tipos marginales legales genera una estructura de tipos marginales efectivos que incentiva la formación de clientelas por clases de activos financieros. Así, por ejemplo, los individuos exentos del pago de impuestos —no representados en los cuadros— preferirán siempre activos sin retención (letras del Tesoro o cuentas financieras en bonos del Estado), ya que las oportunas devoluciones no se producirán hasta un año después de practicarse la retención. Las obligaciones bonificadas y las letras del Tesoro —o, con tratamiento equivalente pese a ser VP, las adquisiciones y cesiones temporales de títulos del Estado— son la opción preferida por los individuos de renta media y alta. Las acciones que pagan dividendos son el activo peor tratado por el sistema fiscal, debido a la imperfecta corrección de la doble impo-

sición que subsiste pese a la reforma de 1995, a la que nos referimos a renglón seguido.

Hasta 1994, los dividendos se beneficiaban de una deducción en la cuota del 10 por 100 del dividendo percibido, medida que atenuaba la doble imposición en aproximadamente un 19 por 100. Al adelantar una de las medidas incluidas en la Ley de reforma del Impuesto sobre Sociedades, la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1995 vino a reformar el tratamiento fiscal de los dividendos en un doble sentido (15). En primer término, se introdujo un auténtico sistema de imputación, al elevarse a íntegro el dividendo percibido para su inclusión en la base del impuesto personal sobre la renta. Por otra parte, el tipo de deducción en la cuota ha aumentado al 40 por 100. En consecuencia, el porcentaje de corrección del doble gravamen se ha elevado hasta el 65 por 100. Con todo, subsiste la discriminación de las acciones que pagan dividendos frente a otras colocaciones alternativas del ahorro. A efectos ilustrativos, el gráfico 1 presenta los efectos de la reforma de la deducción por dividendos de 1995 sobre la fiscalidad marginal efectiva real del dividendo, comparándolos con la tributación efectiva del depósito bancario y de las plusvalías a largo plazo en acciones con cotización oficial. La reforma ha reducido significativamente la fiscalidad efectiva real de los dividendos, especialmente en el caso de los individuos de rentas medias, para quienes existe ya una casi plena equiparación con la tributación de las plusvalías. Este resultado, sin embargo, está lejos de darse cuando los individuos tienen renta alta. En todos los casos, el depósito bancario sigue siendo más atractivo que las acciones que remuneran mediante el pago de dividendos, lo que es causa de distorsiones en la composición del ahorro y de encarecimiento en el coste de financiación de las sociedades (16).

3. Activos de rendimiento diferido

Como representativos de esta categoría, se han seleccionado cuatro activos generadores de rendi-

GRÁFICO 1
DOBLE GRAVAMEN DE DIVIDENDOS. EFECTOS DE LA REFORMA DE 1995
(En porcentaje de la rentabilidad real antes de impuestos)

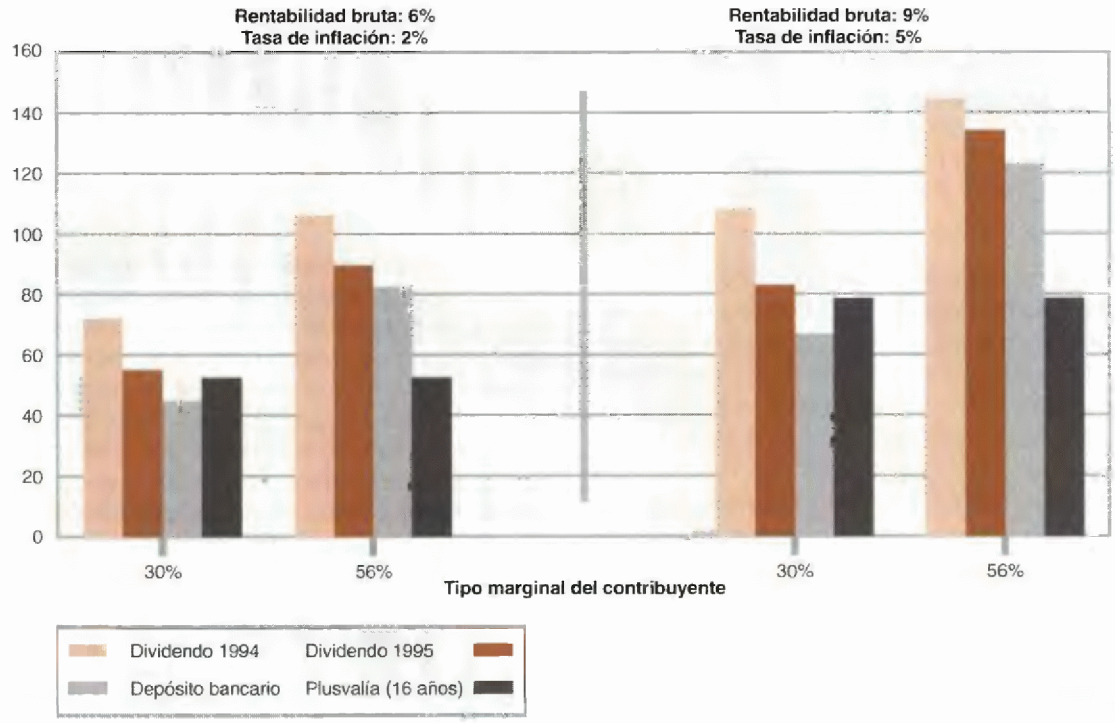
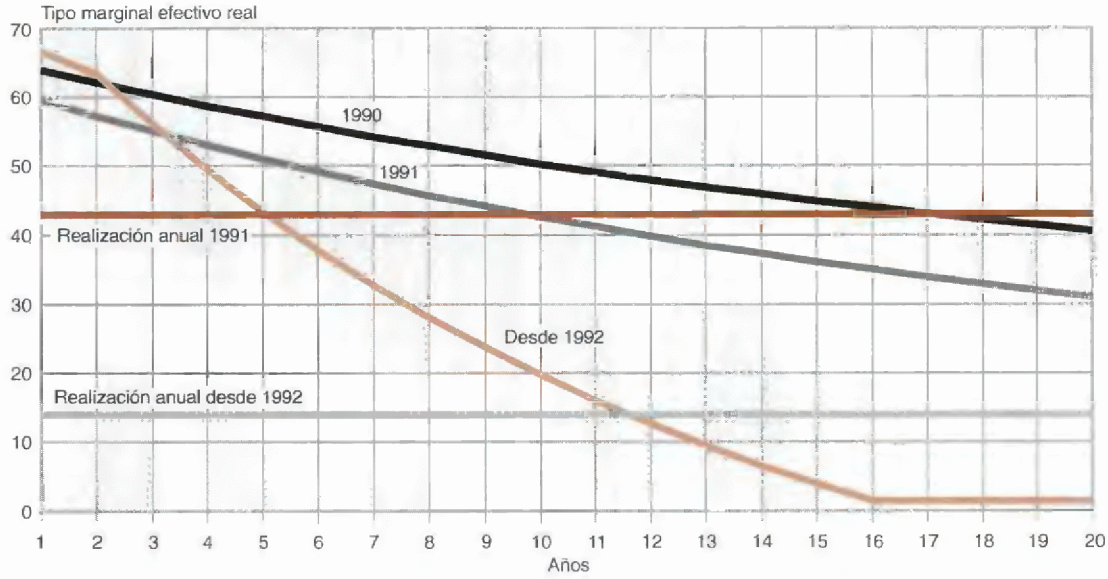


GRÁFICO 2
EFECTOS DEL DIFERIMIENTO: FIM
Tipos marginales efectivos: FIM, SIM, FII, SII (T.Ma., 56%; r=9%)



Fuente: J.M. González-Páramo (1991)

mientos aplazados: acciones con cotización oficial, participaciones en fondos y sociedades de inversión mobiliaria e inmobiliaria (FIM-SIM-FII-SII), planes de pensiones y seguros mixtos de vida-jubilación. Los tipos impositivos marginales efectivos que gravan el rendimiento de estos activos aparecen recogidos en la parte inferior de los cuadros números 1 y 2. Los resultados sugieren los siguientes comentarios:

a) La ventaja que supone la inexistencia de retenciones en origen puede quedar anulada si existen impuestos subyacentes, como el Impuesto sobre Sociedades (IS), que reducen el rendimiento obtenido por el ahorrador. La elevada tributación de las plusvalías a largo plazo generadas por la venta de acciones, en comparación con las generadas por las participaciones en instituciones de inversión colectiva, es reveladora.

b) La fiscalidad de los dividendos —superposición del IS y el IRPF, atenuada por la deducción en la cuota por dividendos— puede tener efectos caprichosos sobre la preferencia dividendos-plusvalías, que varían con la renta del individuo. Así, por ejemplo, un individuo sujeto al tipo legal del 30 por 100 preferirá los dividendos a las plusvalías si éstas se obtienen en plazos de diez o menos años. Por el contrario, un individuo sujeto al tipo legal del 56 por 100 siempre preferirá plusvalías a partir del tercer año.

c) Cuando los impuestos subyacentes no existen o son reducidos, como ocurre con las instituciones de inversión colectiva, el tratamiento fiscal de los incrementos patrimoniales es apreciablemente más favorable que el que recibe la mayor parte de los rendimientos de régimen general. Esta ventaja es debida no sólo a la posposición del pago de impuestos, sino también a la ausencia de retención y a la aplicación de la corrección monetaria de valores implícita en los coeficientes reductores.

d) Como indican los tipos marginales efectivos calculados para el caso de realización anual de rendimientos acumulados en participaciones de fondos de inversión mobiliaria (reembolso de participaciones en cuantía igual al rendimiento de la inversión inicial), es posible obtener rentabilidades netas superiores a las de cualquier activo generador de rendimientos ordinarios sin necesidad de recurrir al diferimiento pleno del pago de impuestos.

e) Para aportaciones anuales cuya cuantía permite aprovechar al máximo los incentivos existentes, los planes de pensiones y los seguros de vida permiten grandes reducciones en la tributación marginal del ahorro, disfrutando incluso de subsidios marginales (17). La obtención de los rendimientos en forma de entrega única de capital se revela más ventajosa fiscalmente que la percepción de una renta vitalicia.

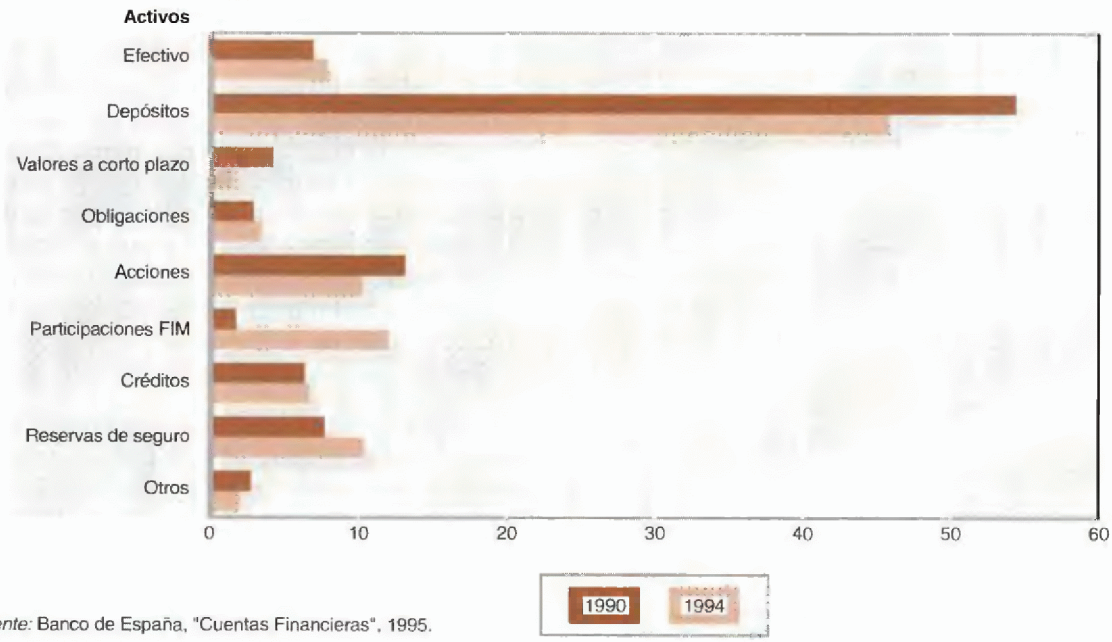
Los títulos de las instituciones de inversión colectiva fueron los más favorablemente afectados por la reforma del IRPF que entró en vigor en 1992. En 1990, estas instituciones estaban sujetas a un IS del 13 por 100, y los accionistas y partícipes disfrutaban de una deducción por dividendos del 10 por 100 aplicable al importe de las plusvalías realizadas. La Ley 31/1990, de Presupuestos Generales del Estado para 1991, redujo el IS al 1 por 100 y suprimió la deducción por dividendos. Estos cambios vinieron a eliminar de hecho el IS subyacente, lo que trajo consigo una tributación más moderada de esta forma de ahorro. La nueva ley del IRPF ha supuesto reducciones adicionales de fiscalidad, fruto de la aplicación de tipos marginales más reducidos y del nuevo régimen de cuantificación de las plusvalías gravables. La rebaja de tributación es máxima cuando la realización de la plusvalía se produce en el décimosexto año.

El gráfico 2 presenta las curvas de tipos marginales efectivos reales para un individuo de renta alta en función de los plazos de diferimiento correspondientes a las legislaciones vigentes en 1990, 1991 y 1993. La estrategia de realización anual del rendimiento acumulado en las participaciones resulta asimismo favorecida por la reforma. Dadas la magnitud de la reducción de tipos marginales sobre los rendimientos diferidos y la sustituibilidad de las participaciones y las acciones de las instituciones de inversión colectiva con los depósitos de ahorro y a plazo, y con las acciones ordinarias, la nueva legislación puede haber sido un factor muy relevante para explicar la recomposición de la cartera financiera de las familias experimentada en los últimos años, que el gráfico 3 refleja con nitidez.

VI. CONCLUSIONES

Cuando el sistema impositivo diferencia entre actividades o bienes muy sustitutivos entre sí, se

GRÁFICO 3
ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS. EVOLUCIÓN 1990-1994
(En porcentaje de los activos financieros totales)



Fuente: Banco de España, "Cuentas Financieras", 1995.

generan distorsiones y comportamientos ineficientes. Este enunciado general es muy pertinente en el caso de la tributación del rendimiento de los activos financieros. La fiscalidad del ahorro es en España, como en otros países, una amalgama de disposiciones y criterios especiales, de influencia frecuentemente contradictoria, cuyo contenido varía atendiendo al tipo de activo, a la naturaleza jurídica de la institución emisora de pasivos y a la propia situación económica del ahorrador, entre otros factores. En la medida en la que las distorsiones de naturaleza impositiva se encuentran en el origen de procesos de arbitraje entre activos particularmente importantes e ineficientes, dada la apreciable sustituibilidad que parece existir entre buena parte de ellos, el principio de neutralidad impositiva estará en el centro del debate sobre el diseño y la reforma del sistema fiscal. Salvo limitadas excepciones, las quiebras del principio de neutralidad no tienen sino consecuencias negativas sobre la economía: recomposición artificial de las carteras de los ahorradores, asignación ineficiente del ahorro entre intermediarios o prestatarios últimos, encarecimiento de la financiación no privilegiada fiscalmente y problemas de equidad horizontal.

Este trabajo ha tratado de presentar una evaluación de las distorsiones que la fiscalidad personal vigente en España introduce en las decisiones de materialización del ahorro en activos financieros alternativos. Esta tarea se ha desarrollado con la ayuda del concepto de tipo marginal efectivo real. La amplia gama de activos financieros existentes y el mosaico de normas tributarias aplicables hacen del análisis detallado de la fiscalidad efectiva del ahorro una tarea extremadamente compleja y casuística. A fin de reducir el problema a una dimensión manejable y suficientemente expresiva, hemos limitado el análisis a los aspectos básicos de la regulación relativa al IRPF y nos hemos referido a los activos más representativos de aquellos que un ahorrador medio puede adquirir.

Al estudiar la fiscalidad efectiva sobre el rendimiento de los activos financieros, es conveniente distinguir entre aquellos que generan *rendimientos ordinarios* del capital de modo dominante (depósitos, letras, pagarés, cuentas financieras, obligaciones y títulos similares) y aquellos otros que generan preferentemente incrementos patrimoniales o *rendimientos diferidos* (acciones, participaciones en fondos de inversión, planes de pensiones y seguros de vida, entre otros activos). En relación con los primeros, la dispersión que reflejan los tipos efectivos calculados tiene un doble origen: diferencias en las reglas sobre devengo y excepciones a la obligación general de retener. Estas excepciones causan diferencias de fiscalidad efectiva entre activos de similares características, como son las letras del Tesoro y los pagarés de empresa o las cuentas financieras basadas en distintos tipos de pasivos públicos. La interacción entre inflación y fiscalidad genera normalmente aumentos en los tipos marginales efectivos pagados sobre una rentabilidad real constante, y puede condicionar el orden de preferencia de los ahorradores. La estructura de tipos efectivos observada genera incentivos a la formación de clientelas por clases de activos.

Los activos generadores de *rendimientos diferidos* acumulan dos atractivos fiscales característicos: permiten diferir el pago de impuestos de modo discrecional y las rentas que generan no están sometidas a retención por regla general. Estas ventajas pueden quedar en parte anuladas, sin embargo, si existen impuestos subyacentes —en nuestro caso, el Impuesto sobre Sociedades— que reducen el rendimiento obtenido por el ahorrador. Así, la tributación subyacente de las acciones explica que éstas sólo puedan ser más atractivas que los depósitos bancarios cuando sus poseedores son ahorradores de alto nivel de renta que difieren la realización de las plusvalías en plazos comprendidos superiores a cinco años, dependiendo de la rentabilidad nominal antes de impuestos.

Cuando los impuestos subyacentes son reducidos o no existen, el tratamiento fiscal de los rendimientos diferidos es apreciablemente más favorable que el que recibe la mayor parte de los rendimientos ordinarios del capital. Esta ventaja es debida no sólo al pago diferido de impuestos, sino también a la ausencia de retención y a los coeficientes reductores aplicables para calcular el rendimiento gravable. Como indican los tipos marginales efectivos calculados para el caso de realización anual de rendimientos acumulados en participaciones de fondos de inversión mobiliaria, es posible obtener rentabilidades netas superiores a las de cualquier activo generador de rendimientos ordinarios sin recurrir a la posposición del pago de impuestos. Con respecto a otras formas de ahorro a largo plazo, los seguros de vida y los planes de pensiones permiten notables reducciones en la tributación efectiva del ahorro, disfrutando incluso de subsidios marginales efectivos. Esta mejor situación relativa de los rendimientos diferidos fue consolidada y ampliada por la legislación del IRPF que entró en vigor en 1992, motivo por el que no es aventurado afirmar que las reformas fiscales recientes probablemente hayan jugado un papel clave como factor explicativo de la recomposición de la cartera financiera de las familias experimentada en los últimos años.

NOTAS

(*) Este trabajo se ha beneficiado de los comentarios de los participantes en el curso *Sistema financiero y economía real española en 1995*, de la Universidad de Granada (Almuñécar, septiembre de 1995) y en el Doctorado en Hacienda Pública y Tributación de la Escuela de Hacienda Pública (Madrid, mayo de 1995), así como de las minuciosas sugerencias de Teodoro Cordón. Los errores que puedan subsistir son propios.

(1) Los trabajos de SMITH (1990) y GYLFASON (1993) ofrecen una buena síntesis de las razones teóricas y empíricas que explican la compleja relación entre fiscalidad y ahorro.

(2) Véase, por ejemplo, EASTERLY y REBELO (1993), y MENDOZA, RAZIN y TESAR (1994).

(3) Aunque la reforma del IRPF de 1991 vino a suavizar la fiscalidad del ahorro —una de las más severas de Europa—, el tratamiento fiscal de los activos financieros sigue siendo una fuente importante de diferenciales de rentabilidad, especialmente para activos de renta fija a largo plazo (CONTRERAS y SANZ, 1993).

(4) También lo sería si, no siendo sustitutivos, todos los activos tienen la misma elasticidad de demanda respecto a su precio. Es un hecho contrastado que ninguno de estos supuestos se verifica plenamente (FELDSTEIN, 1976; AGELL y EDIN, 1989; VAN HOA y REECE, 1989). Para una introducción a las reglas de imposición óptima, véase ALBI, CONTRERAS, GONZÁLEZ-PÁRAMO y ZUBIRI (1994).

(5) Es muy ilustrativa, a este respecto, la discusión de LEAPE (1990) sobre el caso británico.

(6) Individuos con igual renta y ahorro total pagarán impuestos distintos si la composición de su ahorro es diferente.

(7) Para un análisis de la normativa aplicable, puede consultarse el manual de RAMÍREZ MEDINA (1993). GARCÍA-VAQUERO (1995) ofrece una buena síntesis.

(8) Se considerarán, esencialmente, el impuesto personal sobre la renta y el impuesto sobre sociedades subyacente en determinados rendimientos de activos financieros. La limitada cobertura de la imposición patrimonial y la falta de generalidad en la imposición sobre las transmisiones de activos recomienda su no inclusión en el análisis.

(9) Los intentos realizados hasta el presente ilustran esta dificultad, resuelta mediante la limitación del análisis a un reducido número de activos. Véanse, a este respecto, BASARRATE (1990), FREIXAS y otros (1990), y GARCÍA-VAQUERO (1995).

(10) Esta medida se emplea en CAPITAL TAXES GROUP (1989) y ROBINSON (1990). El primer concepto es utilizado, entre otros, por SHESHINSKI (1990). Para una discusión más detenida, véase GONZÁLEZ-PÁRAMO (1991).

(11) La literatura empírica reciente sobre tipos impositivos y distorsiones es abundante. La referencia básica es KING y FULLERTON (1984).

(12) Alternativamente, esta indiferencia podría definirse respecto de la tasa de rendimiento interno de las colocaciones alternativas del ahorro. Este criterio es el seguido por DOMÍNGUEZ BARRERO (1995), quien obtiene ordenaciones de activos idénticas a las de GONZÁLEZ-PÁRAMO (1991).

(13) Es importante subrayar que los tipos efectivos calculados no son «tipos de equilibrio». Se limitan a ofrecer una indicación de la estructura de incentivos que distorsionan las decisiones de adquisición de activos. Como consecuencia de la dispersión de tipos efectivos, los procesos de arbitraje conducirán a diferencias en las rentabilidades antes de impuestos.

(14) Como ya ha quedado indicado, esta diferenciación entre regímenes es útil tan sólo a efectos expositivos, ya que pueden solaparse en muchos casos. Así, las obligaciones pueden producir incrementos patrimoniales en las transmisiones, y las acciones pueden pagar rendimientos ordinarios del capital en forma de dividendos.

(15) En GONZÁLEZ-PÁRAMO (1995), se analiza con detalle esta reforma en el contexto de los sistemas comparados de la Unión Europea.

(16) Antes de la reforma, una peseta de beneficio bruto de una sociedad sometido a distribución pagaba impuestos en cuantía dada (en tanto por uno) por:

$$t_s + (1 - t_s)\,[m + (t-d-m)\,(1+r)^{-L}]$$

donde t_s=0,35, d=0,10, m=0,25 y L=1/2, siendo d la deducción por dividendos. Tras la reforma de 1995, el total de impuestos pagados pasa a ser:

$$t_s + (1 - t_s)\,[m + [t\,(1+k)-k-m]\,(1+r)^{-L}]$$

donde k es el tipo de imputación. Puede comprobarse fácilmente cómo el valor de la segunda expresión es siempre menor para valores de k iguales o inferiores a 0,23. El valor efectivo de k en 1995 era 0,4.

(17) Supongamos que se realiza una aportación única de 500.000 pesetas a un plan de pensiones y a un seguro. El valor actual de una hipotética corriente de pagos impositivos sobre el rendimiento acumulado de esta aportación es:

$$T_R = t_c r^{N_t} + \frac{t_c r^{N_t}(1+r^{N_t})}{1+r} + \ldots + \frac{t_c r^{N_t}(1+r^{N_t})^{N-1}}{(1+r)^{N-1}} = t_c rN$$

donde N es el plazo en años de la inversión y t_c es el tipo anual equivalente. Igualando la corriente anterior al valor actual de los impuestos efectivamente pagados, T_R, queda definido t_c como:

$$t_c = \frac{T_R}{rN}$$

Supongamos que el individuo realiza la aportación cuando tiene 40 años y se jubila a los 65 (N=25). Se supone asimismo que los tipos marginal (TMA) y medio (TME) se reducen con la jubilación (TMA_j y TME_j). En el caso del individuo de renta media, TMA=30 por 100, TME=20 por 100, TMA_j=22 por 100 y TME_j=15 por 100; para el individuo de renta alta, se tiene TMA=56 por 100, TME=37,5 por 100, TMA_j=40 por 100 y TME_j=28 por 100. Con estas hipótesis, el valor actual de los impuestos pagados en la jubilación bajo un plan de pensiones-capital es:

$$T_R = (1+r^{N_t})^N(1-0{,}05)\,TME_j(1+r)^{-N-1} - sTMA(1+r)^{-L}$$

donde s = 1 para renta alta y s = 0,9 para renta media (opera el límite de aportaciones deducibles en la base imponible), y 0,05 refleja la deducción en la base por rendimientos del trabajo. Bajo un plan de pensiones-renta, suponiendo una supervivencia esperada de 15 años, se tiene:

$$T_R = TMA_j\,(1+r^{N_t})^N(1-0{,}05)(1+r)^{-N-1} - sTMA(1+r)^{-L}$$

Bajo la fórmula de seguro mixto-capital:

$$T_R = 0$$

al tratarse de una variación patrimonial obtenida en un periodo superior a 15 años, mientras que en el caso del seguro mixto-renta:

$$T_R = 0{,}4[m+(TMA_j-m)(1+r)^{-L}](1+r^{N_t})(1+r)^{-N+1}$$

siendo 0,4 el coeficiente que se aplica a las rentas vitalicias cuando el perceptor tiene 65 años o más.

BIBLIOGRAFÍA

AGELL, J., y EDIN, P. E. (1989), «Tax reform and individual investor response», *Public Finance*, XXXIV, págs. 183-203.

ALBI, E.; CONTRERAS, C.; GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. M., y ZUBIRI, I. (1994), *Teoría de la Hacienda Pública*, 2.ª edición, Ariel, Barcelona.

BASARRATE, B. (1990), «Rentabilidades netas de impuestos para inversiones en ciertos activos mobiliarios y ahorro», Instituto de Estudios Fiscales, *Papeles de trabajo*, 11/1990.

CAPITAL TAXES GROUP (1989), «Neutrality in the taxation of savings: An extended role for PEPS», Institute for Fiscal Studies, *Commentary*, 17, diciembre.

CONTRERAS, C., y SANZ, J. F. (1993), «Deslocalización fiscal del ahorro y límites al proceso de convergencia en la UME», Instituto de Estudios Fiscales, mimeo.

DOMINGUEZ BARRERO, F. (1995), «Los planes de pensiones como nueva fórmula de ahorro previsión. Una valoración desde la perspectiva de la planificación fiscal», *Hacienda Pública Española*, 133, págs. 33-61.

EASTERLY, W., y REBELO, S. (1993), «Fiscal policy and economic growth: An empirical investigation», *Journal of Monetary Economics*, diciembre.

FELDSTEIN, M. (1976), «Personal taxation and portfolio composition: An econometric analysis», *Econometrica*, 44, págs. 631-650.

FREIXAS, X.; MARTINEZ, J., y NUÑEZ, N. (1990), «La rentabilidad real neta del ahorro, 1979-1989», Fundación FIES-CECA, *Documentos de Trabajo*, 64/1990.

GARCIA-VAQUERO, V. (1995), «La fiscalidad de los activos y el desarrollo de los mercados financieros», Banco de España, *Boletín Económico*, marzo, págs. 47-60.

GONZALEZ-PARAMO, J. M. (1991), «Imposición personal e incentivos fiscales al ahorro en España», Banco de España, *Estudios Económicos*, n.º 46.

– (1995), «La doble imposición de los dividendos en la Unión Europea y en España», *Zergak. Gaceta Tributaria del País Vasco*, n.º 2, páginas 83-91.

GYLFASON, T. (1993), «Optimal saving, interest rates, and endogenous growth», *Scandinavian Journal of Economics*, 95, páginas 517-533.

KING, M., y FULLERTON, D. (eds.) (1984), *The taxation of income from capital: A comparative study of the US, UK, Sweden, and West Germany*, Chicago University Press, Chicago, Illinois.

LEAPE, J. (1990), «The impossibility of perfect neutrality: Fundamental issues in tax reform», *Fiscal Studies*, 11, págs. 39-54.

MENDOZA, E.; RAZIN, A., y TESAR, L. (1994), «Computing effective tax rates on factor incomes: An international macroeconomic perspective», CEPR, *Discussion Paper Series*, 866.

OCDE (1994), *Taxation of household savings*, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, Paris.

RAMIREZ MEDINA, E. (1993), *Fiscalidad financiera y bursátil*, Ciss.

ROBINSON, B. (1990), «How should savings be taxed?», *Quarterly Review*, noviembre, págs. 2-21.

SHESHINSKI, E. (1990), «Treatment of capital income in recent tax reforms and the cost of capital in industrialized countries», NBER, *Tax Policy and the Economy*, 4, págs. 25-42.

SMITH, R. S. (1990), «Factors affecting savings, policy tools, and tax reform», *IMF Staff Papers*, 37, págs. 1-70.

VAN HOA, T., y REECE, B. F. (1989), «An empirical study of optimal taxation on australian financial institutions», *Economics Letters*, 29, páginas 163-166.

Resumen

La fiscalidad del ahorro es en España, como en otros países, una amalgama de disposiciones y criterios especiales, de influencia frecuentemente contradictoria, cuyo contenido varía atendiendo al tipo de activo, a la naturaleza jurídica de la institución emisora de pasivos y a la propia situación económica del ahorrador. El propósito de este trabajo es ofrecer una evaluación del signo y el orden de magnitud de las distorsiones que la normativa fiscal vigente introduce en la elección entre activos alternativos. Esta tarea se desarrolla con la ayuda del concepto de tipo impositivo marginal efectivo. Tras discutirse la metodología de construcción de los tipos efectivos para los activos financieros más representativos de aquellos a los que puede acceder un ahorrador medio, se ofrece una cuantificación de éstos tomando como referencia dos escenarios de tipos de interés e inflación, dos individuos tipo y la legislación vigente en 1995.

Palabras clave: ahorro, impuestos, neutralidad, distorsiones.

Abstract

The taxation of savings in Spain, as in other countries, combines a frequently contradictory set of provisions and special criteria whose contents change according to the type of asset involved, the legal status of the institution issuing the liabilities, and the economic position of the saver. The objective of this paper is to evaluate the sign and volume of the distortions produced by current tax regulations in the choice of assets. In developing this task, it uses the concept of effective marginal tax rates. After discussing the method used to construct the effective rates of the financial assets most accessible to the average saver, it quantifies these rates from the vantage of two interest rate and inflation scenarios, two standard individuals and the legislation in force in 1995.

Key words: savings, taxes, neutrality, distortions

JEL classification: G28, H24, H31.