
La nueva fiscalidad de los instrumentos financieros: efectos iniciales sobre el ahorro y los mercados financieros

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

1. INTRODUCCIÓN

La nueva regulación tributaria promulgada a finales de 1998 (ver anejo legislativo) ha transformado profundamente la fiscalidad y el régimen de retenciones de los instrumentos financieros (1) para el conjunto de las inversiones financieras realizadas a partir de 1999. Además, la reciente normativa fiscal introducida a finales de 1999 ha vuelto a reformar ciertos aspectos de la fiscalidad y, en mayor medida, del régimen de retenciones de los instrumentos financieros para las inversiones realizadas a partir del 2000.

En particular, la nueva legislación del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), el impuesto sobre la renta de no residentes y el nuevo régimen de retenciones han modificado en gran medida la fiscalidad del ahorro financiero, tanto para inversores individuales como para los inversores societarios (o colectivos) residentes, así como para los inversores no residentes. Tradicionalmente, en España, las modificaciones en la fiscalidad han tenido efectos relevantes sobre los desarrollos en los mercados e instituciones financieras, como el caso de las letras de cambio negociables, pagarés de empresa y, posteriormente, del Tesoro, activos financieros con retención en origen o AFROS, deuda especial e, incluso, participaciones de fondos de inversión [ver García-Vaquero (1995)].

Algunas de las consecuencias más evidentes de la nueva fiscalidad son los cambios en las demandas de los inversores financieros y, por tanto, en los flujos financieros de los agentes inversores, así como los cambios en el desarrollo de los mercados financieros españoles. Otros efectos, aunque menos evidentes, son que este cambio en la tributación del ahorro fi-

(1) En este artículo se utilizará el concepto «instrumento financiero» en la medida en que esta denominación es la más amplia para designar todo tipo de inversión financiera, tanto para familias como para empresas; es decir, desde las cuentas bancarias hasta los planes de pensiones, pasando por las opciones de acciones. En todo caso, como el análisis en este artículo se centrará preferentemente en el estudio de la inversión financiera se denominará también a los instrumentos financieros como activos financieros entendidos en un sentido amplio, que pueden generar rendimientos de capital mobiliario, variaciones de patrimonio o rentas del trabajo (planes de pensiones, opciones de acciones). Por tanto, la denominación «activo financiero» utilizada aquí no se corresponde con la definición tributaria establecida en la regulación fiscal. Asimismo, el concepto «rentas de capital» se referirá a *todos* los rendimientos percibidos por los instrumentos financieros.

nanciero, sobre todo incorporando las novedades más recientes sobre el régimen de retenciones, ha impulsado una mayor neutralidad fiscal entre los instrumentos financieros [ver González-Páramo (1999), Domínguez (1999) o Vaquero (1999)], y ha contribuido a reducir la carga fiscal del conjunto de las rentas procedentes de instrumentos financieros, entendidas en un sentido amplio (2) (en adelante, RIF).

Este artículo ofrece un primer análisis de la dirección e intensidad de los cambios en la tributación de los instrumentos financieros, así como de sus efectos sobre el desarrollo de los mercados financieros españoles y sobre la evolución y la composición del ahorro financiero del público (3), preferentemente de las familias. Para ello, en el segundo epígrafe se comentan las novedades y la nueva situación tributaria de los instrumentos financieros. En el tercero se exponen los principales cambios observados en la estructura de ahorro del público y los desarrollos más recientes de los mercados de valores españoles. En el último epígrafe se resumen las conclusiones y valoraciones de la reforma impositiva.

2. NOVEDADES EN LA TRIBUTACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Aunque el análisis que se va a realizar en este artículo está preferentemente dirigido a la nueva tributación de las familias, no se puede soslayar el análisis de la fiscalidad societaria, ya que una parte cada vez más importante de las inversiones de las familias se realiza a través de inversores institucionales que tributan mediante el impuesto de sociedades (IS). Aunque no se pretende hacer un estudio exhaustivo de este impuesto, sí se va a analizar el régimen de retenciones de los inversores institucionales. Asimismo, este artículo se centrará en la tributación de la inversión residente.

En cuanto a la fiscalidad de los instrumentos financieros, las principales novedades introducidas en la ley y el reglamento del IRPF y en sus reformas y desarrollos posteriores a lo largo de 1998 y 1999 pueden resumirse como sigue.

(2) Las *rentas procedentes de instrumentos financieros* (en adelante, RIF) incluyen todos los rendimientos y plusvalías que se obtienen de los activos financieros en poder del público. Fiscalmente, estas rentas pueden tener la consideración de rendimientos de capital mobiliario (RCM), de ganancias y pérdidas de patrimonio (GyP) y de rendimientos del trabajo (RT), estas últimas como resultado de inversiones en planes de pensiones o, más recientemente, en opciones de acciones.

(3) Que comprende familias y empresas.

En primer lugar, se reducen los tipos de gravamen marginales, de forma que el tipo máximo disminuye desde el 56 % al 48 % y el mínimo del 23 % al 18 %. Asimismo, se reduce el número de tramos de 10 a 6. A ello habría que unir la no-obligación de declaración en el caso de obtener rentas inferiores a 3,5 millones de pesetas, siempre que las rentas del capital sometidas a retención sean inferiores a 250.000 PTA.

Se suprime, asimismo, el concepto de renta (y base imponible) regular y renta irregular, para introducir un nuevo concepto muy distinto que es la *renta* (o base imponible) *general* y la *renta especial* (ver cuadro 1). En efecto, mientras que la renta regular e irregular se diferenciaban por el plazo de generación del rendimiento o plusvalía (menos o más de un año de plazo, respectivamente), en la renta especial solo se recogen las *ganancias y pérdidas patrimoniales* (en adelante, GyP) a más de dos años. La renta general, por su parte, incorpora todos los demás ingresos y plusvalías (y, por tanto, incluye las GyP a corto plazo). La primera consecuencia de ello es que, a partir de 1999, desaparece la distinción entre tipos medios y tipos marginales para la tributación de rentas. Ahora, todas las rentas generales tributan al tipo marginal (en el caso de las generadas a más de dos años se aplican coeficientes reductores), mientras que las rentas especiales tributan a un tipo fijo del 20 %. La segunda consecuencia es que, en términos tributarios, el *corto plazo* aumenta a los dos años, frente al plazo de un año que se consideraba antes de 1999.

En el nuevo marco se flexibiliza la posibilidad de integrar y compensar en la renta general los *rendimientos de capital mobiliario* (en adelante, RCM) negativos con otras rentas generales [por ejemplo, *rendimientos del trabajo* (en adelante, RT) positivos], si bien con un límite anual del 10 % de la base imponible general. No obstante, se mantiene la imposibilidad de compensación de rentas entre bases imponibles generales y especiales, por lo que, paradójicamente, se sigue sin poder compensar GyP a corto plazo con GyP a largo plazo.

Aunque, en principio, la ley del IRPF eliminó el concepto de *activos financieros con rendimientos implícitos* (AFRI) y *explícitos* (AFRE), el reglamento del IRPF y la normativa de retenciones retoman los conceptos anteriores, pero modifican sensiblemente el baremo o referencia para la calificación de activos, en coherencia con la evolución de los tipos de interés. En efecto, mientras que antes se restaban dos puntos porcentuales al tipo de interés de referencia para determinar si un activo financiero era implícito, en la actualidad el nivel de refe-

CUADRO 1

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

Tipos de rentas	Antes de 1999			A partir de 1999	
	Renta regular menos de un año	Renta irregular		Corto plazo Menos de dos años	Largo plazo Más de dos años
		Entre uno y dos años	Más de dos años		
RCM		Tipo medio			Tipo marginal con reducción del 30 % (a)
GyP	Tipo marginal	Tipo medio	20 %+ (b)	Tipo marginal	20 %
RT (planes de pensiones)		Tipo medio			Tipo marginal con reducción del 40 %

Fuente: Elaboración propia.

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

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

Nota: RCM: rendimientos de capital mobiliario. GyP: ganancias y pérdidas patrimoniales, antes también denominados incrementos y disminuciones de patrimonio. RT: rendimientos del trabajo.

■ Renta general. □ Renta especial.

rencia es el 80 % del tipo de interés de la deuda pública de referencia.

A partir de 1999, se aumenta el número de instrumentos que generan RCM, en un intento de aumentar la neutralidad fiscal entre instrumentos financieros. En particular, todos los pasivos bancarios, todos los valores de renta fija (ya sean públicos o privados), así como todos los contratos de seguros de vida o jubilación, pasan a considerarse instrumentos generadores exclusivamente de RCM. De este modo, los instrumentos que se mantienen como generadores de GyP son las *acciones y las participaciones y acciones de instituciones de inversión colectiva* (en adelante, IIC) y los derivados financieros, menos las opciones de acciones que pasan a tener un rendimiento mixto.

En este sentido, la fiscalidad de los RCM se modifica en dos direcciones. Como se observa en el cuadro 1, a partir de 1999 todos los RCM tributan al tipo marginal. Además, estos RCM se pueden beneficiar de una serie de coeficientes de reducción en función del número de años de generación: un 30 % de reducción para los RCM generados en más de dos años. Para el caso de los seguros de vida (rescatados en forma de capital), la reducción puede ascender al 60 % y al 70 % si el período de generación es superior a cinco y a ocho años, respectivamente. Este último porcentaje podrá ser aplicado para los contratos de seguros en forma de renta si el período de generación es de doce años. A ello se debe unir que, a partir de agosto de

1999 (4), y más concretamente a partir del 2000, de acuerdo con la ley de acompañamiento a los Presupuestos Generales del Estado del 2000, se ha establecido que los denominados *unit-linked* (5) que cumplan determinados requisitos serán considerarlos como seguros de vida y, por tanto, les serán aplicables los coeficientes reductores anteriores. Esta circunstancia hace de los *unit-linked* unos activos financieros muy atractivos por su flexibilidad y fiscalidad a medio y largo plazo.

El tratamiento de las GyP sufre también unas importantes modificaciones, perdiendo en cierto modo algunas de las ventajas fiscales que ostentaban con la normativa anterior. En particular: desaparecen los coeficientes de ac-

(4) Hay que recordar que, con anterioridad a la contestación de la Dirección General de Tributos de 30 de julio de 1999, existía una elevada incertidumbre sobre la tributación de este instrumento financiero.

(5) Se puede definir un *unit-linked* como aquel seguro de vida en el que el tomador (inversor) decide los activos en los que desea que se inviertan las provisiones matemáticas de su seguro, dentro de aquellos activos (fondos o cestas de activos) que le son ofrecidos por la entidad aseguradora de la póliza. De este modo, el inversor asume el riesgo de inversión, de forma que la entidad de seguros no tiene que establecer un interés técnico garantizado. Por todo ello, los denominados *unit-linked* son activos financieros híbridos, ya que, a pesar de tener la forma jurídico-fiscal de un seguro de vida, desde el punto de vista financiero se trata de un «fondo paraguas», ya que el inversor (el tomador del seguro) puede elegir el destino de su inversión entre varios fondos o cestas de fondos, de forma que puede cambiar su elección sucesivas veces.

CUADRO 2

Régimen de retenciones a cuenta de instrumentos financieros

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

Fuente: Elaboración propia.

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

Nota: AFRI: activos financieros con rendimiento implícito. AFRE: activos financieros con rendimiento explícito. GyP: ganancias y pérdidas patrimoniales, denominadas también incrementos y disminuciones de patrimonio. RCM: rendimientos de capital mobiliario. IIC: instituciones de inversión colectiva.

tualización sobre el valor de adquisición (6) (coeficientes monetarios); se anula la aplicación del tipo impositivo 0 % para las primeras 200.000 PTA de GyP (mínimo exento); se elimina la no-sujeción de GyP que se originen por transmisiones inferiores a 500.000 PTA, aunque esta no-sujeción ya estaba exceptuada en las IIC desde 1997; las GyP entre uno y dos años tributan al tipo marginal en vez del al tipo medio, como ocurría con la normativa anterior; como se verá con detalle más adelante, las GyP obtenidas por IIC se someten a retención a cuenta; se introduce una nueva norma con el objeto de evitar las «aplicaciones para minusvalías» (7) que pretendan generar pérdidas de patrimonio ficticias. Esta norma también es aplicable a los RCM.

(6) Estos coeficientes fueron introducidos por el Real Decreto-Ley 7/1996 como compensación a la eliminación de los llamados coeficientes de abatimiento establecidos en la anterior Ley del IRPF de 1991. Los coeficientes de abatimiento, por su parte, consistían en la aplicación de porcentajes de reducción de la plusvalía generada en función del número de años de la inversión, de suerte que la totalidad de la plusvalía podía quedar desgravada.

(7) En el argot financiero se denominan «aplicaciones para minusvalías» aquellas ventas de algún activo financiero con pérdidas, y la compra simultánea (o en un breve espacio de tiempo) del mismo número de activos. Con esta operación se consiguen pérdidas de patrimonio y al mismo tiempo mantener un determinado activo en la cartera del inversor.

Respecto al régimen de retenciones del IRPF y del IS (ver cuadro 2), también se han producido importantes novedades en relación con los activos financieros.

Así, por un lado, se introduce una retención a cuenta del 20 % en todas las GyP derivadas de instituciones de inversión colectiva, aunque se precisa que el cálculo se debe ajustar, en su caso, con los coeficientes correctores aplicables, ya sean de abatimiento o monetarios.

Se reducen también las retenciones a cuenta de los RCM para captación de recursos ajenos (fundamentalmente, pagarés, valores de renta fija y depósitos bancarios) desde el 25 % al 18 %. En esta misma línea, a partir del año 2000 (8) se generaliza la reducción de las retenciones a cuenta a todos los RCM desde el 25 % al 18 %. Con ello, se consigue equiparar las retenciones de los dividendos y de las rentas de los seguros de vida y jubilación con el resto de los RCM, ya que durante 1999 aquellos RCM estuvieron sometidos al 25 %.

(8) Como establece el Real Decreto 1968/1999, de 23 de diciembre, para el IRPF (inversores individuales) y el Real Decreto 2060/1999, de 30 de diciembre, para el IS (inversores societarios).

Por otro lado, se exoneran de retención en el IS (aplicable, por tanto, a todas las instituciones financieras, incluidas las IIC) los RCM generados por valores que cumplan tres requisitos: que sean valores negociables de renta fija que se negocien en mercados secundarios oficiales de valores españoles, que se emitan a partir de 1999 y que estén representados por medio de anotaciones en cuenta. Con este nuevo régimen se consigue equiparar, en el ámbito de inversores institucionales, el régimen de retenciones entre la deuda pública y la privada, así como entre las letras del Tesoro y los pagarés de empresa.

La nueva normativa excluye de retención en el IRPF (fundamentalmente, a los inversores individuales) los RCM obtenidos en la *transmisión* por los AFRE (mayoritariamente, compraventa de bonos y obligaciones con cupón o tipo de interés explícito) que cumplan los tres requisitos anteriores establecidos para el IS.

Por último, desaparece la obligación de realizar ingresos a cuenta sobre los rendimientos explícitos cuya frecuencia de liquidación sea superior a un año.

3. PRIMEROS EFECTOS SOBRE EL AHORRO Y LOS MERCADOS FINANCIEROS

Las reformas en la tributación y en el régimen de retenciones anteriormente descritas han modificado profundamente el panorama tributario de los instrumentos financieros (ver cuadro 3). Hay que recordar que, en España, tradicionalmente, los cambios de origen fiscal han tenido un impacto relevante en el desarrollo de los flujos y los mercados financieros, como fue el caso de las letras de cambio negociables, los pagarés del Tesoro, los activos financieros con rendimiento implícito (AFROS), la deuda especial y las participaciones en fondos de inversión. Del mismo modo, esta nueva fiscalidad está teniendo implicaciones relevantes en la composición del ahorro del público y en el desarrollo de los mercados de valores españoles.

Por lo que se refiere a la *composición de los activos financieros* y a la *evolución de los flujos financieros* de familias y empresas no financieras, a continuación se describen los primeros movimientos observados a lo largo de 1999, aunque conviene señalar desde el principio que es todavía pronto para conocer los efectos definitivos de las medidas tributarias, sobre todo en el caso de las introducidas a finales de 1999.

No obstante, con el ánimo de observar las diferencias y explicar mejor la evolución del pa-

sado año, es preciso conocer, aunque solo sea brevemente, las tendencias a medio y largo plazo en la composición de los activos financieros del público. En el período 1992-1999, el efectivo y depósitos bancarios (que incluye cesiones temporales) han disminuido su peso desde el 43 % en 1992 hasta el 31 % en 1999. No obstante, en este último año se aprecia una estabilización de su cuota, que es más evidente en las familias que en las empresas (ver gráfico 1 A). Por otro lado, las IIC han aumentado su peso desde el 5,5 % en 1992 hasta el 16,5 % en 1998, mientras que en 1999 han caído dos puntos porcentuales. Una primera reflexión que sugieren estos desarrollos es que, si bien las características financieras de ambos instrumentos son muy similares, sus componentes fiscales parecen explicar en gran medida su comportamiento, en cierto modo complementario. Hay que matizar, no obstante, que la sustituibilidad con los depósitos se produce solo con los FIAMM y los de renta fija puros.

Por otro lado, tanto los seguros como las inversiones en el exterior han incrementado de forma constante su participación en la riqueza financiera a lo largo de los ocho últimos años. Así, las familias han tenido un mayor protagonismo en el crecimiento de los contratos de seguros, que incluye los de vida, jubilación y planes de pensiones, mientras que las empresas no financieras han sido especialmente activas en la inversión de activos en el exterior. Del mismo modo, las acciones en poder del público han mostrado un perfil creciente durante todo este período, si bien han experimentado un movimiento de ida y vuelta, ya que, entre 1992 y 1995, la renta variable ha mantenido un perfil descendente y, desde 1996 hasta hoy, ha crecido de forma progresiva. Este último perfil ascendente ha sido especialmente acusado en el caso de las familias a lo largo de los cuatro últimos años, a raíz del proceso de privatizaciones y de alzas en los índices bursátiles.

Finalmente, las tenencias de valores de renta fija públicos y privados han sido en todo momento marginales a lo largo de los ocho últimos años, si bien se aprecia una tímida recuperación en 1999. Como se verá más adelante, el grueso de las tenencias de valores de renta fija se ha concentrado en las instituciones financieras, en particular entidades de crédito e IIC.

Centrándonos en el comportamiento más reciente durante el año pasado, el análisis de las cuentas financieras trimestrales confirma que a lo largo de 1999 las decisiones de inversión del público han seguido pautas de comportamiento distintas a las del período más largo analizado anteriormente. Si observamos la evolución de los flujos financieros trimestrales, se aprecia,

CUADRO 3

Fiscalidad de instrumentos financieros

	Antes de 1999	Después de 1999 y 2000
Depósitos bancarios	RCM, retención 25 %	RCM+, retención 18 %
Cuentas financieras con letras del Tesoro	RCM, no retención	RCM+, retención 18 %
Cuentas financieras con bonos y obligaciones	Intereses: RCM, retención 25 % Transmisión: GyP, no retención	Intereses y transmisión: RCM+, retención 18 %
Repo de letras del Tesoro	RCM, no retención	
Repo de bonos y obligaciones del Estado	GyP+, no retención	RCM+, no retención
Letras del Tesoro	12 meses: RCM regular, no retención 18 meses: RCM irregular, no retención	RCM+, no retención
Bonos y obligaciones del Estado	Intereses: RCM, retención 25 % Transmisión o amortización: GyP, no retención	Intereses: RCM, retención 18 % (a) Transmisión: RCM+, (a)(b) no retención
Renta fija privada	Intereses: RCM, retención 25 % Transmisión: GyP+, no retención	Intereses: RCM, retención 18 % (a) Transmisión y amortización: RCM, retención 18 % (b)
IIC	Intereses: RCM, retención 25 % Transmisión: GyP+, no retención	Intereses: RCM, retención 18 % Transmisión: GyP, retención 20 %
Seguros de vida	Aportación: 10 % deducción de la cuota IRPF Reembolso: GyP+, no retención	Reembolso: RCM++, retención 18 % (c)
Planes de pensiones	Aportación: desgravación de la base imponible con dos límites: 15 % de la base imponible y 1.000.000 de pesetas por titular/año Prestación: RT, retención según tarifa	Aportación: desgravación de la base imponible con dos límites: 20 % de la base imponible y 1.100.000 de pesetas por titular/año Prestación: RT+, retención según tarifa
Acciones	Dividendos: RCM con deducción de la cuota por doble imposición, retención 25 % Transmisión: GyP+	Dividendos: RCM con deducción de la cuota por doble imposición, retención 18 % (c) Transmisión: GyP

Fuente: Elaboración propia.

(a) Se exceptúa la retención a cuenta para los inversores colectivos (societarios) en el caso de valores negociados que cumplan tres requisitos: valores negociados en mercados secundarios regulares, representados en anotaciones en cuenta y emitidos a partir de 1999.

(b) Se exceptúa la retención a cuenta para los inversores individuales y colectivos en todas las *transmisiones* de valores que cumplan los tres requisitos de la nota anterior.

(c) Durante 1999, la retención a cuenta era del 25 %.

Nota: RCM: rendimiento de capital mobiliario. RCM+: RCM con reducción del 30 % si el período de inversión es de más de dos años. RCM++: RCM+ y con reducción del 60 % y del 70 % si el período de inversión supera los cinco y los ocho años. RT: rendimiento del trabajo con posibilidad de aplicación de tipo medio en el caso de renta irregular. RT+: rendimiento del trabajo con reducción del 40 % para rentas superiores a dos años. GyP: ganancias y pérdidas patrimoniales, antes denominados incrementos y disminuciones de patrimonio. GyP+: GyP con coeficientes monetarios y de abatimiento, mínimo exento 200.000 PTA y exención de las GyP derivadas de transmisiones menores de 500.000 PTA, excepto para instituciones de inversión colectiva.

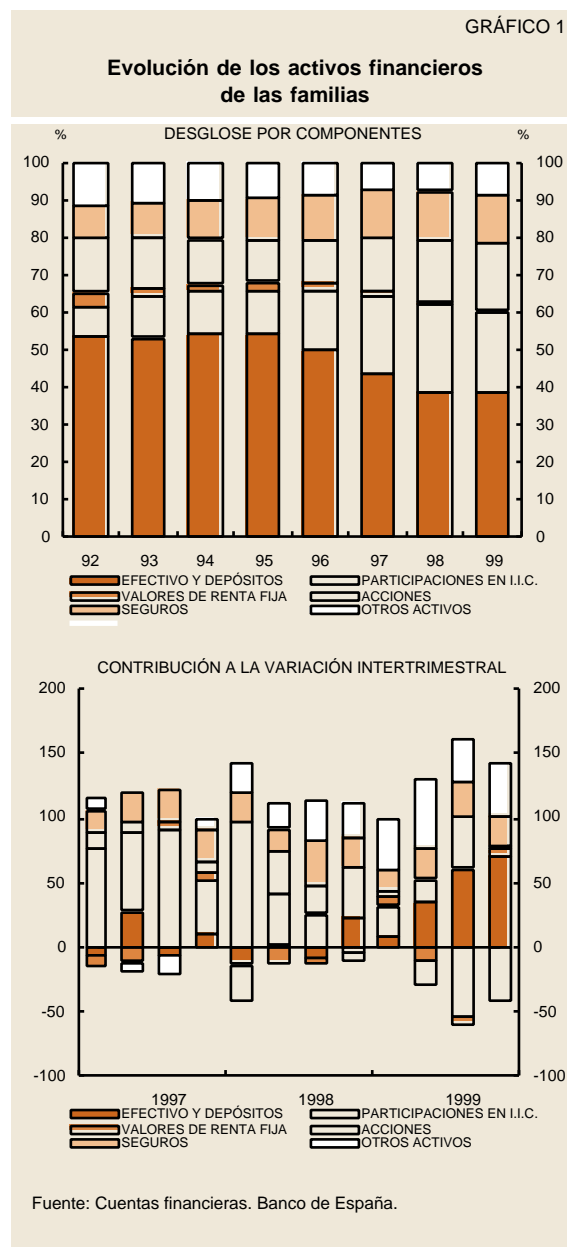
por un lado, un avance progresivo del *efectivo y depósitos bancarios* en todas sus modalidades, cuyo inicio hay que situarlo durante el cuarto trimestre de 1998. Como se ve en el gráfico 1 B, este avance ha sido más acusado en el caso de las familias que de las empresas no financieras; de hecho, durante 1999 el 37 % del flujo neto del público se ha concentrado en depósitos y efectivo, mientras que en el caso de las familias ha sido el 61 % de su flujo neto anual. Como se verá más adelante, este comportamiento no ha sido ajeno al cambio tributario introducido en 1999.

Por otro lado, las tenencias de IIC y, particularmente, de participaciones en fondos de inversión han disminuido en las carteras del público, lo que ha supuesto la ruptura de la tendencia ascendente consolidada a lo largo de los ocho últimos años. Al igual que en el caso anterior, las familias han reducido en mayor medida sus tenencias de estos activos (cerca de un -5 % del flujo total en 1999), por lo que, por primera vez en los ocho últimos años, el saldo de las IIC ha caído más de dos puntos porcentuales en el conjunto de la riqueza financiera de las familias. Además, como se observa en el gráfico 1 B, el grueso de los descensos se ha materializado en el segundo semestre de 1999, y las primeras estimaciones apuntan que esta tendencia podría continuar a lo largo de 2000.

Las inversiones en el exterior (con un 32 % del flujo neto total) y, en menor medida, los seguros (casi un 8 %) han sido las otras partidas más relevantes en los flujos financieros del público. En el caso de las familias, los seguros, que incluyen tanto los contratos de vida, jubilación y *unit-linked* como los planes de pensiones, han sido los instrumentos financieros que más han crecido en 1999 después de los depósitos bancarios.

Finalmente, las acciones avanzan moderadamente entre las nuevas aportaciones de activos del público, mientras que las tenencias de valores de renta fija pública y privada continúan siendo marginales. No obstante, hay que matizar que las familias siguen aumentando, aunque más moderadamente que años anteriores (casi el 3 % del flujo total), sus inversiones en renta variable en términos netos.

Un análisis global de la evolución de los instrumentos financieros en 1999 parece señalar un cierto desplazamiento desde las IIC hacia los depósitos bancarios, particularmente hacia los depósitos a plazo. En efecto, los fondos de inversión comienzan a descender a mediados de 1999, al tiempo que los depósitos bancarios inician un crecimiento a tasas más elevadas

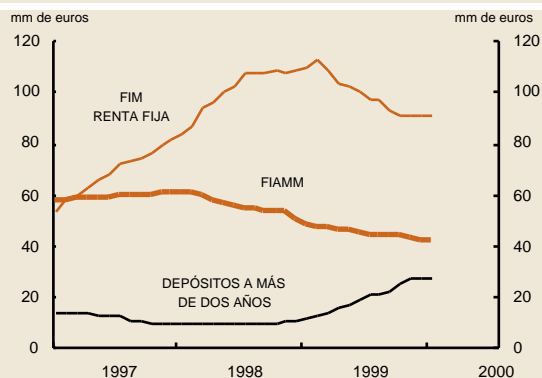


que en trimestres anteriores. Es particularmente llamativo el comportamiento de los depósitos a plazo frente a sus competidores más próximos: los FIAMM (o fondos monetarios) y los fondos de renta fija puros. En el gráfico 2 se aprecia cómo los depósitos a plazo a más de dos años experimentan un avance muy importante desde finales de 1998, mientras que los FIM de renta fija pura y los FIAMM inician un descenso acusado también en los últimos meses de 1998.

Ciertamente, la evolución de los tipos de interés puede ser una explicación de parte de dicho desplazamiento, ya que, ante expectativas alcistas de los tipos de interés a largo plazo y a corto plazo por entonces existentes, sería rentable deshacer fondos de inversión a largo pla-

GRÁFICO 2

Comparación entre fondos y depósitos a plazo



Fuente: Banco de España.

zo y sustituirlos por depósitos (que tiene un tipo de interés asegurado) o por FIAMM (que siguen la evolución de los tipos a corto). Sin embargo, los FIAMM han descendido de forma acusada a lo largo de 1999, al igual que lo han hecho los FIM de renta fija puros, y, teniendo en cuenta que casi la mitad de estos últimos tiene una vocación de corto plazo (9), este argumento no es capaz de explicar por sí solo este comportamiento. Para explicarlo puede ser preciso mencionar el componente fiscal diferencial introducido a partir de 1999. En efecto: los inversores individuales pueden beneficiarse desde esta fecha de una reducción del 30 % del RCM generado por los depósitos a plazo a más de dos años. Asimismo, la retención a cuenta descendió desde el 25 % al 18 %, mientras que las GyP de los fondos de inversión pierden una serie de coeficientes monetarios reductores y se les somete, a partir de febrero de 1999, a una retención a cuenta del 20 % de las GyP, cualquiera que fuera el plazo de generación. De hecho, el despegue de la comercialización de los depósitos a plazo por parte de bancos y cajas de ahorros en los últimos meses de 1998 (conocidas ya las líneas maestras de la reforma del IRPF) apunta a que los argumentos fiscales han sido muy relevantes en la distribución de estos productos entre la clientela bancaria. Más aún, la innovación financiera está generando productos bancarios vinculados a índices u otras referencias, de manera que el inversor puede obtener un cierto diferencial sobre los tipos de interés asegurados; y, si bien durante 1999 estos últimos tenían una reten-

(9) En Ayuso, Blanco y Sanchís (1998) se constata que casi el 50 % del patrimonio de los FIM de renta fija puros tenía en 1998 volatilidades inferiores a las de los tipos de interés de los depósitos a un año; y el 30 %, inferiores a las de los de seis meses.

ción a cuenta del 25 %, a partir de 2000 esta se iguala al resto de los RCM: el 18 %.

Lógicamente, este régimen fiscal desincentiva en términos relativos la inversión en IIC a favor de la inversión en depósitos a plazo superior a dos años, cuyo atractivo es tanto más acusado cuanto menor sea el tipo marginal del inversor-contribuyente. De hecho, a partir de 1999 a aquellos contribuyentes con tipos de gravamen inferiores al 28,5 % les será menos oneroso fiscalmente la inversión en este tipo de depósitos que en fondos con vocación monetaria, siempre que dejemos al margen la distinta liquidez de ambos instrumentos (10).

Del mismo modo, parece difícil obviar el tema fiscal al analizar las causas que han impulsado a los seguros en el conjunto del año 1999. Así, el fuerte crecimiento de estos instrumentos, en particular las elevadas tasas de crecimiento de los planes de pensiones y de los *unit-linked*, no puede justificarse sin acudir a los aspectos fiscales. En este sentido, los planes de pensiones se han situado, probablemente, como una de las mejores opciones de inversión a medio plazo (entre dos y ocho años), que resulta tanto más atractiva cuanto mayor sea el nivel de renta del inversor. Simultáneamente, los *unit-linked* configuran uno de los instrumentos con fiscalidad global más baja para inversiones a largo plazo (en concreto, con plazos superiores a ocho años) y con una gran flexibilidad inversora. De hecho, el inversor (tomador del seguro) de un *unit-linked* tiene mayor flexibilidad que en los fondos de inversión, ya que puede cambiar de vocación entre varios fondos sin tener por ello implicaciones fiscales y, al mismo tiempo, puede tributar a medio y largo plazo de una forma menos onerosa.

A su vez, el considerable aumento en las carteras de las entidades de crédito y, en mayor medida, de las IIC de los valores de renta fija privada (ver cuadro 4), rompiendo así un largo perfil de inversiones muy reducidas en dichos instrumentos, también puede haber venido influido por el nuevo tratamiento fiscal y la equiparación del régimen de retenciones con los valores públicos.

Los cambios en la fiscalidad y en el régimen de retenciones de los instrumentos financieros han tenido, por todo lo anterior, consecuencias no despreciables sobre la evolución de los *mercados financieros españoles*. A continuación se

(10) En efecto, si por *liquidez* entendemos la posibilidad de convertir una determinada inversión o activo en dinero sin pérdidas de capital, los depósitos a plazo todavía continúan teniendo alguna desventaja comparativa frente a las IIC.

CUADRO 4

Mercado primario de valores negociables

Millones de euros

	1997 anual	1998 anual	1999				1999 anual
			I TR	II TR	III TR	IV TR	
EMISIONES NETAS	23.346	18.770	11.171	5.112	17.333	19.079	52.696
Estado (letras, bonos y obligaciones)	15.532	5.494	3.714	808	937	8.521	13.979
Entidades de crédito	2.903	6.367	4.538	2.982	6.668	9.358	23.546
Renta fija a corto plazo	-191	186	1.863	1.701	4.183	5.981	13.729
Renta fija a medio y largo plazo	2.886	1.313	2.581	1.168	1.886	3.313	8.950
Renta variable	208	4.869	94	112	598	64	868
Empresas no financieras	-850	7.560	2.905	2.015	10.104	1.586	16.609
Renta fija	-1.578	3.475	2.322	1.046	4.114	652	8.133
<i>Pagarés de empresa</i>	-35	328	680	-269	288	420	1.119
<i>Fondos de titulización</i>	144	3.282	1.510	1.122	2.257	199	5.088
<i>Valores a medio y largo plazo</i>	-1.688	-135	133	192	1.569	33	1.927
Renta variable (cotizadas y no cotizadas)	729	4.085	583	969	5.990	934	8.475
No residentes (a)	5.761	-651	15	-692	-376	-386	-1.439
PRO MEMORIA:							
Colocaciones de renta fija privada	-884	8.204					22.555
En poder de entidades de crédito	-305	6.196					8.605
<i>A corto plazo</i>	-781	13					2.380
<i>A medio y largo plazo</i>	-202	6.196					6.225
En poder de instituciones de inversión colectiva	-579	2.008					13.950
<i>A corto plazo</i>	476	1.252					12.540
<i>A medio y largo plazo</i>	67	756					1.410

Fuente: Banco de España.

(a) Bonos matador.

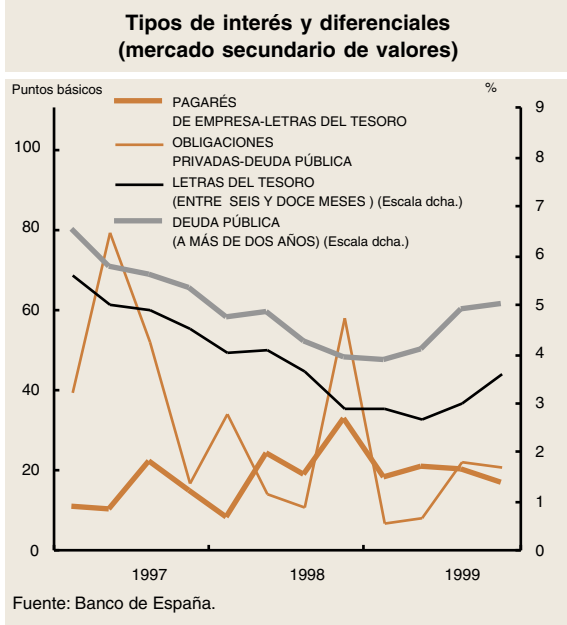
destacan los principales efectos observados a lo largo de 1999.

En primer lugar, se ha producido una expansión espectacular de los mercados de valores privados. Especialmente destacable resulta la evolución de los mercados de valores de renta fija privada, donde el avance de la actividad del mercado primario ha sido mucho más acusada que la del mercado secundario. Además, el comportamiento expansivo de las emisiones se ha concentrado especialmente en el segmento de corto plazo, donde los pagarés de entidades de crédito han tenido un protagonismo sin precedentes. Estas cifras son particularmente relevantes en los mercados de renta fija, en tanto en cuanto la actividad a lo largo de los últimos años, aunque ha avanzado lentamente, ha sido muy escasa; en segundo lugar, pero relacionado con lo anterior, se ha producido un aumento de las carteras de renta fija, tanto a corto como a largo plazo, en el activo de las entidades de crédito, de las IIC y de las empresas de seguros. Como ya se ha comentado anteriormente, el aumento más significativo de las colocaciones se ha registrado en las IIC y, en particular,

en los pagarés de empresa y de entidades de crédito. Por último, se observa una reducción de los diferenciales de tipos de interés entre los valores públicos y privados (ver gráfico 3). Este fenómeno es más evidente entre los bonos del Estado y obligaciones privadas que entre los pagarés y las letras del Tesoro.

Como se aprecia en el cuadro 4, el conjunto de los *mercados primarios* de valores han experimentado un crecimiento apreciable a lo largo de 1999 (+180 % respecto del año anterior), después de un cierto bache en sus volúmenes de emisión durante 1998 (-20 % respecto de 1997). Si bien las emisiones de renta variable han continuado su perfil creciente, especialmente en el caso de las acciones cotizadas, lo más destacable del año 1999 ha sido el fortísimo impulso de las emisiones de renta fija privada. Además, aunque este perfil creciente lleva manifestándose dos años consecutivos, el aspecto diferenciador de 1999 es que el aumento se ha producido en casi todos los emisores, salvo en los no residentes (los bonos matador), y en todos los plazos. Así, las entidades de crédito han emitido más de 22.600 millones de eu-

GRÁFICO 3



ros, lo que supone multiplicar por 14 las cifras de 1998, mientras que las empresas no financieras han multiplicado sus cifras por 2,3.

Por plazos, el aspecto más relevante es que las emisiones a corto plazo (en particular, pagarés a menos de doce meses) han sido los verdaderos protagonistas de 1999. En efecto, lo más relevante de las emisiones de valores a corto plazo ha sido que han superado ampliamente las emisiones de acciones y el volumen neto emitido de deuda pública a corto y largo plazo. El hecho de que el conjunto de pagarés se haya multiplicado por 28 respecto del año pasado no es destacable, en la medida en que partían de un nivel muy reducido. Respecto a los pagarés de entidades de crédito, el auge ha sido espectacular, ya que los volúmenes emitidos durante 1999 (13.700 mm de euros) han superado ampliamente a las emisiones de acciones y han sido muy semejantes a la emisión neta del conjunto de la deuda del Estado (13.900 mm de euros).

Del mismo modo, los *mercados secundarios* de valores también han tenido una actividad creciente durante 1999 respecto del año anterior (ver cuadro 5), aunque a una tasa más moderada (+4 %). Al igual que en el caso de las emisiones, los valores de renta fija privada han sido los que mayor tasa de crecimiento han registrado respecto al año anterior, si bien hay que matizar que el mercado secundario partía de cifras muy escasas.

Por plazos, aunque el mayor volumen de contratación lo siguen ostentando las obligaciones y bonos, los pagarés de empresa han re-

gistrado en 1999 un avance desconocido en los últimos años, de forma que su negociación ha supuesto casi el 30 % del conjunto del mercado AIAF. Hay que recordar que estos activos se negocian exclusivamente en el mercado AIAF, mientras que los valores a medio y largo plazo también contratan en las bolsas.

Los motivos de este espectacular auge de la renta fija privada, tanto en el mercado primario como en el mercado secundario, hay que buscarlos, probablemente, en un conjunto de factores entre los que las modificaciones tributarias han desempeñado un papel muy relevante. Así, la consideración de RCM para cualquier renta o plusvalía procedente de captación de recursos ajenos, la no-sujeción al ingreso a cuenta en los AFRI superiores a un año (pagarés a dieciocho meses o bonos cupón-cero) y, en mayor medida, la equiparación en el régimen de retenciones entre los valores públicos y privados en el ámbito societario han sido elementos decisivos para que las instituciones financieras en su conjunto se decidan a adquirir e intermediar valores privados del mismo modo que lo han hecho en el pasado con los valores públicos.

Esta equiparación es especialmente relevante en el segmento de corto plazo, donde, por primera vez, los pagarés de empresa y de entidades de crédito son perfectamente sustitutivos en términos fiscales, de forma que ha desaparecido la prima por el coste financiero de la retención fiscal (prima fiscal). Esta equiparación ha tenido su repercusión entre el conjunto de entidades financieras, ya que, como se aprecia en el cuadro 5, tanto las IIC como las entidades de crédito han aumentado sensiblemente sus carteras de valores de renta fija privada.

El aspecto fiscal, sin embargo, no agota todos los motivos que han impulsado la fuerte emisión de valores de renta fija y su colocación entre instituciones financieras, preferentemente entre bancos y cajas de ahorros. Así, la relativa escasez de colateral de las entidades de crédito españolas para las operaciones de financiación principal del Eurosistema ha contribuido a que estas, y de forma más acusada a los bancos, incentiven a sus clientes a que inicien programas de emisión tanto de empréstitos como de pagarés, con el ánimo de que en el caso de mantenerlos en cartera pudieran ser utilizables como colateral o pignorados en las operaciones de intervención monetaria.

Del mismo modo, aunque este no es un argumento diferencial correspondiente al año pasado, el auge en el proceso de titulización de activos hipotecarios y no hipotecarios está llevando a las entidades de crédito y otros emisores a expandir las emisiones de renta fija priva-

CUADRO 5

Mercados secundarios de valores. Operaciones al contado

Miles de millones de euros

	1997 anual	1998 anual	1999				1999 anual
			I TR	II TR	III TR	IV TR	
NEGOCIACIÓN TOTAL (a)	2.348,8	2.668,7	744,9	817,0	619,3	590,3	2.771,5
Mercado de deuda pública en anotaciones	2.110,2	2.311,2	645,3	710,1	520,8	472,3	2.348,6
Valores del Estado	2.110,2	2.311,2	645,3	710,1	520,8	472,3	2.348,6
<i>A corto plazo</i>	186,5	100,3	22,8	18,2	23,4	14,4	78,7
<i>A medio y largo plazo</i>	1.923,7	2.210,9	622,6	691,9	497,4	458,0	2.269,8
Bolsas	217,5	314,4	80,7	89,7	74,2	92,1	336,7
Renta fija	54,2	53,1	10,6	11,1	10,8	12,3	44,7
<i>Valores públicos</i>	51,9	52,4	10,0	10,6	10,4	12,0	43,0
<i>Obligaciones privadas</i>	2,3	0,8	0,5	0,6	0,4	0,2	1,7
Renta variable	163,3	261,3	70,1	78,6	63,4	79,8	292,0
Mercado AIAF de renta fija	21,2	43,1	18,9	17,2	24,3	25,9	86,3
Pagarés de empresa	4,4	7,9	2,9	3,6	8,5	10,4	25,3
Obligaciones	16,7	35,2	16,1	13,6	15,8	15,5	61,0
PRO MEMORIA:							
Valores de renta fija privada	75,4	96,3	29,5	28,3	35,1	38,1	131,0
<i>A medio y largo plazo</i>	70,9	88,3	26,6	24,7	26,6	27,7	105,7
<i>A corto plazo</i>	4,4	7,9	2,9	3,6	8,5	10,4	25,3

Fuente: Banco de España.

(a) Operaciones simples al contado.

da. En el caso de las entidades de crédito, aunque pueden hacerlo a través de las cédulas hipotecarias, son los fondos de titulización los que proceden a titularizar mayoritariamente los activos hipotecarios. Es evidente que el argumento del colateral, unido a un cierto arbitraje regulatorio, contribuye a que los bancos y cajas estén interesados en expandir este tipo de instrumentos.

En resumen, todo ello pone de manifiesto la necesidad de disponer de más información para poder discriminar qué elementos y con qué intensidad han sido los motores de este fenómeno.

4. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

Los cambios fiscales introducidos en 1998 y 1999 han modificado profundamente la tributación de los instrumentos financieros, lo que, a su vez, ha tenido consecuencias sobre la evolución del conjunto de los mercados financieros españoles y sobre la composición del ahorro y la dirección de los flujos financieros. Una primera evaluación de estos cambios en la fiscalidad parece indicar que, en esta ocasión, se han cumplido algunos de los objetivos que el legislador se había propuesto con la reforma: contri-

buir a equiparar la fiscalidad entre los activos públicos (que tradicionalmente mantenían ciertas ventajas fiscales) y privados; reducir las diferencias tributarias entre instrumentos que generan *rendimientos de capital mobiliario* (RCM) y activos que generan *ganancias y pérdidas patrimoniales* (GyP); e impulsar el ahorro previsión a medio y largo plazo, ya sea en forma de seguros de vida o de planes de pensiones.

Los primeros resultados observados en la evolución de 1999 apuntan que el cambio tributario ha contribuido a impulsar desde los últimos meses de 1998 (cuando ya se conocían los aspectos básicos de la reforma fiscal) el conjunto de los depósitos bancarios en poder de las familias, lo que es coherente con la reforma del IRPF. Especialmente destacable ha sido la expansión de los depósitos a plazo y, dentro de ellos, los contratados a plazos superiores a dos años, con el ánimo de beneficiarse del tratamiento menos oneroso que contempla la nueva regulación.

Por el contrario, y muy relacionado con el fenómeno anterior, el público, y en mayor medida las familias, han reducido por primera vez sus aportaciones netas a IIC, con más intensidad en aquellos fondos de inversión con vocación más afín a los depósitos bancarios, como son

los FIAMM y los FIM de renta fija puros. En este último caso, hay que, aclarar que, aunque la evolución de los tipos de interés no les ha sido muy favorable, una parte muy importante de estos fondos tiene una vocación (medida por su duración de la cartera) a corto plazo. Este comportamiento es especialmente llamativo, teniendo en cuenta que las aportaciones a IIC en los pasados tres años han supuesto el grueso del nuevo ahorro de las familias. En resumen, a lo largo de 1999 parece haberse producido un trasvase de las tenencias colectivas por parte de las familias hacia depósitos bancarios, y particularmente a los depósitos a plazo.

El cambio tributario también parece haber incidido en la mayor expansión del conjunto de los seguros, ya que se aprecian tasas de crecimientos más elevadas que en años anteriores. Este es el caso de los planes de pensiones y, de forma mucho más acusada, de los seguros de vida. Respecto a estos últimos, se aprecia una notable expansión de los *unit-linked*, que ha estado concentrada en el último cuatrimestre de 1999. La aclaración de su calificación tributaria por parte de la Dirección General de Seguros a finales de julio ha sido decisiva para el despegue de esta modalidad de inversión. De hecho, este producto híbrido resulta en la actualidad muy competitivo, ya que, en términos financieros, tiene la misma flexibilidad que un fondo «paraguas», en donde el inversor puede cambiar sucesivamente entre varios fondos con distinta vocación. A su vez, en términos fiscales se considera como un seguro de vida, por lo que su tributación a largo plazo es muy moderada en relación con otras inversiones alternativas.

En relación con el desarrollo de los mercados financieros españoles, los cambios en la fiscalidad y en las retenciones parecen haber tenido también efectos significativos.

En particular, los mercados de renta fija se han expandido de forma espectacular, si bien hay que tener en cuenta que partían de niveles muy reducidos. El mercado primario ha sido el más favorecido, de forma que sus emisiones netas han superado por primera vez al conjunto de colocaciones netas de valores públicos. Por instrumentos, el mayor avance se ha producido en el segmento de corto plazo, donde la equiparación fiscal, básicamente la exención de retención en el ámbito societario, ha sido decisiva para que los pagarés de empresa y de entidades de crédito se conviertan en competidores de las letras del Tesoro. En el mercado secundario cabe destacar un aumento de la negociación y un sensible descenso de los diferenciales en los tipos de interés negociados entre los valores privados y los valores públicos, lo que

podría estar revelando una reducción de las primas fiscales entre ambos instrumentos.

No obstante, hay que señalar que los temas fiscales no agotan todos los factores explicativos de los desarrollos recientes en los mercados de valores. Entre otros, cabe destacar, por un lado, la propia reducción del déficit público, que hace disminuir el efecto «expulsión» que ejercían las emisiones de deuda pública sobre las privadas; y, por otro, que los aspectos relacionados con la escasez de colateral generan incentivos a movilizar activos bancarios (titulización) y a emitir valores de renta fija privada.

La valoración general que, de modo preliminar, cabe hacer con respecto a las reformas impositivas introducidas es positiva por lo que respecta a sus consecuencias sobre la tributación de los instrumentos financieros. De una parte, los cambios fiscales parece que han contribuido a mejorar la neutralidad fiscal del ahorro financiero, en la medida en que han tendido a reducirse las diferencias en la presión fiscal entre los distintos tipos de renta (RCM y GyP) y, en general, se ha impulsado una mayor equiparación en el régimen de retenciones entre los distintos tipos de instrumentos financieros. Respecto a la ampliación de la retención a cuenta (p. ej., en los fondos de inversión), hay que tener en consideración la función informativa que la retención desempeña con relación a la fuente y al momento de la generación de la renta. De otra parte, la sujeción a retención a un mayor número de instrumentos financieros y, simultáneamente, la equiparación desde el año 2000 en su tipo de retención (18 %) para casi todos las rentas de instrumentos financieros son otros elementos que juegan a favor de una mayor neutralidad fiscal.

Asimismo, aunque resulta complicado en algunos casos y, en cierto modo, prematuro a la vista de las últimas reformas, podría adelantarse que la carga fiscal sobre el conjunto de las rentas de instrumentos financieros ha disminuido. En todo caso, el descenso de los tipos marginales, la reducción del número de tramos y la no-obligación de declaración para rentas inferiores a 3,5 millones son elementos que convergen en esta dirección. Esta afirmación debería ponderarse con las lógicas cautelas derivadas de la propia estructura de la fiscalidad del ahorro financiero, que es compleja y, en todo caso, variable, ya que depende de una multitud de elementos: tipo de renta, plazo de inversión, nivel de renta e incluso tipo de emisor.

Finalmente, la primera valoración que cabe hacer de los cambios tributarios con relación a sus efectos sobre los mercados financieros es favorable, por cuanto ha incidido positivamente

en el desarrollo de los mercados de valores privados, en un contexto de moneda única y de fuerte competencia entre las plazas financieras europeas. Aunque es todavía pronto para conocer las consecuencias de los cambios más recientes en la fiscalidad y en el régimen de retenciones aplicables a las inversiones del año 2000, las primeras estimaciones apuntan a que continuarán impulsando a los mercados de valores privados y, con mayor intensidad, a los de renta fija privada.

24.2.2000.

BIBLIOGRAFÍA

- AYUSO, J., R. BLANCO y A. SANCHIS (1998). *Una clasificación por riesgo de los fondos de inversión españoles*, Documento de Trabajo nº 9812, Servicio de Estudios, Banco de España.
- BLASCO, T. (1999). «Los rendimientos del capital en la Ley 40/1998 del IRPF», número monográfico, segundo trimestre.
- DOMÍNGUEZ, F. (1999). *Fiscalidad del ahorro en la nueva ley del IRPF: ¿un paso hacia la neutralidad?*, Papeles de Trabajo nº 1/99, Instituto de Estudios Fiscales.
- GARCÍA-VAQUERO, V. (1995). «La fiscalidad de los activos y el desarrollo de los mercados financieros», *Boletín económico*, Banco de España, marzo.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. M. (1999). *La fiscalidad del ahorro financiero y el principio de neutralidad: efectos de la reforma del IRPF de 1999*, Cuadernos de información económica nº 151, FUNCAS, octubre.
- MARCAN, X. (1999). «Depósitos a plazo y fondos de inversión: tratamiento fiscal», *Actualidad financiera*, 6/99.
- MARTÍNEZ CARRASCO, J. M. (1999). «Novedades de la Ley 40/1998 y su reglamento», *Revista de Impuestos*, nº 2429.
- PEDERIRA, J. (1998). *Revista de Jurisprudencia Tributaria*.
- RAMÍREZ, E. y F. CARREÑO (1999). *Taxation of hybrid instruments*, IFD Publications BV, septiembre/octubre.
- VAQUERO, A. (1999). «Principales modificaciones en el tratamiento fiscal de los activos financieros en el IRPF», *Gaceta fiscal*, febrero.

ANEJO LEGISLATIVO

Normas fiscales que entran en vigor en 1999

Ley 40/1998, de 9 de diciembre, del impuesto sobre la renta de las personas físicas y otras normas tributarias (también denominada Ley del IRPF).

Real Decreto 214/1999, de 5 de febrero, por el que se aprueba el reglamento del impuesto sobre la renta de las personas físicas (también denominado Reglamento del IRPF).

Ley 41/1998, de 9 de diciembre, sobre la renta de no residentes y normas tributarias (también denominada Ley del IRNR).

Real Decreto 326/1999, de 26 de febrero, por el que se aprueba el reglamento del impuesto sobre la renta de no residentes (también denominado Reglamento del IRNR).

Real Decreto 2717/1998, de 18 de diciembre, por el que se regulan los pagos a cuenta en el impuesto sobre la renta de las personas físicas y en el impuesto sobre la renta de no residentes, y se modifica el reglamento del impuesto sobre sociedades en materia de retenciones e ingresos a cuenta (también denominado Reglamento de retenciones).

Normas fiscales que entran en vigor en 2000

Ley 54/1999, de 29 de diciembre, de presupuestos generales del Estado para el año 2000 (también denominada Ley de Presupuestos).

Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social (también denominada Ley de Acompañamiento).

Real Decreto 1968/1999, de 23 de diciembre, por el que se modifican determinados artículos del reglamento del impuesto sobre la renta de las personas físicas, del impuesto sobre la renta de no residentes y del reglamento de planes y fondos de pensiones en materia de dietas, obligación de declarar, pagos a cuenta y obligaciones de información (también denominado RD 1968/1999).

Real Decreto 2060/1999, de 30 de diciembre, por el que se modifican determinados artículos del reglamento del impuesto sobre sociedades en materia de inscripción en el índice de entidades, pagos a cuenta y valoración previa de gastos correspondientes a proyectos de investigación científica o de innovación tecnológica (también denominado RD 2060/1999).

Orden de 22 de diciembre de 1999, por la que se establece el procedimiento para hacer efectiva la exclusión de retención regulada en la letra q) del artículo 57 del reglamento del impuesto sobre sociedades, en relación con los intereses satisfechos a los sujetos pasivos del impuesto sobre sociedades y contribuyentes por el impuesto sobre la renta de no residentes por obtención de rentas en territorio español mediante establecimiento permanente, a excepción de determinados intereses derivados de valores de la deuda pública.