

# «PROGRAMA A MEDIO PLAZO PARA LA ECONOMIA ESPAÑOLA» SOBRE AHORRO E INVERSION

por

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA PARA LA DEFENSA  
DEL PEQUEÑO ACCIONISTA  
(A.S.E.P.A.)

Madrid, 1979

## SUMARIO:

- I. Introducción.—II. Política Financiera.—III. Política Fiscal, Ahorro e Inversión.
- IV. Política Bursátil.

## I. INTRODUCCION

El «PROGRAMA A MEDIO PLAZO PARA LA ECONOMIA ESPAÑOLA», dado a conocer por el Gobierno a mediados del mes de agosto pasado, significa un singular acontecimiento para la sociedad española. Los agentes económicos del sistema son receptores, por primera vez, de una declaración formal de los principios que habrán de sustentar el edificio de nuestra economía de mercado.

Los términos reales de este «programa» son objeto de evidente atención por parte de los intérpretes del desenvolvimiento económico nacional. De aquí la existencia de una preocupación natural que intenta relacionar las acciones o compromisos de ejecución gubernamental, con la arquitectura enunciativa del modelo de libertad económica propuesto. Si tal relación no se cumple, o si resultase incompleta, dicho modelo de economía de mercado carecería de la necesaria operatividad funcional y adolecería de ineficiencias esenciales.

Con una intención pragmática, la Asociación Española para la Defensa del Pequeño Accionista (A.S.E.P.A.) invitó a un grupo de instituciones para celebrar un encuentro y analizar, conjuntamente, las acciones contenidas en el «programa económico». De esta manera, en el encuentro resultan atendidas dos finalidades de especial relieve sociológico: una, el cauce de opiniones, con origen en las posiciones de sus respectivas realidades cotidianas, y otra, la de observar problemas específicos, orientados hacia peticiones concretas. Ambas finalidades se contemplan en el presente memorándum, con la **firmé perspectiva de una economía de mercado.**

Durante los días comprendidos entre el 26 de septiembre y el 2 de octubre de 1979 se ha celebrado dicho encuentro, con la participación de las siguientes instituciones:

- Asociación de Entidades de Inversión Colectiva.
- Asociación Española para la Defensa del Pequeño Accionista (A.S.E.P.A.).
- Bolsa de Barcelona.
- Bolsa de Bilbao.
- Bolsa de Madrid.
- Instituto de Economía de Mercado.
- Instituto Español de Analistas de Inversiones.
- Junta Central de Corredores de Comercio.

La base del trabajo en este encuentro arranca del inmediato y común reconocimiento de dos supuestos:

- a) **la incuestionable defensa de las libertades que permitan instalar una economía de mercado, y**
- b) **la urgencia en las acciones gubernamentales que propicien un comportamiento eficaz de ese modelo de organización socioeconómica.**

Es difícil poner en duda la naturaleza multicausal de nuestra crisis económica, junto a una duración sin precedentes. **Inflación, recesión y paro son los signos dominantes que interactúan en la complejidad de una situación altamente preocupante.**

La corrección de los desajustes de nuestra economía no es sensible a la sola actuación sobre alguno de sus sectores en particular. Se requiere una estrategia que capacite el comportamiento coherente de su funcionamiento global.

En el propósito de las instituciones firmantes de este memorándum, sus peticiones han de entenderse como una exigencia mínima de medidas a adoptar, dentro de las áreas a las que se han ceñido en sus ob-

servaciones. Pero, en absoluto han de ser las únicas.

Por consiguiente, dejan constancia de su gran preocupación por otros grupos de problemas, aún pendientes, que requieren, por lo menos, iguales urgencias de solución. Entre otros, se encuentran:

- El desarrollo, en profundidad, de un auténtico marco de **relaciones industriales**, hoy apenas enunciado.
- Continuar y perfeccionar las soluciones exigidas por el reto de la **energía**, cuyo capítulo acaba de abrirse con el «Plan Energético Nacional».
- Elaborar una decidida actuación en materia de **ingresos y gastos públicos** (saneamiento de los déficit, aplicación y gestión de la Seguridad Social, capacidad de respuesta de la empresa pública, etc.).

La calidad de vida, la tercera edad, la investigación o la cultura son otros tantos imperativos que no admiten marginación.

En consecuencia, **las instituciones firman-tes solicitan de los Poderes Públicos su atención respecto de los problemas concretos que se especifican en este memorándum, agrupados en los siguientes apartados o áreas:**

- POLITICA FINANCIERA.
- POLITICA FISCAL, AHORRO E INVERSION.
- POLITICA BURSATIL.

Las acciones que, respectivamente, se piden, contienen una **llamada urgente a la hora de instrumentar el «programa económico»**. Todas ellas se plantean, coherentemente, para **estimular el proceso ahorro privado-inversión privada, imprescindible en una economía de mercado eficaz.**

## II. POLITICA FINANCIERA

Todo el gran valor y acierto de los principios inspiradores del Programa Económico del Gobierno son imprescindibles para que España salga de la crisis en la que se halla sumida. El aumento de flexibilidad y las mejoras en la productividad de nuestra economía serán metas inalcanzables, a pesar de los propósitos del «programa», si no se afrontan, resueltamente, las condiciones siguientes:

1. **La transformación paulatina de la economía española en una economía de libre mercado, y**
2. **Que el Gobierno presente a los españoles actuaciones reales y convincentes, en orden a la consecución de aquel proceso transformador.**

La corrección de los desajustes de la economía española no admite deficiencias e inconcreciones, en las propuestas de aplicación práctica, que romperían la coherencia con la filosofía económica mantenida en el Programa Económico del Gobierno.

En materia de política monetaria, el Programa Económico del Gobierno defiende los principios de libertad económica y responsabilidad financiera que convienen al futuro de España. Pero esta postura doctrinal, bienvenida, está acompañada de una cierta inconcreción práctica. Tal defecto puede subsanarse fácilmente por los responsables de la política económica del Gobierno, como acaba de hacer el Ministro de Comercio en materia de requisitos administrativos para exportar y de inversiones en el extranjero por residentes en España. Por ello, nos permitimos sugerir, esperanzadamente, una serie de acciones en materia monetaria que perfeccionarían las intenciones liberalizadoras del Gobierno.

Nuestro análisis fundamental en materia de política financiera, de acuerdo con los

requisitos de una economía de mercado, se ha centrado en cuatro núcleos mínimamente exigibles: los objetivos monetarios; la flotación libre de la peseta; la política de gastos y déficit públicos, y la financiación del sector privado. Se concluye con una síntesis sobre recomendaciones de política financiera.

A través de cada uno de tales núcleos se intenta poner de relieve el valor práctico de una política financiera que, a nuestro juicio, sirva a las finalidades de los principios enunciados en el Programa Económico del Gobierno.

#### A) **Objetivos monetarios**

El «programa» declara en su página 26 que «la política monetaria debe mantener sus objetivos de reducción paulatina de la tasa de inflación». Para evitar un efecto depresivo brusco, promete el Gobierno mantener la expansión de los medios de pago, en este caso las disponibilidades líquidas ( $M_3$ ), a un ritmo de crecimiento, que llama reducido, de un 20,3 por 100 de media para todo el año de 1979. Para conseguirlo así, determina el Gobierno que, en el segundo semestre del año, el ritmo de crecimiento medio de  $M_3$ , expresado en términos anuales, deberá ser de un 19,5 por 100. Dicho llanamente, ello significa que el Gobierno pretende frenar algo la expansión monetaria en la segunda parte del presente año, tras haber permitido una excesiva expansión, es cierto que con grandes altibajos en la primera.

**La lucha contra la inflación exige, sin duda, una reducción de la creación de dinero por parte de la autoridad monetaria.** La inflación, en efecto, se define como la pérdida del poder adquisitivo del dinero por razón de su excesiva abundancia, relativamente a la producción real de bienes. Pero no debe olvidarse que la contención monetaria produce menos repercusiones depre-

sivas cuando los costes financieros y reales de las empresas no aumentan excesivamente, mientras la restricción monetaria reduce sus recursos monetarios; y además, cuando el público conoce cuanto va a ocurrir, calcula los efectos de la estabilización y descuenta, de forma ordenada, la futura escasez de medios de pago. Dicho de otra forma, **la flexibilidad del sistema económico y la formación de expectativas racionales influyen, decisivamente, sobre la velocidad con la que amaina una inflación y también sobre el coste social de dicho proceso.**

Durante los próximos meses de restricción financiera, pues, deben tomarse medidas conducentes a evitar la llamada «inflación de costes», es decir, la compresión del excedente empresarial por la subida de los tipos de interés y de los salarios, mientras se reduce la tasa de crecimiento de los recursos financieros de la economía.

En consecuencia, son destacables las dos decisiones siguientes:

1. **Para contener, en alguna medida, el alza de los costes de la financiación privada debería de aumentarse la competitividad del sistema bancario español. Habrá que dar mayores facilidades para la entrada de la banca extranjera en nuestro país, así como permitir a las empresas españolas que acudan libremente al mercado de euros.**

2. **Para contener las alzas salariales, debería permitirse la flexibilización de plantillas en un grado mucho mayor de lo que lo hace el Proyecto de Estatuto del Trabajador.**

En lo referente a la formación de expectativas racionales, es decir, para que las expectativas del público apoyen la labor del Gobierno, en vez de contrarrestarla, son precisas dos condiciones: que el Gobierno anuncie, con antelación, un programa de contención monetaria y que el público ten-

ga la credibilidad suficiente sobre tal programa.

El Gobierno debería, pues, anunciar un programa de reducción paulatina en el crecimiento de las disponibilidades líquidas para cuatro años. Este programa reduciría tal crecimiento en tres puntos porcentuales cada año, lo que no es excesivo en comparación con la severa medida administrada a la economía española a partir de julio de 1977 del Pacto de la Moncloa. Además, al final de dicho programa de reducción de la expansión anual de  $M_3$ , el aumento de los medios de pago sería el que correspondería al crecimiento real previsible de la economía española y la mitad más, porque la demanda de dinero crece en España, aproximadamente, 1,5 veces lo que el P.I.B. real.

#### Cuadro de contención monetaria

Tasa de crecimiento anual de  $M_3$  en diciembre de cada año:

19,5	por 100	al final de 1979
17	por 100	al final de 1980
14	por 100	al final de 1981
11	por 100	al final de 1982
8	por 100	al final de 1983

La condición de credibilidad, antes mencionada, es la de que el público, es decir, los empresarios, los sindicalistas, las amas de casa, etc., tuviesen la confianza de que el Gobierno iba a cumplir tal programa.

Los cambios en el objetivo monetario del Gobierno, durante el último año, no han ayudado a que cundiera la necesaria confianza. En todo caso, ese capital intangible de fiabilidad no podrá restaurarse si la política económica del Gobierno es, a todas luces, incompatible con la contención monetaria. Para que el público se crea ese programa es indispensable un cambio en la política cambiaria y en la política de gasto público.

#### B) Flotación libre de la peseta

La teoría y la experiencia económica enseñan que una política monetaria independiente es estrictamente imposible si no se permite que flote libremente el tipo de cambio, en el sentido de la revaluación si se quiere deflactar, y en el sentido de la devaluación si se quiere inflar. Como muy bien saben los responsables de la política monetaria del Banco de España, es una contradicción «in terminis» el pedir que la autoridad monetaria restrinja el crecimiento de los medios de pago y, al mismo tiempo, evite la revaluación de la peseta. Si la autoridad monetaria, para evitar dicha revaluación, compra dólares en el mercado de divisas y acumula reservas, la contrapartida de las reservas entra en el flujo monetario nacional y contradice la política de estabilización monetaria. Por eso, el Gobierno no puede esperar que las expectativas del público apoyen su lucha contra la inflación si continúa acumulando reservas. De ahora en adelante la peseta debería dejarse flotar limpiamente, como lo está haciendo con la libra esterlina el Banco de Inglaterra; así las reservas se estabilizarían en el nivel de los 13.000 millones de dólares que han alcanzado, salvando una regularización contable de nuestras tenencias de oro.

Sin embargo, la posible revaluación de la peseta hace temer por nuestras exportaciones —con poco fundamento por lo que se refiere a los dos años pasados desde el Pacto de la Moncloa—, pues han aumentado al tiempo que la peseta subía. En cualquier caso, la solución está en liberalizar los cambios como en pequeña medida ha hecho el Ministerio de Comercio recientemente: si la peseta sube debido al superávit de nuestra balanza de pagos, permítase la libre salida de capitales y la compra de divisas a futuros. La actual política de impedir tanto la salida como la entrada de capitales podría conceptuarse como ri-

dícula si no se hiciese tanto daño a las empresas.

### C) Política de gastos y déficit públicos

Tampoco cuentan con credibilidad las intenciones de restricción monetaria del Gobierno, en el caso de continuar la actual política de gasto y déficit públicos. Son ostensiblemente destacables, en síntesis, los dos siguientes fundamentos:

1. **El aumento del gasto público, si va financiado por impuestos, reduce la financiación destinada a las empresas privadas y, en la presente situación de la economía, aumenta el número de quiebras:** ello hace prever que la política económica se va a romper por el punto más débil, que es, precisamente, el programa de contención monetaria.

2. **El aumento del gasto público financiado con déficit, es decir, aumentando el descubierto de la cuenta del Tesoro en el Banco de España, también augura la imposibilidad de continuar la lucha contra la inflación.** En efecto, si para reducir tal descubierto se emite deuda pública en España, ello reduce la financiación del sector privado. Si se emite deuda extranjera, ello aumenta nuestras reservas y la contrapartida en pesetas de las mismas; y si se «esteriliza» esas reservas, ello reduce la financiación al sector privado. En economía tampoco se puede sacar algo de la nada.

Estas reflexiones nos llevan a lamentar que el déficit público en el presente año haya crecido tanto más de lo que preveía el Presupuesto, en el que la cifra de descubierto ya era excesiva. El compromiso del Gobierno de reducir el déficit previsto para 1979, de 400.000 a 300.000 millones de pesetas es también insuficiente. Igualmente, el déficit inicial, prometido para el año de 1980, por una cantidad de 290.000 millones, sería otra vez excesivo, incluso si

hubiera la seguridad de que la cosa fuera a quedar ahí.

En dos puntos están llegando el gasto y déficit públicos a niveles escandalosos: en las empresas públicas y en la Seguridad Social. En ciertas empresas públicas la repetición de pérdidas cuantiosas no impide que cada año se revisen los salarios de alza, sin cláusula efectiva de aumento de productividad: así, la subvención pública por puestos de trabajo en Hunosa ha alcanzado las 800.000 pesetas anuales.

Por cuanto se refiere a la Seguridad Social, el desorden en ese Organismo, o colección de organismos, es tal que ni el Ministerio de Hacienda sabe cuanto allí ocurre. **El peso de las cotizaciones crece sobre empresarios y trabajadores y, como impuestos que son sobre la mano de obra, fomenta el paro. La Seguridad Social puede decirse, en resumen, que en ella los gastos y los ingresos crecen para alcanzarse mutuamente, cualquiera que sea el lado excedentario.**

Por fin, queda el temor ante el efecto que pueda tener la aparición de autoridades autonómicas sobre el gasto y déficit públicos. Nada dice el Programa sobre tal extremo. **El Gobierno debería garantizar que, a medida que crezcan los gastos en las regiones y nacionalidades, irán reduciéndose los de la Hacienda central. Idealmente, el gasto público total, en esta época de graves dificultades para el sector privado, debería quedar congelado en pesetas de cada año, y no sólo el gasto público de consumo como dice el Programa.**

### D) La financiación del sector privado

Todas estas reflexiones se resumen en una sola consideración: **que el sector privado, y dentro de éste, las empresas privadas necesitan financiación.** Ya no se trata de beneficios y de rentabilidad, sino de supervivencia de la misma, amenazada por el peso exorbitante del servicio de la deuda

que ha contraído durante los años de la crisis petrolera. **Tiene que mejorar la financiación externa de la empresa privada en volumen, en coste y en plazos.**

En las páginas anteriores se ha dicho más de lo preciso para encarecer el crecimiento de la financiación al sector privado, al mismo ritmo que las disponibilidades líquidas. **El Gobierno ha incumplido sus promesas en este punto, una y otra vez, debido a la presión del crecimiento de las reservas y del gasto y déficit públicos.** Es cierto que no hay que confundir financiación del sector privado meramente con la financiación prestada por bancos y cajas de ahorros. También las entradas de capital del extranjero lo son, y a un coste más bajo que los fondos nacionales: pero **el Gobierno no se ha cansado de encarecer y obstaculizar la contratación de préstamos en el extranjero por empresas españolas necesitadas de fondos.** La liberación, en este punto, contribuiría más al abaratamiento del crédito que toda la persecución de extratipos de la historia bancaria española. La reducción del control de cambios y la caída del tipo de inflación son, en nuestra opinión, las medidas más eficaces para la reducción de los tipos de interés, que, recuérdese, son en muchos casos negativos en términos reales. El mismo remedio de la liberación y supresión de controles debería aplicarse al problema del plazo de los créditos conseguidos por las empresas: **la banca extranjera y el mercado del eurodólar están dispuestos a competir ventajosamente con los intermediarios financieros españoles, si una política monetaria ortodoxa garantiza la estabilidad de la peseta.**

#### E) Recomendaciones de política financiera

Para la aplicación práctica de la filosofía de libre mercado, expresada en el Programa a Medio Plazo del Gobierno, pro-

ponemos, brevemente, las siguientes medidas de política financiera:

1. **Anuncio por el Gobierno de un programa cuatrienal de reducción del crecimiento de las disponibilidades líquidas en tres puntos porcentuales cada año, hasta alcanzar una tasa del 8 por 100 al final de 1983.**
2. **Flotación limpia de la peseta, con la rápida supresión de los controles de entradas y salidas de capitales, para evitar una revaluación excesiva de la peseta.**
3. **Ampliar la entrada de la banca extranjera en el mercado financiero español y supresión de las limitaciones al endeudamiento de las compañías españolas en el extranjero.**
4. **Medidas para garantizar que el gasto público total no exceda de ninguna manera los 3.985.171 millones de pesetas, presupuestados y que el déficit se mantenga en menos de 290.000 millones de pesetas.**

### III. POLITICA FISCAL, AHORRO E INVERSION

La reciente reforma fiscal ha producido un serio impacto sobre la economía en general y, más en particular, sobre el binomio ahorro-inversión, del que el Programa Económico del Gobierno no podía quedar al margen: por eso en sus páginas 71 y 78 se ocupa de la fiscalidad, pero entendemos que lo hace sin destacar los efectos negativos que tal reforma ha tenido para el ahorrador-inversor y sin tomar las medidas adecuadas que corrijan tales deficiencias.

No es que estemos en contra de la reforma fiscal, que sin duda era y es necesaria, pero, al igual que toda obra humana, es perfeccionable en varios aspectos, algunos de los cuales deben corregir la existencia de situaciones que, sin duda, ni han sido buscadas, ni son deseables.

Aunque especificaremos más abajo tales indeseables situaciones, queremos poner de relieve que, en gran medida, las mismas son consecuencia de ciertas características generales que ha tenido la reforma fiscal, como son:

1. La excesiva premura con que se ha hecho.

2. La excesiva carga política que esta cuestión suscitó.

3. El entender el principio de neutralidad en un sentido que no es el adecuado, como fue el pretender que los impuestos no perturbaran, en absoluto, la vida económica (cosa imposible de conseguir), cuando debiera ser el que no produzcan efectos no deseados por la política económica.

4. La identificación de presión fiscal nominal con la real, con lo que se vino a favorecer claramente a los sectores que ofrecen mayores oportunidades de fraude. Por mucho que en este punto se afirme de que, a partir de la reforma, las cosas van a ser diferentes y no va a haber sectores con mayores oportunidades de fraude que otros, es evidente que la realidad no es así, pues baste considerar que en la misma Suecia la presión fiscal real no va más allá del 70 por 100 de la nominal, alcanzando valores diferentes para los diversos sectores. **Este punto es particularmente grave, pues discrimina precisamente en contra de los mercados organizados, como es la Bolsa, haciendo que el ahorro se dirija a colocaciones con inexistente o seriamente disminuido control fiscal, sin contribución alguna a la inversión productiva.**

5. Aunque la gran carga política sigue pesando en exceso —pues cualquier modificación por muy racional y justa que sea— es tachada de inmediato de contrarreforma fiscal, y el mismo Congreso es sensible a la necesidad de corregir determinados aspectos

de la reforma, pues precisamente una de las pocas cuestiones que, con motivo del análisis del Plan Económico del Gobierno, se puso a votación y quedó aprobada por gran mayoría, fue la necesidad de aumentar los incentivos fiscales al ahorro.

6. Al lado de sistemas simplificados de tributación, que alcanzan a empresas de hasta 50 millones de venta, se establecen unas obligaciones formales excesivas para el pequeño y mediano inversor en valores mobiliarios, al lado de muchos preceptos que afectan a estos últimos que, por su falta de claridad, generan serias dudas que atenazan el comportamiento espontáneo de los ahorradores-inversores, contribuyendo a un anquilosamiento de la actividad económica.

7. La presente coyuntura económica, extraordinariamente depresiva y con un paro laboral sin precedentes, justifica también la adopción de aquellas medidas extraordinarias que la política fiscal conoce, para potenciar el ahorro y encaminarlo a la inversión creadora de puestos de trabajo, en la seguridad de que todo el esfuerzo que aquí realice el Estado será sobradamente recompensado en el conjunto de la Economía Nacional.

A) En cuanto a las ganancias de capital, es urgente, pues, el reconocimiento por el Gobierno del daño que puede producir el sistema actual de gravamen de las ganancias de capital, que sufre de los cuatro defectos siguientes:

1. **nominalismo radical**, sin consideración alguna de la inflación;
2. **que no tenga en cuenta horizonte temporal alguno**, al tratar igual la plusvalía acumulada en cuarenta años, que la acumulada en uno;
3. **que las someta al mismo tipo de gravamen que los réditos ordinarios**, y



4. con el **cúmulo de obligaciones formales** derivado de su aplicación, **NO EXISTE EN NINGUN PAIS DEL MUNDO**. Por ello, es **urgente el reconocimiento del fenómeno inflacionario por un camino más sencillo, claro y asequible al inversor medio**, que el de las sucesivas actualizaciones de activos, estableciendo un tipo fijo de gravamen y/o distinguiendo entre plusvalías a largo y a corto plazo.

Como **medidas urgentes**, aun dentro de la legalidad vigente, proponemos las dos siguientes:

1. **Que no se consideren como enajenaciones de valores las ventas que se lleven a efecto, para modificar la composición de la cartera**, estableciendo, por esta vía, el no gravamen de las plusvalías, siempre que el importe de la enajenación se reinvierta a su vez en valores.
2. **Que se interprete, de un modo correcto, el artículo 33,3, relativo a la consideración de renta de los activos ocultos**, admitiéndose la prueba en contrario, pues en otro caso, aparte de resultar contradictorio con otros preceptos de la misma ley, implicará un gravamen confiscatorio no basado en el aumento de la capacidad económica, incurriendo incluso en motivo de anticonstitucionalidad.

B) **En cuanto al crédito fiscal para evitar la doble imposición de dividendos, es preciso:**

1. **Definir, de un modo claro, la expresión del artículo 29, g) de la Ley de Renta «siempre que hubiesen tributado efectivamente sin bonificación ni reducción alguna»**, pues una interpretación abusiva impedirá la aplicación

de este crédito en multitud de casos, de suma importancia para el mercado; así como la del artículo 24 de la **Ley del Impuesto de Sociedades «tipo medio efectivo de gravamen»**, que crea serias dificultades de aplicación práctica, debiendo ser sustituido por un tanto alzado.

2. **El crédito de impuesto, actualmente vigente, elimina la doble imposición en el 50 por 100 como máximo, cuando es preciso avanzar a proporciones más próximas al 100 por 100 de la eliminación.**

C) **Es preciso terminar la situación confusa creada con los estímulos fiscales a la renta fija, derivada de la disposición transitoria 3.<sup>a</sup> y artículo 25, c, 1, de la Ley del Impuesto de Sociedades**, al contener regulaciones diferentes de tales estímulos, en cuya aplicación la Administración es vacilante. De otro lado, es preciso **conceder a los inversores en renta fija de personas físicas los mismos beneficios fiscales que a las jurídicas se les concede en tal artículo 25, c.**

D) **En las desgravaciones por inversiones es precisamente en donde las razones coyunturales alcanzan la mayor importancia y urgencia**, por lo que, al igual que otros países en situaciones de crisis inversora conceden amplias desgravaciones que incluso llegan al 100 por 100 del importe de la inversión, es también aquí necesario **ampliar los límites contemplados en las Leyes de Renta y de Sociedades, con la seguridad de que el sacrificio en recaudación para el Estado va a ser mínimo**, pues, por un lado, el ahorro que permanecería oculto en inversiones no controladas fiscalmente y que iba a escapar de gravamen totalmente, al dirigirse a la adquisición de valores mobiliarios, va a ser perfectamente controlado y aun con la desgravación pagará impuestos, y, de otro lado, que la inversión ge-

nerará nuevos flujos de renta, que compensará la desgravación hoy concedida.

La medida a adoptar aquí es la de elevar los coeficientes de desgravación actualmente concedidos, estableciéndolos en el 25 por 100 de la inversión y hasta el 50 por 100 de la renta, con la consideración de un régimen más estimulante para la suscripción de valores.

Frente al anterior comportamiento coyuntural, el fisco español adopta raquíticos aumentos en las desgravaciones por inversiones, contenidos en el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 1980, al aumentar del 15 al 22 por 100 la deducción por las inversiones que se hagan en Deuda Pública del Estado o del Tesoro, y del 15 al 20 por 100 en Empréstitos de Comunidades Autónomas, Provincias, Municipios, Instituto de Crédito Oficial, Banca Oficial, I.N.I., Renfe, Telefónica y compañías eléctricas, pero sin aumento alguno en las desgravaciones para las acciones y ampliaciones de capital. Esta propuesta merece las siguientes consideraciones:

1. Que carece de justificación ese mayor porcentaje de desgravación para los títulos emitidos por el Estado, que vuelve a incidir en los circuitos privilegiados de financiación, con olvido de los principios de la economía de mercado.
2. Que en la relación de las entidades emisoras la mayor parte —pero con mucho— se la va a llevar el Sector Público.
3. Admitimos y defendemos el principio de que el Estado puede acudir al mercado a demandar recursos, en igualdad de condiciones que el Sector Privado. Pero debe ser consciente de que los recursos son limitados y que, si se los lleva el Estado, se los está drenando a la empresa privada, hoy por hoy mucho más efi-

ciente que la pública, por lo que debe sopesar, muy mucho, las consecuencias de ese drenaje financiero, cuando además —de hecho— esa igualdad de condiciones no se da nunca, pues ninguna empresa tiene la seguridad y garantía que el Estado otorga.

4. Que al elevar la desgravación solamente para la renta fija, se está incidiendo en la composición de la estructura financiera de las empresas, discriminando a favor del endeudamiento empresarial y en perjuicio de los fondos propios. Pero, ¿no es uno de los principales problemas de la empresa española precisamente el excesivo endeudamiento?

Por otro lado, esta discriminación encarece el coste financiero empresarial elevando la inflación, pues es evidente la menor rentabilidad que las empresas están pagando en los últimos años a sus accionistas frente a la que tienen que pagar a sus acreedores financieros.

E) Para los no residentes, la pretensión de someterlos a gravamen por las inversiones hechas en España, en los mismos términos que los residentes, es a todas luces excesiva, por lo que debe limitarse su tributación a una retención en la fuente, como hacen la gran mayoría de países.

F) Es confuso el tratamiento fiscal que recibirán las acciones distribuidas con cargo a la cuenta de regularización de las Sociedades, para el día en que las mismas se enajenen, pues para que la regularización opere como tal, debe disponerse que su coste vendrá dado, como mínimo, por el importe desembolsado por el accionista más la suma cargada en la cuenta de regularización.

G) El proyecto de Ley de Entidades de Inversión Colectiva debe inspirarse en una

**gran flexibilidad y libertad, que permita y fomente la especialización responsable, sin perjuicio de un eficaz control por parte de los Poderes Públicos.**

Su fiscalidad debe orientarse hacia una transparencia adaptada a las especiales características de estas instituciones, que, sin suponer exención, no suponga duplicidad de gravámenes por el hecho de que entre el inversor último y el ahorrador se interpongan estas entidades.

Al lado de las instituciones de inversión colectiva ya existentes **debe darse entrada a otras nuevas, como los Fondos de Pensiones, las Sociedades Promotoras de Empresas y las Sociedades de Inversión en la Pequeña Empresa,** con adopción, para las existentes, de medidas coyunturales que hagan posible que vuelvan a tener una vida activa, como son las de **permitir, en ciertas condiciones, que las Sociedades de Inversión Mobiliaria puedan adquirir sus propias acciones, o la de regularización extraordinaria de su cartera de valores con un plazo de amortización de varios años del saldo deudor resultante,** pues de nada serviría hacer una nueva regulación, sin dar salida, al mismo tiempo, a la crítica situación en que se encuentran las Sociedades de Inversión Mobiliaria.

#### IV. POLITICA BURSATIL

Una valoración del Programa Económico del Gobierno, con relación al futuro del Mercado de Valores, debe hacerse a la luz de las causas determinantes de la actual situación de la Bolsa, y en cuanto a la incidencia que pueda tener sobre este futuro a corto y a largo plazo.

El análisis de estos problemas ha de considerar, al menos, los tres siguientes aspectos:

1. Causas de la situación actual de la Bolsa.

2. Contenido de las medidas del «programa» respecto de la Bolsa, y
3. Efectos posibles de estas medidas a corto y a largo plazo.

A) **Las causas observables en la actual situación son de una doble naturaleza: Política y Económica.**

Efectivamente, la inversión bursátil es una opción de futuro que solamente un clima de confianza puede estimular. Una situación económica, coyunturalmente favorable, no ejercerá una gran influencia sobre la opción de futuro, tal como se califica la inversión bursátil, si el marco político en que se desarrolla la economía no ofrece confianza.

Pero es que, además, ha de contarse con la realidad de una economía en una profunda crisis y en la que:

1. **Sufrimos un alto nivel de inflación.**
2. **Los tipos de interés, aunque sean negativos en términos reales, nominalmente son muy elevados.**
3. **Los capitales de riesgo invertidos por las empresas tienen rendimientos inferiores a los tipos de interés del mercado y, por tanto, el efecto del apalancamiento resulta negativo, y los actuales niveles de ocupación no ofrecen una expectativa de mejora para el futuro inmediato.**

B) **Aunque el «programa» ofrece un tratamiento adecuado a la reforma del Mercado de Valores, en su doble vertiente, institucional e instrumental, se echan de menos algunos aspectos importantes, como:**

- **Anuncia la regulación de las O.P.A. Tema de extraordinaria importancia, para la clarificación del mercado y la protección del pequeño accionista ante la transmisión, a precios no siempre de mercado, de grandes paquetes**

de títulos que muchas veces afectan al cambio de control de la sociedad emisora.

- Hay que resaltar las **medidas conducentes a potenciar el mercado secundario de renta fija, mediante la creación de sociedades en función de «maker's market».**
- **El anuncio de la reimplantación de las operaciones a plazo** permite pensar en un ensanchamiento de la base del mercado y la posibilidad de enlace del mercado de valores con el incipiente mercado del dinero, única posibilidad de proteger la inversión en valores en épocas de altos tipos de interés.
- En el aspecto instrumental destaca la **potenciación de fórmulas asociativas para los Agentes Mediadores**, al objeto de dotarles de una estructura que les permita una mayor eficacia en la comercialización de los valores.
- **Se prevé la emisión de Bonos, Cédulas y Participaciones hipotecarias. Sin embargo, hay que llamar la atención sobre el proyecto regulador de estos títulos, en el que se pone de manifiesto un peligro de dilución de las garantías hipotecarias, que puede ocasionar graves problemas al futuro de estos valores.** Es completamente inaceptable la admisión a la cotización oficial a voluntad discrecional de la Entidad emisora, sin el procedimiento lógico de toda admisión a cotización. Esta faceta del proyecto, de llevarse a cabo, pondría en una grave situación de indefensión al público inversor.
- No son tenidos en cuenta por el «programa», en cuanto a la reforma del Mercado de Valores, dos núcleos de problemas importantes:

1. **No se recoge la necesidad sentida en nuestro país de un procedimiento para la transparencia, transmisión y concentración de órdenes sobre valores de cotización oficial en el mercado, que permita la fijación del precio de acuerdo con la situación real de la oferta y la demanda.** Además, no se toman medidas para impedir la fragmentación del mercado bursátil en pequeñas unidades de contratación, más o menos inconexas entre sí, y que, de proliferar, ocasionarían un gran confuisionismo. El Gobierno parece desconocer las recomendaciones, en este sentido, hechas por la O.C.D.E. en mayo de 1976.

2. **Es preciso contemplar la posibilidad de la emisión de acciones sin valor nominal, lo que facilitaría las ampliaciones de capital a precios de mercado, aun en coyunturas adversas como la actual.** El momento parece adecuado para plantear esta posibilidad, habida cuenta del ya preparado anteproyecto de reforma de la Ley de Sociedades Anónimas.

C) El tercero de los aspectos, antes mencionado, son **los efectos del «programa» en el mercado de valores, a corto y a largo plazo.**

A corto plazo, las medidas de carácter general deben ser las que, con mayor intensidad, puedan influir en la coyuntura bursátil. **Es muy destacable la influencia psicológica, en cuanto a la recuperación de la confianza en la política económica del Gobierno, y habrá de dejar sentir sus efectos a tenor de la adopción de medidas que desarrollen el «programa».** No obstante, también algunas medidas específicas, tales como un **tratamiento fiscal más racional que el vigente en materia de inversión bursátil, deben producir efectos a corto plazo.**

De las medidas de carácter estructural y,

fundamentalmente, de las de carácter instrumental —tales como la reinstauración del plazo, la regulación de las O.P.A., etc.— no puede esperarse que ejerzan una influencia sobre la coyuntura bursátil a corto plazo.

A largo plazo, en cambio, se diluyen las expectativas del actual «programa» y la coyuntura bursátil responderá a las nuevas situaciones en las que se desenvuelvan la economía y la política españolas, así como a la confianza que, en cada momento, sienta el ciudadano sobre el futuro inmediato. Por otra parte, los nuevos instrumentos y el marco estructural con que las medidas del programa configuren el mercado, afectarán no a las tendencias del mismo, sino al nivel de cumplimiento de las funciones del propio mercado.

Inevitablemente, la problemática del accionista pasa por el tema, casi tópico, de la información, tanto del mercado como del producto objeto de transacción, entendiéndose por producto no el título valor, cuyas características ya son conocidas, sino la empresa. Pese a que la información no siempre llega al accionista, unas veces porque no lee y otras porque no entiende, es imprescindible que la información se potencie y clarifique al máximo posible, para que sea realmente asequible al usuario.

En defensa de este sufrido inversor que asume riesgos importantes, es preciso combatir los canales que suponen túneles para la fiscalidad y constituyen una alternativa atractiva para el capital y el ahorro. Asimismo, en la línea de inversión alternativa, son de considerar los altos tipos de interés de la que los analistas conocen como inversión sin riesgo, frente a las actuales expectativas de la inversión en acciones.

Un claro efecto psicológico ha sido la desprivatización de la Compañía Metropolitana de Madrid. De una parte ha causado un grave daño a los titulares de las acciones, en su gran mayoría pequeños y medianos accionistas, y, de otro lado, la grave incidencia sobre el mercado de valores en

general. Téngase en cuenta, con otras dos experiencias negativas: la «Transmediterránea» y «Astilleros Españoles».

Este fenómeno desprivatizador ha discurrecido en un ambiente, cuya síntesis puede quedar reflejada por los siguientes hechos:

- El Gobierno ha mantenido, en los últimos años, una política de tarifas irracional, engañosa y destructora del servicio a cargo de la Compañía. Le vinieron denegando, una y otra vez, las solicitudes de aumentos tarifarios: el argumento se basaba en consideraciones de política social, no sin prometer ayudas y subvenciones compensadoras que no se realizaron. Además se impuso la firma de convenios colectivos o reparto a los trabajadores de unos beneficios inexistentes.
- El aumento progresivo de los costes de explotación, por el contrario, situaron a la Compañía al borde de la quiebra. Situación que se tradujo en la imposibilidad de las mínimas y normales remuneraciones al accionariado.
- Durante los últimos años, la Compañía se ha visto sometida a un proceso de descapitalización y de progresivo endeudamiento que ha afectado, esencialmente, a los rendimientos de la empresa.

Los deteriorantes efectos de uno y otro signo, antes señalados, son ejemplo más que suficiente para pedir de los Poderes Públicos:

1. La necesidad de un saneamiento patrimonial y financiero de la Compañía, con carácter previo a la determinación del justiprecio de las acciones. A tales efectos, se impone la actuación de urgencia máxima. Es la elemental satisfacción y trato de justicia que debe ofrecerse a un accio-

nariado modesto, duramente castigado en sus ahorros.

2. **Las Autoridades competentes no pueden olvidar la grave incidencia que este suceso del Metro de Madrid representa sobre el mercado de valores.** Este se ve privado de sus condiciones naturales de liquidez, seguridad y rentabilidad. **No es menos importante destacar los efectos de expansión e imitación que, de hecho, se están ocasionando en el mercado bursátil.** El ahorro y los operadores que en él concurren, contemplan la eventual orientación a la que podrían verse sometidas otras situaciones de futuro más o menos próximo.

Los aspectos psicológicos en el mundo financiero tienen una importancia capital. Se puede —y a veces conviene— plantear la desprivatización de una empresa por motivos de interés público, pero la actuación gubernamental debe ser clara, transparente y los procedimientos de valoración del justiprecio perfectamente conocidos y adecua-

dos a derecho. De lo contrario, el accionista tiene siempre el temor de que un acto discrecional de la Administración le prive de sus legítimos derechos.

La labor fundamental de un Gobierno no sólo es diseñar el marco jurídico y económico de la sociedad, sino también infundir la confianza en sus actos y en el futuro desarrollo de sus programas.

En cuanto a la transparencia del propio mercado, debe considerarse un adecuado tratamiento para las transacciones convenidas de paquetes de acciones, sobre todo cuando pueden suponer un cambio en la gestión u orientación de la empresa, sin que el accionista pequeño se entere ni participe en el cambio. En estos casos, la transparencia podría buscarse: bien mediante publicidad suficiente de determinadas operaciones; de la presencia real de la aplicación en los corros, dando opción a posiciones contrarias para interferir (pagando desde luego una prima sobre el precio convenido), o de un tratamiento como Oferta Pública, brindando al pequeño accionista la posibilidad de liquidar su posición si estima negativos los cambios que pueden producirse en la empresa.