

El capital en el siglo XXI

Thomas Piketty

Traducción

ELIANE CAZENAVE-TAPIE ISOARD

con la colaboración de
GUILLERMINA CUEVAS

Revisión de la traducción

JOSÉ CARLOS DE HOYOS

Revisión técnica de la traducción

GERARDO ESQUIVEL

 PAIDÓS

investigación se refiriera a los sombríos años de la crisis de 1929. Para Friedman, no cabía la menor duda: la política burdamente restrictiva de la Reserva Federal fue la que en realidad transformó el colapso bursátil en una crisis del crédito, sumiendo a la economía en la deflación y en una recesión de inusitada magnitud. La crisis fue antes que nada monetaria lo mismo que su solución. De este erudito análisis, Friedman extrajo conclusiones políticas transparentes: para garantizar un crecimiento tranquilo y sin sobresaltos en el marco de las economías capitalistas, es necesario y suficiente seguir una política monetaria apropiada que permita garantizar un crecimiento estable del nivel de precios. Según la doctrina monetarista, el *New Deal* y su florilegio de empleos públicos y transferencias sociales promovidas por Roosevelt y los demócratas, como consecuencia de la crisis de la década de 1930 y de la segunda Guerra Mundial, no eran más que una gigantesca farsa, costosa e inútil. Para salvar al capitalismo no hacía falta un *welfare state* ni un gobierno tentacular: bastaba con un buen banco central. En los Estados Unidos de la década de 1960-1970, donde una parte de los demócratas soñaba con enterrar el *New Deal*, y una parte de la opinión pública empezaba a inquietarse por el declive relativo de su país respecto de una Europa en pleno crecimiento, este mensaje político, sencillo y enérgico, produjo el efecto de una bomba. Los trabajos de Friedman y de la escuela de Chicago contribuyeron, sin duda, a crear un clima de desconfianza frente a la extensión indefinida del Estado y a forjar el contexto intelectual que llevó a la revolución conservadora de 1979-1980.

Evidentemente, estos mismos acontecimientos pueden reinterpretarse en el sentido de que nada impide complementar un buen banco central con un buen Estado social y una buena fiscalidad progresiva. Es obvio que estas diferentes instituciones son más complementarias que sustitutas. A diferencia de lo que la doctrina monetarista intenta sugerir, el hecho de que la Reserva Federal haya sido burdamente restrictiva en los primeros años de la década de 1930 (como los bancos centrales de otros países ricos) no dice nada del mérito y los límites de las demás instituciones. Sin embargo, no es eso lo que nos interesa aquí. El hecho

es que desde hace décadas todos los economistas, monetaristas, keynesianos o neoclásicos, y todos los observadores, sin importar su tendencia política, convienen en que los bancos centrales deben desempeñar el papel de prestadores de última instancia y tomar todas las medidas necesarias para evitar el colapso financiero y una espiral deflacionaria.

Este relativo consenso histórico explica por qué todos los bancos centrales del planeta, tanto en los Estados Unidos como en Europa y Japón, reaccionaron a la manifiesta crisis de 2007-2008 adoptando el papel de prestador y estabilizador. Con excepción del caso de Lehman Brothers, en septiembre de 2008, el número de quiebras bancarias fue relativamente limitado. Esto no implica, sin embargo, que haya consenso sobre la naturaleza exacta de las políticas monetarias «no convencionales» que deben aplicarse en tales circunstancias.

Creación monetaria y capital nacional

En concreto, ¿qué hacen los bancos centrales? En el marco de nuestra investigación es de primordial importancia precisar que los bancos centrales no crean riqueza como tal, sino que la redistribuyen. Más exactamente, cuando la Reserva Federal o el Banco Central Europeo (BCE) deciden crear 1.000 millones de dólares o de euros suplementarios, sería un error imaginar que el capital nacional estadounidense o europeo se incrementa en esa misma cantidad. En realidad, el capital nacional no cambia ni un dólar ni un euro, pues las operaciones efectuadas por los bancos centrales son siempre operaciones de préstamo. Por definición, estas instituciones llevan a la creación de activos y pasivos financieros que se compensan exactamente en el momento en que son introducidos. Por ejemplo, la Reserva Federal presta 1.000 millones de dólares a Lehman Brothers o a General Motors (o al gobierno estadounidense), endeudados por esa misma cantidad. Ni el patrimonio neto de la Reserva Federal ni, en consecuencia, el de los Estados Unidos o el del planeta se modifican un ápice por

esta operación. Por lo demás, sorprendería mucho que los bancos centrales pudieran con un simple registro contable aumentar el capital nacional de su país, y del universo entero, al mismo tiempo.

Después, todo depende del impacto de esta política monetaria en la economía real. Si el préstamo del banco central permite a la empresa en cuestión salir de una situación desventajosa y evitar la quiebra definitiva (quiebra que quizás hubiera llevado a una reducción del patrimonio nacional), entonces, una vez estabilizada la situación y reembolsado el préstamo, se puede considerar que el préstamo del banco central permitió incrementar el patrimonio nacional (o cuando menos no disminuirlo). Y a la inversa, si el préstamo sólo demoró la quiebra inevitable de la empresa y si incluso impidió el surgimiento de un competidor viable (que bien puede suceder), se debe considerar que el efecto final de esta política fue el de disminuir el patrimonio nacional. Los dos ejemplos son posibles y sin duda están presentes en distintas proporciones en todas las políticas monetarias. En la medida en que los bancos centrales han permitido limitar el alcance de la recesión de 2008-2009, se puede considerar que, en promedio, contribuyeron a aumentar el PIB, la inversión y, por tanto, el capital de los países ricos y del mundo. Sin embargo, es evidente que una evaluación dinámica de este tipo siempre resultará incierta y será objeto de controversia. De lo que no hay duda es de que en el momento en que los bancos centrales aumentan la masa monetaria al hacer un préstamo a una institución financiera o no financiera, o bien a un gobierno, no se produce un impacto inmediato en el capital nacional ni, por cierto, en el capital público o privado.²⁰

20. Cabe hacer notar que la emisión monetaria pura no existe, en el sentido siguiente. Cuando un banco central imprime dinero con el fin de prestarle a su gobierno, ese fenómeno se produce siempre a manera de préstamo (cuyo rastro se conserva en la contabilidad del banco central, incluso en los períodos más caóticos, como en la Francia de 1944-1948), y no como un donativo. Todo depende también de lo que pase a continuación: si esta fabricación de moneda conduce a inflación alta, entonces puede implicar una redistribución muy elevada (por ejemplo, el valor real de la deuda pública puede verse reducido a poca cosa, en detrimento de los activos nominales privados). El efecto total en el ingreso nacional y en el capital

¿En qué consisten las políticas monetarias «no convencionales» experimentadas desde la crisis de 2007-2008? En tiempos de calma, los bancos centrales se contentan con garantizar que la masa monetaria crezca al mismo ritmo que la actividad económica para asegurar de este modo una inflación baja, del orden de 1 o 2% anual. En concreto, introducen el dinero nuevo prestándolo a los bancos a plazos extremadamente cortos, en ocasiones por unos cuantos días. Estos préstamos permiten garantizar la solvencia del conjunto del sistema financiero. Los enormes flujos de depósitos y retiros efectuados a diario por hogares y empresas nunca cuadran perfectamente al día en cada uno de los bancos. Desde 2008, la novedad principal radica en la duración de los préstamos otorgados a los bancos privados. En lugar de prestar a un horizonte de varios días, la Reserva Federal y el BCE ahora prestan a plazos de tres, incluso seis meses —de ahí el gran aumento de los volúmenes correspondientes al último trimestre de 2008 y a principios de 2009—. También empezaron a prestar por esos mismos plazos a instituciones no financieras, sobre todo en los Estados Unidos, con préstamos al sector bancario hasta por 9 o 12 meses y con adquisiciones directas de bonos de plazo relativamente largo. A partir de 2011-2012, los bancos centrales ampliaron nuevamente la gama de sus intervenciones. Las compras de bonos del tesoro y de diversas obligaciones públicas, practicadas desde que se iniciara la crisis por la Reserva Federal, el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra, fueron también realizadas por el BCE, conforme la crisis de la deuda pública se agravaba en el sur de Europa.

Respecto de estas políticas se deben precisar varios aspectos. Para empezar, los bancos centrales tienen el poder de evitar la quiebra de un banco o una institución no financiera prestándoles el dinero necesario para pagar los salarios y a los proveedores,

nacional depende, por su parte, del impacto de esta política en el nivel global de actividad económica del país. *A priori* puede ser positivo o negativo, exactamente de la misma manera que para los préstamos a actores privados. Los bancos centrales redistribuyen el capital monetario, pero no tienen la facultad de crear riqueza nueva en forma inmediata.

pero no tienen el poder para obligar a las empresas a invertir, a los hogares a consumir y a la economía a reanudar el crecimiento. Tampoco tienen el poder de decidir sobre la tasa de inflación. La liquidez creada por los bancos centrales puede haber contribuido a evitar la depresión y la deflación, pero el clima económico sigue sombrío en los países ricos en los primeros años de la década de 2010, particularmente en Europa, donde la crisis de la zona euro influye negativamente en la confianza. El hecho de que los gobiernos de los principales países ricos (Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Reino Unido) se encuentren pidiendo prestado a tasas excepcionalmente bajas en 2012-2013 —apenas 1%— da fe de la importancia de las políticas estabilizadoras de los bancos centrales. Sin embargo, esto demuestra sobre todo que los inversionistas privados no saben muy bien qué hacer con el dinero líquido prestado a tasas nulas o casi nulas por las autoridades monetarias, así que prefieren prestarlo de nuevo, por un rendimiento irrisorio, a los gobiernos considerados más seguros. Estas tasas de interés, tan bajas para ciertos países y mucho más elevadas para otros, son indicio de una situación económica febril y anómala.²¹

La fuerza de los bancos centrales radica en que pueden redistribuir la riqueza muy rápidamente, y en principio en proporciones infinitas. Si fuera necesario, un banco central puede, en el lapso de un segundo, crear tantos miles de millones como desee y depositarlos en la cuenta de una institución o de un gobierno. En caso de urgencia absoluta (pánico financiero, guerra, catástrofe natural), esta inmediatez y carencia de límites para la creación de dinero son dos de sus ventajas irremplazables. En particular, ninguna autoridad fiscal podría actuar tan rápidamente para recaudar un impuesto: tiene que definir una base, tasas, promulgar una ley, recaudar el impuesto, prever las posibilidades de reclamación, etc. Si hubiera que proceder de esa forma para resolver una crisis

21. Por el contrario, las tasas de interés exigidas a países considerados como menos seguros llegaron a niveles extremadamente elevados en 2011-2012 (6 a 7% en Italia o España, incluso 15% en Grecia). Esto demuestra sobre todo la febrilidad de los inversionistas y su incertidumbre ante el futuro inmediato.

financiera, ya habrían quebrado todos los bancos. Esta rapidez de ejecución es la principal fuerza de las autoridades monetarias.

La debilidad de los bancos centrales radica en que su capacidad para decidir a quién otorgar préstamos, por qué monto y durante cuánto tiempo, así como para gestionar la cartera financiera correspondiente, es evidentemente muy limitada. La primera consecuencia es que el tamaño de su balance no puede rebasar ciertos límites. En concreto, con todas las nuevas gamas de préstamos y de intervenciones en los mercados financieros introducidas desde 2008, los balances de los bancos centrales prácticamente han duplicado su tamaño. La totalidad de los activos y pasivos financieros pasó de aproximadamente 10 a más de 20% del PIB para la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra, y de más o menos 15 a cerca de 30% del PIB para el Banco Central Europeo. Es, sin duda, una evolución espectacular, pero al mismo tiempo se ve que estos montos siguen siendo relativamente modestos comparados con la totalidad de los patrimonios privados netos que ascienden a 500 o 600% del PIB, o lo rebasan, en la mayor parte los países ricos.²²

22. El total de activos y pasivos financieros brutos es aún más elevado, pues equivale a 10-20 años de PIB en la mayor parte de los países desarrollados (véase el capítulo V). Por tanto, los bancos centrales no poseen actualmente más que cierto porcentaje del total de activos y pasivos financieros de los países ricos. Los balances de los diferentes bancos centrales están disponibles en línea cada semana o cada mes. Se conoce el detalle por categoría de activos y pasivos (pero no en el nivel de cada institución o país al que se le prestó dinero). Billetes y monedas no representan sino una pequeñísima parte del balance (en general, apenas 2% del PIB), y lo esencial corresponde a puros asientos contables, igual que en el caso de las cuentas bancarias de los hogares, las sociedades y los gobiernos. En el pasado, el balance de los bancos centrales llegó en ocasiones a 90-100% del PIB (por ejemplo en Francia, en 1944-1945, después de lo cual ese balance se eliminó en gran medida mediante la inflación). En el verano de 2013, el balance del Banco de Japón llegó a casi 40% del PIB. Para series históricas sobre los balances de los principales bancos centrales, véase el anexo técnico. El análisis de estos balances es instructivo y permite constatar que aún están muy lejos de recuperar sus más altos niveles pasados. Por otra parte, la inflación depende de muchas fuerzas diversas, y sobre todo de la competencia internacional de precios y salarios, que actualmente tiende a mantenerlos a la baja y a orientar las alzas a los precios de los activos.

En teoría, sin duda se podría imaginar montos mucho más importantes. Los bancos centrales podrían decidir comprar todas las empresas de un país, todos los bienes inmobiliarios, financiar la transición energética, invertir en las universidades, dirigir la economía en su conjunto. El único problema, obviamente, es que los bancos centrales no tienen una administración provista para ello, y sobre todo carecen de la legitimidad democrática para emprender tales acciones. Las redistribuciones operadas por los bancos centrales son inmediatas y potencialmente infinitas, pero también pueden estar infinitamente mal dirigidas (como ocurre con los efectos de la inflación en la desigualdad); por eso es preferible que no sobrepasen cierta magnitud. Por ello, los bancos centrales operan en el marco de un mandato estricto, centrado en torno a la estabilidad del sistema financiero. En la práctica, cuando el poder público decide acudir en ayuda de ciertos sectores industriales, como con General Motors en los Estados Unidos en 2009-2010, es el gobierno y no el banco central el que directamente se ocupa de los préstamos, las participaciones y las diversas convenciones de objetivos con la empresa en cuestión. Lo mismo pasa en Europa: la política industrial o universitaria depende de los gobiernos, no del banco central. No es una cuestión de imposibilidad técnica; se trata de un problema de gobernanza democrática. Si los impuestos y los presupuestos públicos requieren tiempo para votarse y aplicarse, no es por mera casualidad: cuando se desplazan fracciones importantes de la riqueza nacional, más vale no equivocarse.

Entre las múltiples controversias relativas a los límites de la función de los bancos centrales, dos aspectos conciernen particularmente a nuestra investigación y merecen un análisis en profundidad. Se trata, por una parte, de la complementariedad entre la regulación bancaria y el impuesto sobre el capital (cuestión que ilustra a la perfección el reciente ejemplo de la crisis chipriota) y, por la otra, de los límites cada vez más evidentes de la arquitectura institucional vigente en la actualidad de Europa (donde se está experimentando con una construcción inédita en la historia, cuando menos a esta escala: una moneda sin Estado).

La crisis chipriota: cuando el impuesto sobre el capital se encuentra con la regulación bancaria

El primer papel de los bancos centrales, irremplazable, es el de garantizar la estabilidad del sistema financiero; tienen la situación más idónea para asegurar día a día la posición de los diferentes bancos, para refinanciarlos, dado el caso, y para controlar que el sistema de pagos funcione normalmente. En ocasiones se apoyan en autoridades y estructuras encargadas específicamente de la regulación bancaria, por ejemplo, para otorgar licencias de operación a establecimientos financieros (no se puede abrir un banco en un taller mecánico) o para verificar que se respeten los índices de prudencia vigentes (es decir, los volúmenes de reservas y activos considerados como de poco riesgo que deben tener los bancos para poder prestar o invertir determinados montos en activos de mayor riesgo). En todos los países, los bancos centrales y las autoridades de regulación bancaria (que a menudo están muy vinculados) trabajan concertadamente. En el proyecto en curso sobre la creación de una unión bancaria europea, se supone que el BCE tendrá el papel más importante. En la solución de ciertas crisis bancarias consideradas como particularmente importantes, los bancos centrales también trabajan de común acuerdo con las estructuras internacionales creadas para este efecto, empezando por el Fondo Monetario Internacional. Es el caso, sobre todo, de la ya famosa «Troika», en que se agrupan la Comisión Europea, el BCE y el FMI, y que desde 2009-2010 intenta neutralizar la crisis financiera europea, que incluye una crisis de deuda pública y una crisis bancaria, sobre todo en el sur de Europa. En efecto, la recesión de 2008-2009 llevó a una agravación del endeudamiento público, que ya era muy elevado en vísperas de la crisis en la mayor parte de los países (sobre todo en Grecia e Italia), y a un acelerado deterioro de los balances bancarios, sobre todo en los países afectados por el estallido de la burbuja inmobiliaria (empezando por España). En última instancia, ambas crisis están inextricablemente vinculadas. Los bancos poseen títulos de deuda pública de los que nadie sabe exactamente su valor (el *haircut* fue masivo en Grecia, y aunque

se afirmó que esta solución única no se repetiría, la verdad es que resulta muy difícil prever de modo objetivo cuál será el siguiente episodio en tales circunstancias), y las finanzas públicas de los gobiernos sólo pueden continuar degradándose mientras se prolongue el marasmo económico, dependiente en gran medida del bloqueo del sistema financiero y crediticio.

Una de las dificultades es que ni la Troika ni las autoridades públicas de los diferentes países afectados disponen de transmisión automática de información bancaria internacional ni de un «catastro financiero» que les permitiría repartir de forma transparente y eficaz las pérdidas y los esfuerzos. En el capítulo anterior mencionamos el caso de Italia y España y sus dificultades para instaurar, de forma aislada, un impuesto progresivo sobre el capital con el objetivo de restablecer sus finanzas públicas. El caso de Grecia es aún más extremo; todo el mundo le exige que haga que sus residentes más acomodados paguen impuestos, lo cual es sin duda una excelente idea. El problema es que, sin la cooperación internacional adecuada, Grecia carece evidentemente de los medios suficientes para imponer una tributación justa y eficiente, más aún cuando el desplazamiento de fondos al extranjero (a menudo a otros países europeos) es una tarea tan fácil para sus ciudadanos más ricos. Ahora bien, las autoridades europeas e internacionales no han tomado en ningún momento las medidas que permitan ofrecer un marco regulador y jurídico de esas características.²³ En consecuencia, a falta de recursos fiscales adecuados, Grecia, como los demás países afectados por la crisis, a menudo se ve obligada a generar ingresos deshaciéndose de los activos públicos que le quedan, con frecuencia a bajo precio, lo que para los compradores —griegos o europeos de diversas nacionalidades— es sin duda más atractivo que pagar impuestos.

Un caso particularmente interesante es el de la crisis chipriota de marzo de 2013. Chipre es una isla de un millón de habitantes;

23. Como se indicó en el capítulo anterior, las discusiones sobre posibles cambios en los reglamentos europeos sobre la transmisión automática de información bancaria apenas empezaron en 2013 y están muy lejos de haber concluido.

su entrada en la Unión Europea se produjo en 2004, y en 2008 en la zona euro. Su sector bancario está hipertrofiado, aparentemente por importantes depósitos bancarios extranjeros, sobre todo rusos, atraídos por la baja tributación y la poca atención de las autoridades locales. Según las declaraciones de los responsables de la Troika, parecería que esos depósitos rusos incluyen enormes sumas individuales, así que es posible imaginar oligarcas cuyos haberes se cifran en decenas de millones de euros, incluso miles de millones de euros, a juzgar por las clasificaciones de las fortunas publicadas por las revistas. El problema es que ni las autoridades europeas ni el FMI han publicado estadísticas, por burdas y aproximadas que sean. Lo más probable es que estas instituciones no sepan gran cosa, por la sencilla razón de que nunca se han tomado el trabajo de avanzar en este sentido, a pesar de su importancia. Tal opacidad no facilita un arreglo pacífico y racional de este tipo de conflictos. El problema, en efecto, es que los bancos chipriotas ya no tienen el dinero que figura en sus balances. Al parecer, los montos se invirtieron en títulos griegos hoy devaluados y en inversiones inmobiliarias en parte ilusorias. Con toda razón, las autoridades europeas dudan de utilizar el dinero de los contribuyentes europeos para sacar a flote los bancos chipriotas sin contrapartida, sobre todo si en última instancia se trata de sacar a flote a millonarios rusos.

Tras meses de reflexión, los miembros de la Troika tuvieron la desastrosa idea de proponer un impuesto excepcional para todos los depósitos bancarios: 6,75% para depósitos de hasta 100.000 euros y 9,9% para aquellos por encima de esa cantidad. La idea se antoja interesante, en la medida en que parece un impuesto progresivo sobre el capital, pero con dos matices importantes. Primero, la ligerísima progresividad es evidentemente ilusoria. Para cualquiera es claro que se trata de gravar casi con la misma tasa al pequeño ahorrador chipriota que tiene 10.000 euros en su cuenta de cheques y al oligarca ruso que posee 10 millones de euros. Segundo, la base impositiva nunca fue definida con claridad por las autoridades europeas e internacionales encargadas del expediente. Daba la impresión de que sólo los depósitos

bancarios en sentido estricto resultaban afectados, y que para salvarse bastaba con transferir los haberes a títulos en acciones o bonos, o a otros activos financieros o inmobiliarios. En otras palabras, si ese impuesto se hubiera aplicado, habría sido sin duda brutalmente regresivo, habida cuenta de la composición y de las posibilidades de reasignación de las carteras más importantes. El impuesto se propuso en marzo de 2013, tras haber sido aprobado unánimemente por los miembros de la Troika y los 17 ministros de Finanzas en representación de los países de la zona euro; a continuación fue violentamente rechazado por la población. Finalmente se adoptó una nueva solución, consistente sobre todo en exentar los depósitos de menos de 100.000 euros (que es, en principio, el nivel de la garantía prevista en el proyecto de unión bancaria europea en proceso de aplicación). Sin embargo, las modalidades exactas siguen siendo relativamente imprecisas. Parece estarse aplicando un enfoque individualizado, banco por banco, sin que se conozcan con exactitud las tasas de retención y las bases tributarias utilizadas.

Este episodio es interesante, pues ilustra los límites de los bancos centrales y de las autoridades financieras; su fuerza y su rapidez para actuar, su debilidad y su capacidad limitada para enfocar correctamente las redistribuciones que operan. La conclusión es que el impuesto progresivo sobre el capital no sólo es útil como impuesto permanente, sino que también puede desempeñar un papel central como gravamen excepcional (con tasas en ocasiones bastante altas) en el marco de los arreglos de crisis bancarias importantes. En el caso chipriota, no es necesariamente inconveniente pedir a los ahorradores que hagan un esfuerzo, en la medida en que el país en su conjunto tiene una responsabilidad en la estrategia de desarrollo elegida por su gobierno. Por el contrario, lo que sí es profundamente chocante es que ni siquiera se busquen los medios para llegar a un reparto justo, transparente y progresivo de los esfuerzos. La buena nueva es que esta situación tal vez lleve a las autoridades internacionales a darse cuenta de los límites de los instrumentos de que disponen. Si se pregunta a los responsables por qué la propuesta del impuesto chipriota era

tan poco progresiva y su base tan reducida, la respuesta inmediata es que nadie disponía de la información bancaria necesaria para aplicar un esquema mucho más progresivo.²⁴ La mala noticia es la falta de diligencia de las autoridades en cuestión para solucionar el problema, aun cuando la solución técnica está al alcance de la mano. No hay que excluir que el impuesto progresivo sobre el capital suscite bloqueos puramente ideológicos y que todavía falte mucho para lograr superarlos.

El euro: ¿moneda sin Estado para el siglo XXI?

Más allá de las diferentes crisis bancarias del sur de Europa, se ve que esos episodios ponen sobre la mesa un tema más amplio: el de la arquitectura general de la Unión Europea. ¿Cómo llegó a crearse, por primera vez en la historia, a tal escala, una moneda sin Estado? En la medida en que el PIB de la Unión Europea representaba en 2013 casi la cuarta parte del PIB mundial, el asunto es de interés general y va más allá de los habitantes de la zona.

La respuesta que suele darse a esta pregunta es que la creación del euro, decidida en 1992 por el Tratado de Maastricht, en medio de la caída del muro de Berlín y de la unificación alemana, y cuya entrada en vigor para los distribuidores de billetes se produjo el 1º de enero de 2002, no era más que una etapa de un largo proceso. La unión monetaria conduce naturalmente a una unión política, fiscal, presupuestaria; una unión que no deja de estrecharse. Basta con tener paciencia y no saltarse etapas. Y en parte es cierto. Sin embargo, me parece que, a fuerza de no querer anticiparse al camino, a fuerza de posponer una y otra vez el debate sobre el itinerario preciso, las etapas y la meta, en ocasiones

24. En particular, para aplicar un esquema progresivo es indispensable reunir información sobre todos los activos de una persona en diferentes cuentas y diferentes bancos (idealmente en Chipre y en toda la Unión Europea). La ventaja de una tasa poco progresiva es que podría aplicarse aisladamente en cada banco.

se corre el riesgo de salirse del camino. Si en 1992 Europa decidió crear una moneda sin Estado no fue sólo por pragmatismo, sino también porque este acuerdo institucional se concibió en los últimos años de la década de 1980 y los primeros de la de 1990, en un momento en que se pensaba que la única función de los bancos centrales era ver pasar los trenes, es decir, asegurarse de que la inflación no subiera. Después de la estancación de los años setenta, los gobiernos y la opinión pública se dejaron convencer de que primeramente los bancos centrales debían ser independientes del poder público y tener, como objetivo único, una inflación baja. Así se llegó a la creación de una moneda sin Estado y de un banco central sin gobierno. Esta visión inerte de los bancos centrales se hizo añicos después de la crisis de 2008, cuando todo el mundo redescubrió el papel crucial que desempeñan estas instituciones en caso de crisis graves y el carácter totalmente inadecuado del arreglo institucional europeo.

Entiéndaseme bien. Habida cuenta del poder infinito de creación monetaria de los bancos centrales, es perfectamente legítimo restringirlos con estatutos rígidos y misiones claramente definidas. Así como nadie desea dar a un jefe de gobierno el poder de cambiar a su gusto a los rectores o los profesores universitarios (y no se diga el contenido de su enseñanza), nada tiene de chocante que las relaciones entre el poder político y las autoridades monetarias estén regidas por drásticas restricciones. Además, se tienen que precisar los límites de esa independencia. No conozco a nadie que en las últimas décadas haya propuesto que se devuelva a los bancos centrales el estatuto privado de que gozaban en muchos países hasta la primera Guerra Mundial, incluso hasta 1945.²⁵ De hecho,

25. Por ejemplo, los 200 accionistas principales tuvieron una función estatutaria importantísima en la gobernanza del Banco de Francia de 1803 a 1936 y, de hecho, determinaron la política monetaria del país, función muy cuestionada por el Frente Popular (que permitió que gobernadores y subgobernadores, nombrados por el gobierno, ya no tuvieran que ser accionistas), antes de la nacionalización total y definitiva de 1945. Desde esa fecha, el Banco de Francia ya no tiene accionistas privados y es una institución puramente pública, igual que la mayor parte de los bancos centrales del mundo.

que los bancos centrales sean instituciones públicas tiene como consecuencia que sus dirigentes sean nombrados por los gobiernos y, en ocasiones, por los parlamentos. A menudo el mandato es irrevocable mientras dura (en general, cinco o seis años), pero de todas formas esto se traduce en que pueden ser remplazados durante ese lapso si su política se considera inadecuada, posibilidad nada despreciable. En la práctica, los dirigentes de la Reserva Federal, del Banco de Japón o del Banco de Inglaterra deben trabajar en concierto con los gobiernos democráticamente elegidos y legítimos. Particularmente en cada uno de esos países el banco central ha desempeñado un papel clave en la estabilización de la tasa de interés de la deuda pública en un nivel bajo y previsible.

En el caso del Banco Central Europeo se han afrontado dificultades particulares. Para empezar, sus estatutos son más restrictivos que los otros: el objetivo de baja inflación ganó la delantera al objetivo de empleo pleno y crecimiento, fenómeno que refleja el contexto ideológico en que fue creado. Es aún más importante que sus estatutos impidan al BCE ser acreedor de los préstamos públicos en el momento en que se emiten: primero debe dejar que los bancos privados presten dinero a los gobiernos miembros de la zona euro (en ocasiones a una tasa más elevada que aquella con la que el BCE presta a los bancos privados) y después comprar los títulos en el mercado secundario; esto es lo que ha acabado por hacer en el caso de los países del sur de Europa, después de mucho dudar.²⁶ En general, es evidente que el principal problema es que el BCE se enfrenta a 17 diferentes deudas públicas nacionales y 17 gobiernos nacionales, y que le es muy difícil desempeñar su papel de estabilizador en tal contexto. Si la Reserva Federal tuviera que escoger cada mañana entre la deuda de Wyoming, la de California y la de Nueva York, y decidir tasas y cantidades según la tensión que percibiera en cada mercado específico, bajo la presión de las

26. Uno de los momentos clave de la crisis griega fue el anuncio del BCE, de diciembre de 2009, de que ya no aceptaría los bonos griegos en garantía, en caso de que Grecia fuera degradada por las agencias calificadoras (aunque nada en sus estatutos le obligara a proceder de esa forma).

diferentes regiones, le costaría mucho trabajo aplicar con serenidad una política monetaria.

Desde la introducción del euro en 2002 y hasta 2007-2008, las tasas de interés fueron rigurosamente las mismas para los diferentes países. Nadie anticipaba una posible salida del euro, de modo que todo parecía marchar bien. Sin embargo, una vez que la crisis financiera mundial empezó, empezaron también las divergencias de las tasas. Se debe medir muy bien la magnitud de las consecuencias en los presupuestos públicos. Cuando una deuda pública se acerca a un año de PIB, una diferencia de unos cuantos puntos base en la tasa de interés tiene consecuencias importantes. Es casi imposible organizar un debate democrático sereno sobre los esfuerzos necesarios y sobre las indispensables reformas del Estado social frente a tal incertidumbre. Para los países del sur de Europa, verdaderamente se trata de la peor de las combinaciones. Antes de la creación del euro, se podía devaluar la propia moneda para, cuando menos, recuperar competitividad y relanzar la actividad económica. La especulación sobre las tasas de interés nacionales es, en cierta forma, aún más desestabilizadora que las especulaciones de antaño sobre los tipos de cambio intraeuropeos, en la medida en que los balances bancarios internacionales son de tal alcance, que basta con un movimiento de pánico en un puñado de operadores de mercado para crear movimientos de gran amplitud en el ámbito de un país como Grecia, Portugal o Irlanda, e incluso como España o Italia. Lógicamente, la contraparte de la pérdida de soberanía monetaria debería ser el acceso a una deuda pública segura y a tasas bajas y previsibles.

El tema de la unificación europea

Sólo mancomunarse las deudas públicas de la zona euro, o cuando menos las de aquellos países que la integran y que lo deseen, permitiría acabar con estas contradicciones. La propuesta alemana de «fondos de redención» mencionada antes es un buen punto de

partida, pero le falta el lado político.²⁷ En concreto, es imposible decidir con 20 años de anticipación cuál será el ritmo exacto de la «redención», es decir, el ritmo que se imprimirá al conjunto de la deuda común para llegar a la meta deseada. Todo dependerá de múltiples parámetros, empezando por la coyuntura económica. Para decidir el ritmo del desendeudamiento común, es decir, del déficit público de la zona euro, se debe crear un verdadero parlamento presupuestario de la zona euro. La mejor solución sería constituirlo a partir de los diputados de los parlamentos nacionales, con el objetivo de construir una soberanía parlamentaria europea partiendo de legitimidades democráticas nacionales.²⁸ Como todos los parlamentos, esta cámara tomaría decisiones por mayoría, tras debates públicos y plurales. Se verían coaliciones sobre bases parcialmente políticas y parcialmente nacionales; las decisiones que se tomaran no serían perfectas, pero cuando menos se sabría qué se decidió y por qué, lo que ya es algo. Esto parece una evolución más prometedora que la de recurrir al actual Parlamento Europeo, que tiene el inconveniente de apoyarse en 27 países (de los cuales muchos no son miembros de la zona euro y en este momento no desean proseguir con la integración europea) y de esquivar demasiado abiertamente las soberanías parlamentarias nacionales, lo cual resulta problemático, tratándose de decisiones sobre los déficits presupuestales nacionales. Esto explica sin duda que la transferencia de competencias hacia el Parlamento Europeo haya sido siempre muy limitada y que vaya a seguir siéndolo

27. La otra limitación, más técnica, del «fondo de redención» es que, teniendo en cuenta la amplitud de las renovaciones de la deuda (el vencimiento de buena parte de la deuda es a varios años y debe renovarse regularmente, sobre todo en Italia), al cabo de pocos años se llegará al límite de 60% del PIB; por tanto, es el conjunto de la deuda pública el que debería mutualizarse.

28. Este parlamento podría contar con unos 50 miembros para cada uno de los países grandes de la zona, en proporción de la población. Los miembros podrían provenir de las comisiones de finanzas y asuntos sociales de los parlamentos nacionales, o seleccionarse de alguna otra manera. El nuevo tratado europeo adoptado en 2012 prevé una «conferencia de parlamentos nacionales», pero no es más que una asamblea consultora, sin poderes propios y, con mayor razón, sin deuda común.

durante mucho tiempo. Es el momento de tomar nota y de contar, por fin, con una cámara parlamentaria adaptada a la voluntad de unificación expresada por los países de la zona euro (de lo cual el ejemplo más claro es el abandono de la soberanía monetaria, por poco que se hayan medido las consecuencias).

Es posible hacer otros arreglos institucionales complementarios. En la primavera de 2013, las autoridades italianas hicieron suya la propuesta lanzada varios años antes por los responsables políticos alemanes sobre la elección por sufragio universal de un presidente de la Unión Europea, propuesta que lógicamente debería ir acompañada de una extensión de sus poderes. A partir del momento en que un parlamento presupuestal vota por el déficit de la zona euro, parece evidente que un ministro europeo de finanzas debe ser responsable ante tal cámara y someterle su proyecto de presupuesto y de déficit. Una cosa es segura: la zona euro no puede prescindir de un verdadero recinto parlamentario para decidir pública, democrática y soberanamente sus opciones de estrategia presupuestal y, de forma más general, cómo pretende salir de la crisis bancaria y financiera en la que está sumida. Los consejos de jefes de Estado o de los ministros de finanzas no pueden de ninguna manera actuar como tal: estas reuniones son secretas, no dan lugar a debates públicos plurales y rutinariamente desembocan en triunfales comunicados nocturnos que anuncian la salvación de Europa, mientras que los propios participantes no siempre parecen saber muy bien lo que decidieron. El caso de la decisión sobre el impuesto chipriota es emblemático: oficialmente se decidió por unanimidad, pero nadie quiso asumirlo de modo público.²⁹ Tal situación es digna de la Europa del Congreso de Viena (1815), pero

29. La versión oficial es que este impuesto casi uniforme (*semi flat tax*) sobre los depósitos se adoptó a solicitud del presidente chipriota, que quería gravar fuertemente a los pequeños depositarios para evitar que huyeran los más grandes. Sin duda así fue, en parte: esta crisis ilustra también el drama de los países pequeños en la globalización, que para salvarse y encontrar su nicho en ocasiones están dispuestos a participar en la competencia fiscal más feroz y atraer los capitales menos recomendables. El problema es que nunca se sabrá: todas las negociaciones se celebraron a puerta cerrada.

por supuesto no va con el siglo XXI. Las propuestas alemanas e italianas mencionadas antes muestran que es posible avanzar, pero de todas formas sorprende atestiguar hasta qué punto Francia, dispuesta, sin embargo, a dar lecciones de solidaridad europea, en particular sobre la mutualización de las deudas (cuando menos en el ámbito de la retórica),³⁰ está ausente de este debate, independientemente del partido político en el poder.³¹

A falta de una evolución de esta naturaleza, es muy difícil imaginar una solución duradera a la crisis de la zona euro. Aparte de mancomunar la deuda y el déficit, hay otros instrumentos presupuestales y fiscales que cada país ya no puede verdaderamente asumir de forma individual y que sería lógico mutualizar. El primer ejemplo que nos viene a la mente es, por supuesto, el impuesto progresivo sobre el capital, analizado en el capítulo anterior.

Un ejemplo aún más evidente es el impuesto sobre las utilidades de las empresas, el cual es sin duda la causa de la competencia fiscal entre Estados europeos y la más feroz desde principios de los años noventa. En particular, varios países pequeños, primero Irlanda, después en el antiguo bloque soviético de la Europa del

30. Con François Hollande como primer ministro, el gobierno francés está retóricamente a favor de la mutualización de las deudas, pero no ha formulado una propuesta precisa y finge creer que cada país podría seguir decidiendo separadamente qué cantidad de deuda común desea emitir, lo cual es imposible. La mutualización implica el voto de un déficit común (cada país podría conservar una deuda propia, pero sólo de modestas dimensiones, como las deudas de las comunidades locales y regionales o de los estados estadounidenses). Es muy lógico que el presidente del Bundesbank indique frecuentemente en los medios de comunicación que no se puede compartir una tarjeta de crédito sin compartir también la opción sobre el monto de los gastos.

31. La explicación habitual es que los dirigentes franceses están traumatizados por su derrota en el referendo de 2005 sobre el Tratado Constitucional Europeo. El argumento no es muy convincente, en la medida en que el TCE, cuyas disposiciones en esencia se adoptaron después sin pasar por la vía del referendo, no incluía justamente ninguna innovación democrática sustancial y consagraba la omnipotencia del consejo de jefes de Estado y de ministros, es decir, la impotencia de la Europa actual. Es posible que la cultura presidencial francesa explique por qué la reflexión sobre la unión política europea ha avanzado menos, en cierta forma, que en Alemania o Italia.

Este, han hecho de una tasa impositiva baja sobre los beneficios de las empresas uno de los ejes principales de su estrategia de desarrollo y de su actividad internacional. En principio, en un sistema fiscal ideal basado en intercambios automáticos de información bancaria perfectamente confiables, el papel del impuesto sobre las empresas sería limitado: no sería sino una retención anticipada del impuesto sobre el ingreso (o el impuesto sobre el capital) que deben pagar los accionistas o los acreedores individuales.³² En la práctica, el problema es que esta retención anticipada suele ser lo único que se paga, en el sentido de que buena parte de la base fiscal declarada en el nivel de los beneficios gravables de las sociedades no forma parte del ingreso gravable individual; de ahí la importancia de cobrar una tasa significativa en el origen, es decir, en el nivel del impuesto sobre las empresas.

Una buena solución sería tener una declaración única de beneficios para el ámbito europeo y después repartir los ingresos en función de un criterio menos manipulable de lo que actualmente son los beneficios por filial. De hecho, el problema del sistema actual es que las sociedades multinacionales a veces pagan montos insignificantes del impuesto sobre las empresas si, por ejemplo, localizan de forma totalmente ficticia sus utilidades en una microfiliial ubicada en un territorio o país donde el impuesto es bajo, con toda impunidad, y a menudo con la conciencia tranquila.³³ Sin

32. El impuesto progresivo sobre la renta o el capital es más satisfactorio que el impuesto sobre las empresas porque permite graduar la tasa en función del nivel de ingresos o del capital individual (mientras que el impuesto sobre las empresas grava con la misma tasa todos los beneficios obtenidos, sea grande o pequeño el accionista).

33. De creer en ciertas declaraciones de dirigentes de empresas como Google, parecería que su discurso es más o menos el siguiente: «Nosotros enriquecemos a la sociedad mucho más de lo que nuestras utilidades y nuestros salarios indican, por eso está bien que paguemos los impuestos más bajos que sea posible». De hecho, si una sociedad o una persona aporta al resto de la economía un bienestar marginal superior al precio que factura por sus productos, entonces es perfectamente legítimo que pague pocos impuestos, o incluso que se le subsidie (en economía se habla de «externalidad positiva»). Evidentemente, el problema es que a todos les interesa aparentar que son generadores de una considerable externalidad positiva para el

duda es más razonable abandonar la idea de poder localizar las utilidades en este o aquel territorio, y repartir los ingresos sobre la base de las ventas o los salarios.

Un problema similar se plantea para el impuesto sobre el capital individual. El principio general sobre el que se basa la mayor parte de las convenciones fiscales es el principio de residencia: cada país grava el ingreso y el patrimonio de las personas que residen en su territorio más de seis meses por año. Este principio práctico es cada vez más difícil de aplicar en Europa, sobre todo en las zonas fronterizas (por ejemplo, entre Francia y Bélgica). Además, el patrimonio siempre se ha gravado en parte según la ubicación del activo, no del poseedor. Por ejemplo, el impuesto predial francés se paga sobre un inmueble parisino, incluso si su poseedor reside al otro lado del mundo y sin importar su nacionalidad. El mismo principio se aplica para el impuesto sobre la fortuna, pero únicamente sobre los bienes inmuebles. Nada impediría aplicarlo también sobre los activos financieros, según la ubicación de la actividad económica de la empresa respectiva. Esto sirve también para los títulos de la deuda pública. Tal extensión del principio de «residencia del capital» a los activos financieros (y no de residencia del poseedor) exige, por supuesto, una transmisión automática de información bancaria que permita seguir las complejas estructuras del accionariado. Estos impuestos plantean además la cuestión de la multinacionalidad.³⁴ Al respecto, es muy evidente que las respuestas adecuadas pueden provenir únicamente del ámbito europeo (incluso mundial). La solución correcta sería, pues, confiar

resto del universo. Ahora bien, Google no ha presentado como se debe ni siquiera el principio de un estudio que sugiera que, en efecto, se le puede considerar en esta categoría. En todo caso, es muy evidente la dificultad de organizar la vida en común en un mundo en que cada uno pretende decidir por sí mismo su tasa impositiva.

34. Recientemente se propuso imponer a las organizaciones internacionales un impuesto mundial sobre la fortuna. La ventaja es que este impuesto sería independiente de la nacionalidad y podría ser una forma de proteger el derecho a la multinacionalidad. Véase al respecto P. Weil, «Let Them Eat Slightly Less Cake: An International Tax on the Wealthiest Citizens of the World», *Policy Network*, 26 de mayo de 2011.

al parlamento presupuestal de la zona euro la creación de esos instrumentos.

¿Es una utopía? No más que pretender crear una moneda sin Estado. Desde el momento en que los países renunciaron a su soberanía monetaria, parece indispensable devolverles una soberanía fiscal sobre temas que escapan ya a los Estados-nación, como la tasa de interés sobre la deuda pública, el impuesto progresivo sobre el capital o los gravámenes a las utilidades de las compañías multinacionales. Para los países europeos, hoy la prioridad debería ser la construcción de un gobierno continental capaz de retomar el control del capitalismo patrimonial y de los intereses privados, así como de defender el modelo social europeo en el siglo XXI; las pequeñas desavenencias entre modelos nacionales son relativamente secundarias; tanto es así que de lo que aquí se trata es de la supervivencia del modelo común.³⁵

Cabe subrayar también que, a falta de una unión política europea de ese tipo, es muy posible que las fuerzas de la competencia fiscal sigan haciendo sentir sus efectos. Sería erróneo pensar que ya se le ve el fin a la competencia fiscal. En particular, las próximas etapas de la carrera de persecución a la baja del impuesto sobre las empresas ya están listas, con los proyectos de tipo «ACE», que en poco tiempo podría llevar a una pura y simple supresión del impuesto sobre las empresas.³⁶ Sin tratar de dramatizar a toda

35. Esta conclusión se acerca mucho a la de D. Rodrik según la cual el Estado-nación, la democracia y la globalización forman un trío inestable en el siglo XXI (uno de los tres términos debe abdicar en favor de los otros dos, al menos en parte). Véase D. Rodrik, *The Globalization Paradox. Democracy and the Future of the World Economy*, Norton, Nueva York/Londres, 2011, 368 pp. [*La paradoja de la globalización. Democracia y el futuro de la economía mundial*, Antoni Bosch Editor, Barcelona, 2012, 368 pp.]

36. El sistema ACE (Allowance for Corporate Equity), adoptado en Bélgica en 2006 (de ahí las múltiples localizaciones ficticias de las empresas), autoriza una deducción del beneficio gravable correspondiente al rendimiento «normal» de las acciones. Este sistema se presenta como el equivalente de la deducción de los intereses y como una forma técnica de igualar las condiciones impositivas de deudas y acciones. Sin embargo, hay otra forma de hacerlo, aplicada en Alemania (y recientemente en Francia), que consiste en limitar la deducción de los intereses.

costa, me parece importante percatarse de que el curso normal de la competencia fiscal es conducir hacia un predominio del impuesto sobre el consumo, es decir, hacia un sistema fiscal del siglo XIX, que no permite progresividad y favorece, en la práctica, a las personas que pueden ahorrar, o mudarse, o mejor aún, ambas cosas.³⁷ De todas formas se puede indicar que ciertos tipos de cooperación fiscal avanzan a veces más rápido de lo que hubiera podido pensarse *a priori*, como lo demuestra el proyecto del impuesto sobre las transacciones financieras, tal vez uno de los primeros impuestos verdaderamente europeos. Incluso si la importancia de tal impuesto parece mucho menor que la del impuesto sobre el capital o sobre los beneficios (a la vez en términos de ingresos y de impacto distributivo), esta evolución reciente demuestra que nada está escrito de antemano.³⁸ La historia política y fiscal inventa siempre sus propios caminos.

Aquellos interesados en este debate, como el FMI, y hasta cierto punto la Comisión Europea, fingen creer que ambas soluciones son equivalentes, cuando en realidad no lo son: si se deduce a la vez el rendimiento «normal» de deudas y acciones, es muy probable que el impuesto desaparezca.

37. En particular, las tasas diferenciadas por tipo de bien sólo permiten una meta muy burda por nivel del ingreso. La principal razón por la que el impuesto al valor agregado (IVA) se ve tan favorecido por los gobiernos europeos actuales es que, de hecho, permite gravar los bienes importados y hacer minievaluaciones. Obviamente es un juego sin ganancia ni pérdida (una vez que cada uno ha hecho lo mismo, ya no hay ventaja competitiva), sintomático de una unión monetaria apenas cooperativa. La otra justificación clásica del impuesto sobre el consumo se basa en la idea de favorecer la inversión, pero los fundamentos conceptuales de tal enfoque son poco claros (sobre todo en un período histórico en que la relación capital/ingreso es relativamente alta).

38. El objetivo de este impuesto es disminuir el volumen de las transacciones financieras muy frecuentes, lo cual sin duda es bueno, pero, por definición, no puede generar muchos ingresos, pues el objetivo mismo es agotar la fuente. Las estimaciones de ingresos respecto de este impuesto muchas veces pecan de optimistas. Sin duda, no pueden ser superiores a 0,5% del PIB, como mucho, pues tal impuesto no permite, por definición, una meta que esté en función del nivel del ingreso o del capital individual. Véase el anexo técnico.