

## Opinión

## DRAGHI ADOPTA EL 'DISCURSO YELLEN'



**Javier Santacruz**

Economista e investigador en la Universidad de Essex (Reino Unido)

El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) ha dado un golpe de timón a la política monetaria, aunque como siempre lo hace de una forma sutil y contentando al consenso de mercado. En esta ocasión, el presidente Mario Draghi ha decidido empezar a poner fin a la política monetaria ultra-expansiva a la que ha sometido a la eurozona desde 2015 con unos resultados francamente discutibles: un exceso de liquidez en máximos históricos de 1,17 billones de euros, un sistema bancario donde no se ha llegado hasta sus últimas consecuencias en la valoración a precios de mercado de los activos dudosos y sus correspondientes provisiones o donde la fragmentación financiera de la Eurozona apenas se ha reducido con la ficción del dinero gratis.

Los próximos meses son decisivos para emprender un camino necesario para la economía europea pero donde el peso del BCE irá disminuyendo. Al menos ya se han conseguido dos cosas: por un lado, un viraje hacia la normalización monetaria y, por otro lado, el reconocimiento que desde la política monetaria no se puede forzar constantemente a los

agentes económicos a ir hacia objetivos que no son deseados. No es cierto que no haya demanda de crédito solvente. Sí la hay. Pero se está canalizando por otras vías: recurriendo al ahorro personal, nueva tecnología financiera o el acceso a los mercados de capitales. Es mejor poner en cuarentena el modelo tradicional de relación entre crédito y PIB y el "gap de crédito" que en el caso de España alcanza casi el 50 por ciento con respecto a la tendencia de la ratio crédito/PIB.

Para emprender el camino de la normalización, Draghi poco a poco va adoptando el discurso y las formas de la presidenta de la Reserva Federal Janet Yellen. En este sentido, Draghi va convergiendo en una misma estrategia que el resto de los banqueros centrales relevantes, comprando dos argumentos macroeconómicos difíciles de justificar pero que actualmente son la tendencia en el consenso de economistas: un período prolongado de inflación baja respaldado por un cambio estructural en el precio del petróleo y una debilidad estructural de las economías que provoca la formación de "bolsas de ahorro" que no se transforman ni en inversión ni en oferta de crédito.

Tomando el primero de los puntos asumidos por la política monetaria del BCE, es notable que la inflación esté lejos de las cotas alcanzadas antes de la crisis de 2007, lo cual no es óbice para pensar que no exista una sorpresa inflacionaria en un futuro próximo. Una

vez más se toma como indicador de inflación el IPC (tasa de inflación en el cual sólo registra una parte de todos los precios de la economía, ignorando lo que está sucediendo en los índices bursátiles, precios de la vivienda y el resto de activos tanto reales como financieros. Con razón aparente afirmó Draghi hace unos días que "no observaba riesgo de burbujas" en los mercados financieros. Es evidente que está intentando estudiar una realidad con un instrumental inadecuado. La inflación es evidente que no es baja (¿baja con respecto a qué?); sólo hay que mirar el comportamiento de la inflación subyacente en torno al 1 por ciento (0,9 por ciento es el último dato de mayo de 2017).

Por otro lado, la tesis del "estancamiento secular" unido al envejecimiento de la población y el "nulo crecimiento de la productividad" se consagra como la idea clave para justificar un período prolongado de tipos de interés artificialmente bajos. Pero la realidad del mercado es muy distinta. La productividad no se observa a nivel agregado pero sí a nivel sectorial, por tamaño de empresa o por segmento de mercado. Ahí es donde en paralelo también se observa un crecimiento de los salarios y, por tanto, de la renta disponible de las familias.

Por cada incremento de un 1 por ciento de la productividad, se observa en Europa que en sectores como el turismo o la automoción (datos últimos de Eurostat), los salarios no

minales crecen un 1,6 por ciento. Si bien es cierto que comparado con la media histórica es un proceso de contención salarial, no es menos cierta la necesidad de que esto continúe, ya que en términos reales estos sectores están ganando competitividad real.

Teniendo en cuenta la poca capacidad que hay de intervención sobre la actividad económica, es el momento idóneo para que el BCE pueda retirarse a sus cuarteles de invierno para vigilar los desequilibrios que su propia política han creado y aquellos que no ha arreglado como los problemas de solvencia que aún hoy siguen apareciendo en el sistema financiero europeo.

Dentro de los retos pendientes que deja esta política monetaria, uno sin duda es lo que han puesto de relevancia casos como el de Banco Popular –que a juicio del vicepresidente Constancio no tenía un problema de solvencia, lo cual arroja sombras sobre la

conveniencia de haber borrado de un plumazo 11.000 millones de fondos propios, o el rescate público del Monte dei Paschi, los cuales enfatizan que la reestructuración del sistema financiero no está completada y que el grado de madurez que en este momento tiene la Junta Única de Resolución (SRB) para intervenir entidades no está a niveles deseables. Aunque la normalización monetaria se abra paso, el BCE no perderá su condición de "prestamista de última instancia" y, sobre todo, su posición de regulador máximo.

**Es momento de que el BCE vigile los desequilibrios que sus propias políticas han causado**

**La Junta Única de Resolución no tiene aún la madurez necesaria para intervenir entidades**

## ¿QUE HEREDEN LOS POBRES!



**Jesús Quintas**

Senior Counsellor de Equipo Económico

Estados Unidos es un país con algunas peculiaridades. Por ejemplo, mantiene la misma norma básica (IRC) para los impuestos federales (principalmente, los impuestos sobre la renta y sobre las sucesiones y donaciones) desde 1939; desde entonces, las modificaciones más significativas han sido las de 1954 y 1986. Esto no quiere decir que no haya habido reformas menores y, en cualquier caso, los debates sobre reformas fiscales son una constante no sólo en los ámbitos académicos, sino en la sociedad americana en general.

Uno de ellos tuvo lugar hace unos años, en torno a la supresión de la tributación de las herencias (ISD). Lo curioso es que los que más se opusieron a ella, con éxito, fueron las grandes fortunas empresariales, Bill Gates entre ellos. Lo curioso es que, bajando a los dólares, los defensores de la supresión del ISD proponían cubrir la pérdida recaudatoria incrementando la tributación de los beneficios empresariales. Es decir, a las grandes fortunas empresariales les interesaba más pagar menos sobre los beneficios actuales, aun a costa de pagar

en el futuro por el ISD. ¿O tal vez el futuro pago del ISD en realidad no les preocupaba tanto?

En estos días, ha surgido en España un debate sobre el futuro del ISD, que parece quedar reducido a dos posturas opuestas: la supresión o la armonización y tengo motivos para desconfiar de la sinceridad de unos y de otros en sus argumentos. Mi impresión es que el debate tiene más que ver con lo que se viene denominando "competencia fiscal" entre las distintas comunidades autónomas que con la búsqueda de un sistema tributario más justo y menos discriminatorio.

En mi opinión, el actual ISD resulta hiperprogresivo, causante de serias distorsiones y poco ajustado a las actuales situaciones y relaciones de convivencia:

La progresividad de los tipos resulta totalmente desproporcionada y desacompañada con lo ocurrido en el Impuesto sobre la Renta (IRPF). Así, frente a los 5 tramos del IRPF, el ISD mantiene 16 tramos, con un tipo mínimo del 7,65 por ciento y un máximo del 34 por ciento, para ascendientes y descendientes directos. Contradiendo la fábula de la cigarra

y la hormiga, el heredero ahorrador (hormiga) se ve penalizado con un recargo del 20 por ciento respecto del derrochador (cigarra), por su mayor patrimonio previo, por lo que, en ascendientes y descendientes directos, el tipo máximo de la hormiga es del 40,8 por ciento, pero el de la cigarra se mantiene en el 34 por ciento.

Los herederos no directos (hermanos, sobrinos, primos, etc.) se ven penalizados con un recargo que llega a ser del 140 por ciento, de forma que el tipo máximo puede alcanzar el 81,6 por ciento.

La valoración de los bienes resulta poco objetiva y es discriminatoria según el tipo de bienes, recayendo con más fuerza sobre los

inmuebles y activos cotizados.

Las bonificaciones actuales tienen como efecto indirecto una erosión de las bases futuras del IRPF, al favorecer valoraciones excesivas. Supone una doble imposición del ahorro, al menos en la parte correspondiente al coste original de los bienes para el testador. La consideración del grado de parentesco no es indicativa de capacidad económica y, además, introduce distorsiones y complejidades inne-

cesarias, teniendo en cuenta la gran diversidad y variabilidad de las relaciones de convivencia en la actualidad. El pago del ISD da lugar en no pocos casos a agravar la resolución de los conflictos sucesorios y/o a la venta forzada y a menor precio de los bienes heredados, llegándose a situaciones de renuncia o abandono de herencias, que suelen afectar especialmente a los contribuyentes de menor nivel económico.

Volviendo al debate actual, conviene recordar que la "supresión del ISD" no es realmente tal, sino una bonificación de hasta el 100 por cien, limitada a parientes directos, no afectando a los restantes casos. Y la propuesta del "tipo mínimo armonizado", creo que no sólo mantiene los defectos estructurales señalados, sino que busca satisfacer a las comunidades autónomas con una política fiscal menos equilibrada.

La recaudación actual del ISD es de unos 3.000 millones de euros. Su supresión se compensaría incrementando un punto los tipos del IRPF. Así que ésta es mi propuesta: supresión del ISD mediante su inclusión en el IRPF: el heredero mantendría el coste del testador, tributando por la ganancia patrimonial cuando se produzca la transmisión. De esta forma, de verdad podrían heredar tanto pobres como ricos y como los que no somos ni una cosa ni la otra.

**Si se suprime el ISD incluyéndolo en el IRPF, el heredero tributará después de la transmisión**