

Ressenya del llibre “Cinco ensayos sobre la crisis y sus consecuencias para el estado de bienestar” de Josep Maria Bricall.

Ferran Navinés

El passat mes de gener s'ha publicat el llibre del professor Josep Maria Bricall titulat “Cinco ensayos sobre la crisis y sus consecuencias para el estado de bienestar”, publicat per l'editorial RBA Libros, SA., Barcelona (2013). Aquests cinc assaigs tracten de l'Estat de benestar i la crisi dels anys setanta, de la transformació del sistema financer, de les interpretacions sobre la crisi iniciada en 2007, dels desequilibris territorials durant la crisi, i sobre els problemes de la moneda europea.

Presentem a continuació una ressenya dels principals punts tractats en cadascun dels cinc assaigs indicats.

I. Sobre l'Estat de benestar i la crisi dels anys setanta

La viabilitat o no de l'Estat de benestar respon més a una idea sobre un determinat consens social més que a una qüestió tècnica sobre el qüestionament de la seva viabilitat. L'Estat de benestar neix a l'empara d'un determinat consens social en la posguerra sobre uns principis bàsics que ordenen el funcionament social: assegurar les necessitats bàsiques de béns privats (alimentació, l'habitatge); proporcionar amb caràcter universal els béns públics d'educació i salut; sistemes fiscals progressius; aplicar polítiques de rendes; assegurar la plena ocupació. Com s'assenyala : “Especialmente en este último aspecto –la consecución de un pleno empleo de trabajo- la aparición del informe de William Beveridge pudo aprovechar las enseñanzas de un texto coincidente en el tiempo, la *Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero* de John Maynard Keynes, publicado en 1936. No se trataba únicamente de una mera coincidencia temporal, sino que había cierta complementariedad. Para Keynes, el desempleo es una característica permanente e inadmisibles del capitalismo, que, como sistema económico, no consigue asegurar la plena capacidad de producción que la propia economía es capaz de producir con los medios de que dispone. Esta incapacidad de utilizar todo el equipo y los recursos productivos disponibles explica que no se emplee la totalidad del trabajo que el sistema permitiría. Para compensar esta tendencia, Keynes propone que sea el Gobierno el que ponga los medios para colmar una demanda insuficiente que así sea capaz de estimular la inversión privada y poner en funcionamiento la capacidad existente. El método más efectivo es el aumento del gasto público, sin la exagerada preocupación por el posible déficit que de ello pueda derivarse, ya que este se absorbería cuando la consiguiente expansión de la producción y la renta restaurase las bases fiscales de los impuestos.

Evidentemente, las propuestas del estado de bienestar hallaron en el análisis de la *Teoría General* un fundamento riguroso para acometer su financiación” (p.28).

A partir dels anys vuitanta del segle passat, amb el canvi de paradigma que es produeix a l'Acadèmia, on a resultes de la crisi dels anys setanta, el keynesianisme és substituït pel monetarisme i l'escola de les expectatives racionals, i amb els canvis polítics que introdueixen els Governos neolliberals de Tacher (1979) i Reagan (1981), es trenca el consens sobre l'Estat de benestar, ja que l'objectiu fonamental de la política econòmica deixa de ser la plena ocupació i és reemplaçat pel del control de la inflació, a través de la política monetària, que passa a ser regulada per la regla de Taylor¹ i es converteix amb l'estri central de la política econòmica en detriment de la política fiscal, que deixa de funcionar, massa limitada per la credibilitat que li

¹ Segons aquesta regla: “el tipo de interés de préstamos diarios del Banco Central a las instituciones financieras se explica por desviaciones del producto respecto a su tendencia y del tipo de inflación respecto a periodos precedentes” (p.47).

pugui atorgar els mercats per assegurar el seu funcionament, ja que el finançament al Banc Central queda tallat, i es restringeix la seva autonomia fiscal al fer-se cada cop més regressiu el sistema fiscal. Dues dades són suficients per explicar la ruptura d'aquest consens, en el cas dels EUA: el tram del 1% dels que guanyen per sobre dels 400 mil dòlars l'any passen d'acaparar el 9% del PIB el 1970 al 23,5% el 2007, mentre, pel mateix període, i pel mateix tram de renda, el tipus marginal del IRPF passa del 70% al 22,4%. En relació a aquest punt es senyala: "Algunos estudios han mostrado que se podrían establecer tipos marginales de entre un 50% (época Reagan) y un 70% (década de 1970) sin correr tales riesgos (com que es pugues afectar a l'oferta de treball, a la creació d'empreses o a l'estalvi amb vistes a evadir el seu pagament provocant una disminució dels ingressos fiscals) debido a la baja elasticidad de los ingresos de las clases altas ante aumentos de esta naturaleza, en la medida que la legislación y el funcionamiento de la Administración tomen las medidas pertinentes para impedir cómodas alternativas.

Tampoco se ha comprobado que la elevación de los tipos marginales afecte sensiblemente al crecimiento económico, como muestran la compatibilidad entre tipos elevados y tasas altas de crecimiento en la economía de posguerra o la comparación de ritmos de crecimiento con los tipos americano o británico respecto a los más rigurosos de Francia y Alemania" (p.34).

II. La transformació del sistema creditici

En aquest capítol destacaria els comentaris sobre com la transformació del sistema creditici ha tingut efectes notables sobre el canvi de rendibilitats dins els mercats financers, sobre les rendibilitats diferencials amb les empreses productives, sobre el conjunt de l'economia, sobre el sistema de cobertura del risc i sobre el concepte de neutralitat del diner en contraposició a l'aplicació de polítiques monetàries heterodoxes.

Sobre la transformació de rendibilitats dins els mercats financers, s'indica que la separació entre banca d'inversió (finançament de la inversió de les empreses a llarg termini) i banca comercial (finançament a curt termini del consum de les famílies i descompta comercial de les empreses), que va ser regulada, com una de les polítiques per superar la crisi bancària dels anys trenta als EUA, per la Llei Glass-Steagall (1933), va ser qüestionada a partir de 1980 per la pròpia banca dels EUA, donada la baixada de rendibilitats que havien experimentat els seus marges d'intermediació. El nou paradigma neoliberal promogut pels Governos de Reagan-Thatcher a la dècada dels vuitanta, amb polítiques basades en la desregulació i liberalització dels mercats va ser aprofitada per la banca, que per la via dels *fets consumats* va aconseguir, finalment en el segon mandat de Clinton, el 1999, la supressió jurídica de la Llei Glass-Steagall.

Amb la nova *praxis* bancària imposada progressivament pels bancs s'ha propiciat la creació de Fons d'Inversió Institucionals (Fons de pensions, Fons d'inversió) que han captat cada vegada més els estalvis procedents dels dipòsits de la banca tradicional per canalitzar-los cap a nous productes derivats, generats per la pròpia banca, amb la finalitat de titularitzar (*securitized*) els seus crèdits (hipoteques, targetes de crèdit, deute d'empreses, ...) per tal de poder-los trosejar i vendre'ls empaquetats a tercers (d'altres bancs, fons d'inversió, que els poden utilitzar a la seva vegada com a garantia col·lateral), i poder-los eliminar dels seus balanços regulats i controlats pel Banc Central.

Per tant, amb aquestes innovacions, s'ha anat transformant l'actiu tradicional de la banca, el qual està subjecta als coeficients de caixa o de reserva i que generen un benefici limitat pels marges reduïts d'intermediació, en nous actius en forma de títols negociables (*securitization*) fora de balanç i fora controls d'apalancament, amb la qual cosa, s'ha multiplicat sense límits el mercat financer i s'ha pogut generar uns beneficis especulatiu en funció de les comissions i taxes sobre venda dels títols negociats, a més a més, dels guanys obtinguts per la compra venda d'aquests nous productes derivats en els mercats financers (*carry trade, property trading*).

Sobre la transformació de rendibilitats diferencials amb el sector productiu, s'indica que aquestes superiors rendibilitats generades pels mercats financers han distorsionat les decisions d'inversió de les empreses productives, ja que aquestes s'han vist obligades a introduir un nou criteri de valorització de la seva rendibilitat, com ho és el *Total Share Return* (TSR), que és la relació entre la suma de dividendes i de les plusvàlues generades per les operacions en els mercats financers respecte dels fons propis de l'empresa. És a dir, "la financialización de la actividad productiva ha perturbado la lógica industrial porque administrar una empresa con vistas a ganancias financieras es distinto de gestionarla para expandir la producción. El excedente de la producción no se destina tanto a inversiones en bienes de producción como a operaciones financieras en apoyo de las cotizaciones, fusiones o adquisiciones de otras empresas, con el propósito de aumentar el valor que se exhibe en un balance" (p.82).

En general, doncs, s'ha produït una financialització global de l'economia, la qual cosa, ha suposat el creixement d'una impressionant bombolla especulativa en els mercats financers, que per l'any 2005 es podia estimar a través de les transaccions interbancàries mundials per un valor total de 2.069 bilions de dòlars (més de 10 vegades el PIB mundial), i que es podia distribuir de la següent manera: el 2,6% eren transaccions sobre béns i serveis, el 2,46% eren transaccions per la compra venda d'accions i obligacions, i la resta, el 95,3%, es podia distribuir en un terç per transaccions originades en els mercats de divises, i els dos terços restants s'havien originat en els mercats de productes derivats.

Les conseqüències d'aquest extraordinari creixement de la financialització de l'economia s'han deixar notar també en el pes creixent dels beneficis del sector financer en el conjunt de l'economia. Així, si agafem el cas dels EUA, com el cas més paradigmàtic d'aquest procés, s'ha comprovat que al llarg del període 1979-2005, el pes del sector financer dins el PIB dels EUA ha passat del 15,2% al 20,4%, però el pes dels beneficis del sector financer en el conjunt dels beneficis totals de les empreses dels EUA ha passat del 1980/81 al 2007 del 10% al 40%, és a dir, les empreses financeres han multiplicat per quatre el seu pes en el conjunt dels beneficis empresarials en quasi bé trenta anys.

Sobre el sistema de la cobertura de risc, en la mesura que s'ha generat una enorme bombolla especulativa en els mercats financers i fora de balanç, s'ha comprovat que els mercats no s'autoregulen, sinó tot el contrari, i el risc sistèmic acaba comportant una socialització de les pèrdues. És a dir, no s'ha produït un joc tendent a l'equilibri entre els operadors que juguen a llarg termini (Fons de pensions, Fons sobirans, Companyes d'assegurances), que són *risk absorbers*, per quant al comprar milloren la liquiditat del sistema, i els operadors que juguen a curt termini com els *hedge funds*, que són *risk traders*, ja que si per alguna raó es dona un xoc d'incertesa (crisi de les *subprime* a l'estiu de 2007, per exemple), això acaba provocant un augment sobtat de les vendes a curt, per part dels *hedge funds*, que cerquen líquides (*search liquidity*) apel·lant als *risk absorbers*, els quals si l'incertesa es dispara tallen les compres. Llavors els *hedge funds* es giren cap als seus bancs participats² (*Lehman Broters*, per exemple), i són aquests els que acaben pagant els plats trencats, però la seva fallida, acaba provocant una situació de *risc sistèmic* que obliga a la intervenció del Banc Central i l'Estat, amb l'absorció del deute privat via dèficit que es finançarà amb l'emissió de deute públic.

En base a la neutralitat del diner, hipòtesi central del *mainstream*, s'ha negat que les polítiques monetàries o fiscals puguin tenir efectes reals sobre l'economia. En canvi, les

² Sobre aquest punt: "Contrariamente a la opinión de algunos autores, en la demanda de operaciones que implicaban los CDO (*collateralized debt obligations*) (que són actius financers empaquetats, *structured securities*), ha desempeñado un gran papel la relación entre bancos de inversión y *hedge funds* entre 2002 y 2007 (...) hasta el punto que se estima en un 25% la renta de los bancos de inversión que procedía de *hedge funds*" (p. 101).

polítiques anticrisi desplegades per la Reserva Federal sota el mandat de B.S. Bernanke, han demostrat, per la seva efectivitat per combatre la crisi, la futilitat d'aquesta hipòtesi central del *mainstream*. Ens referim a les polítiques d'injectar líquides al sistema via la compra de títols en els mercats secundaris (*quantitative easing QE*), i que en el cas de la QE3, iniciada el setembre de 2012, s'ha desplegat en una doble via: per un costat comprar 40.000 milions de dòlars al mes de títols de garantia hipotecària (*mortgage backed securities*, o MBS) a les agències Fannie Mae i Freddie Mac patrocinades pel Govern, sense límits temporals i fins que no millori el mercat de treball; per l'altre, comprar deute públic a llarg termini per un valor de 85.000 milions de dòlars al mes a canvi de títols a curt (*operation twist*). En la QE3 la novetat és que ja no es prioritza la lluita contra la inflació.

III. Interpretacions sobre la crisi iniciada en 2007

La crisi de 2007 s'inicia amb el col·lapse del mercat immobiliari als EUA el 2006, que incrementa les fallides de les hipoteques *subprime* l'estiu de 2007, a la que segueixen el fracàs de les agències de qualificació, i la translació de la crisi del mercat de derivats al nucli dur del sistema bancari, el setembre de 2008, amb la fallida de Lehman Brothers i de les turbulències d'American International Group (AIG), que havia venut assegurances d'impagament de Lehman a Fons de pensions, i que va ser nacionalitzada pel risc sistèmic que suposava la seva fallida. La crisi es va agreujar amb l'aplicació de la *fair value accounting* (valoracions de balanç a preus corrents de mercat) quan el preu dels actius financers s'estaven despenyant per l'efecte de l'explosió de la bombolla especulativa.

El deute del sistema financer dels EUA havia passat dels 3 bilions de dòlars el 1978 als 36 bilions de dòlars el 2007, més de dues vegades el PIB, la qual cosa, suposava un apalancament de 1 a 40, i els beneficis del sistema financer passen d'acaparar el 15% del total del benefici de les empreses americanes a acaparar el 40% del total el 2007, com ja s'ha dit. Aquest espectacular creixement dels beneficis del sistema financer es correspon amb un creixement inaudit dels sous i bonificacions dels alts executius dels set grans bancs americans, ja que si el 1989 guanyaven una mitjana de 2,8 milions de dòlars l'any (100 vegades la renda mitjana), el 2007 s'embossaven 26 milions de dòlars l'any (500 vegades més la renda citada).

En contrapartida al risc creixent que suposava multiplica per 40 l'apalancament del deute, afavorit pel tractament fiscal privilegiat que reben els fons captats per crèdits, es va incrementar igualment el rendiment de les accions bancàries si prenem com a referent les dades històriques dels bancs britànics: entre 1920-1970 el seu rendiment s'havia mogut a l'entorn del 10%, mentre que a finals de la primera dècada del segle XXI s'han multiplicat per tres.

La pregunta clau ací és per què s'ha produït aquesta falta d'aversion al risc per part dels responsables de les institucions financeres, i la resposta més plausible sigui perquè assabentats del volum colossal de la bombolla creada, el perill de risc sistèmic els hi ha obert les xarxes públiques de seguretat (la pràctica *too big to fail*): la garantia de no trobar-se sense líquides gràcies al proveïment de líquides de darrer recurs per part del Banc Central; per la mateixa garantia del Banc Central respecte als dipòsits, i finalment, per la garantia de recapitalització apel·lant al Banc Central i als fons públics de l'Estat.

I per què s'arriben a donar, com demostra la història, bombolles especulatives recurrents en els mercats financers? Doncs, perquè tal com analitza Minski, tots els períodes de prosperitat, i el de la segona meitat dels anys noranta del segle passat ho va ser amb l'explosió de la revolució tecnològica de les TIC i les inversions a Borsa de les *dot.com*, acaben per generar comportaments especulatius o *Ponzi* en els mercats financers, fins que la relació entre l'endeutament i fons propis assoleix uns nivells de difícil digestió per la desproporció entre els deutes contrets per adquirir actius financers i el *cash flow* que aquests poden generar. El *cul de sac* arriba quan, com afirma Minski, "la abundància de unitats especulatives configura una

situación inflacionaria y las autoridades tratan de aplicar una contención monetaria, fácilmente las unidades especulativas pasaran a *Ponzi* y se evaporará su neto patrimonial: ante las dificultades de caja, las unidades deberán vender, y, con ello, pueden contribuir a colapsar el precio de los activos” (p.97).

Segurament el retorn cap a una millor regulació del sistema bancari que evités models especulatius de comportament no hauria d’oblidar: “el punto de vista de Minski –expresado en ocasión de una reforma del sistema bancario norteamericano – (per) J. Kregel (que) define como actividad básica de un banco no tanto la custodia del efectivo de los titulares de un depósito, ni la inversión de los fondos de sus clientes aprovechando las ventajas de una mejor información. Más bien su actividad básica es la creación de un pasivo destinado a adquirir pasivos de las empresas productivas que se hayan aceptado, garantizando su pago” (p. 117).

Les principals polítiques anticrisi aplicades han estat:

1. Els ajuts al sistema financer

Que en el cas dels EUA han mobilitzat 700.000 milions de dòlars del pressupost federal amb l’objectiu de dotar de líquides i activar els mercats monetaris (*Troubled Asset Relief Program*, TARP); 1 bilió de dòlars de la Fed de Nova York per crèdits a consumidors i PIME’s (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*, TALF); 1 bilió de dòlars, amb càrrec al pressupost federal i als fons TARP i TALF, a la compra d’actius tòxics dels bancs.

En el cas de la Fed s’estima que el total de fons facilitats per rescatar al sistema financer han arribat als 29 bilions de dòlars en forma de crèdits i d’adquisició d’actius i que han beneficiat no només als bancs comercials i d’inversió, sinó també a la *shadow banks*, empreses industrials (General Motors, Ford), bancs estrangers i bancs centrals d’altres països, i fins i tot, a particulars, i en 2009 s’inicia una nova tanda d’intervencions adquirint deute públic en el mercat obert o fins i tot deute privat amb els títols hipotecaris *mortgage-backed security*, MBS.

És a dir, es tracta segurament de la major operació de rescat del sistema financer internacional des de la Gran Depressió, i aquests ajuts, tant als EUA com a Europa: “han ido acompañadas en ocasiones de intervención o de la nacionalización de las entidades; se ha precisado que estas serían transitorias con el propósito de pasarlas posteriormente al sector privado. Sin excederse en proporcionar explicaciones convincentes, se descarta la posibilidad de que el sector público, como representante de los ciudadanos, asuma esta propiedad de manera permanente. Si esto es así, tiene difícil justificación la generosidad de los gobiernos con cargo a los contribuyentes, por delante de los acreedores de los bancos, por ejemplo.

Es cierto que las medidas han tenido efectos positivos sobre la economía norteamericana –menos constreñida que la europea por prescripciones normativas- pero se discute sobre si esta política de apoyo al sistema financiero ha sido la opción más adecuada. Las ayudas podrían haberlo sido directamente a las empresas y a los ciudadanos a través de una política masiva de creación de empleo del tipo de la practicada por Roosevelt en sus mandatos. En este caso, el rescate bancario no hubiese llegado por las ayudas suministradas a los bancos, sino a través del gasto público: la puesta en funcionamiento generalizada de obras públicas o servicios sociales hubiese engrasado la economía y hubiese aumentado la producción y las rentas por ella generadas, que, a su vez, hubiesen llegado a los bancos en forma de recursos de sus clientes. De esta manera habrían aliviado sus problemas de liquidez y de incertidumbre. El desempleo existente y la capacidad de producción no utilizada la aconsejarían sin asumir riesgos de inflación: la brecha entre el nivel actual del PNB en relación con la capacidad máxima de producción de la economía norteamericana es del 11,5% (algunas estimaciones, como la de M. Woodford, la elevan a 15,6%) y en la eurozona es de un 13,4%” (p. 119-120).

2. La reorientació de la política monetària.

En el període de la Gran Moderació (1984-2007), que es caracteritza per una disminució en les variacions tant del producte com de la inflació, “se pensó que bastava desregular las entidades financieras para que los mercados tradujeran las condiciones actuales y descontaran las futuras (...) (però) el logro de un largo periodo de inflación baja y estable no ha evitado la existencia de serios desequilibrios del sistema financiero ya que los bancos centrales descuidaron hacer el seguimiento del sector financiero y, sobre todo, del bancario; el monopolio de emisión ha tenido siempre en justa contrapartida la función de prestamista en última instancia. Sin menoscabo de su autonomía, la crisis parece haber devuelto a los bancos centrales sus funciones tradicionales y les ha recordado el objetivo obvio de asegurar la estabilidad financiera” (p.121).

Per tal d’assegurar i preservar l’estabilitat financera, el balanç dels Bancs Centrals s’ha incrementat significativament des de setembre de 2008 a l’abril de 2012: s’ha multiplicat per 2,03 en el BCE, per 3,14 a la Fed i per 3,77 al Banc d’ Anglaterra.

Seguint la reorientació de la Fed en l’aplicació de la EQ3, M.Woodford proposa que tota aquesta nova bateria d’actuacions de la política monetària, com les que ara està aplicant el Banc del Japó, per fer front a la crisi, “tenga el apoyo de la política fiscal, porque la forma obvia de expandir la demanda agregada es el estímulo fiscal, ya sea a través del aumento del gasto del Gobierno o de los incentivos fiscales” (p.124).

3. La recuperació de la política fiscal

“El empleo de la política fiscal es, sin duda, el camino más apto y rápido para aclarar el horizonte incierto que paraliza la inversión y para absorber el desempleo. También a través del gasto público puede dotarse a la economía de la infraestructura necesaria para aumentar su productividad; aunque no hay que aceptar sin discusión cualquier política insensata de gastos en infraestructura sin relación con los problemas que padece una determinada economía (...) En realidad, la actual existencia de un multiplicador –que hay que situar entre 0,9 y 1,7- disuade (qualsevol preocupació sobre la inflació, ja que existeix un *gap* potencial de recursos productius molt important sense utilitzar)” (p.127).

Segons la perspectiva del *mainstream*, que suposa que existeix una forta rigidesa en el mercat de treball per culpa del poder dels sindicats, una política fiscal expansiva “solo supondría el aumento de las tensiones inflacionistas sin mejorar la productividad del sistema, puesto que la diferencia entre el actual nivel de la producción y el potencial de la economía es reducida.

No hay que menospreciar las precauciones con que hay que contemplar una política excesiva de estímulos. Con todo, un reciente trabajo ha estimado en un 9% la proporción de la caída del producto en Reino Unido respecto al nivel que había alcanzado antes de la crisis y ha puesto de relieve que, en una parte considerable, hay que atribuirlo al descenso de la demanda provocado por la contracción del comercio mundial, que afecta a las exportaciones, y por el aumento del ahorro privado, efectos todos ellos amplificados por la restricción fiscal y la reducción del crédito. Habría disponible un espacio de posible actuación de una política expansiva del gasto público cuyo déficit presupuestario en un 6% del PIB es de carácter coyuntural.

En Estados Unidos, D.K. Tarullo (...) describe de manera colorista la situación como “avanzando penosamente en el barro y ocasionalmente pisando zonas de suelo firme que se asocian con los efectos de iniciativas de política monetaria y de política fiscal” (p. 127 i 128).

IV. Els desequilibris territorials durant la crisi

L'any 2010 el dèficit per compta corrent als EUA representava el 40,1% del total del dèficit mundial, mentre el superàvit per compte corrent de la Xina representava el 20,9%, Japó el 13,3% i Alemanya el 12%. L'acumulació de dèficits per operacions corrents als EUA, i a la majoria de les economies europees occidentals, s'ha traduït en un endeutament creixent respecte a les grans economies exportadores de Xina, Japó i Alemanya, i de les economies exportadores de petroli, així com de la resta de països exportadors emergents. "Así el endeudamiento de los países occidentales por el desequilibrio exterior ha pasado del 140% del PIB conjunto en 1980 al 320% del PIB en la actualidad. En la región, este déficit exterior ha proporcionado recursos financieros para el resto de la economía³ y ha tenido como contrapartida una elevación del endeudamiento público, que ha pasado del 40% al 90% del PIB conjunto, y de la deuda del sector privado, que representaba un 100% del PIB en 1980 y actualmente es del 230% (...) ¿Qué ocurre cuando a un país se le presiona para que satisfaga las deudas contraídas con el exterior? Ello le va exigir (generar) una capacidad de financiación (exterior)⁴ de suerte que el excedente (d'estalvi) de los sectores privados y público pueda ser transferido al exterior como devolución del principal y en concepto de intereses y beneficios, en su caso (...)

Para obtener este aumento de las exportaciones es fundamental el concurso de las conductas de los países acreedores promoviendo sus importaciones procedentes de los países deudores ya sea apoyándolas o –más correctamente- aumentando su actividad económica interna mediante la demanda pública o privada, que va a permitir estimular las importaciones procedentes de países deficitarios. En otras palabras, es complicado resolver el problema de la deuda de los países deficitarios sin expandir las exportaciones; es difícil esta expansión si los países acreedores, con exportaciones netas positivas, no importan, y para ello deberán aumentar la actividad económica interior. Este aumento estimularà el incremento de sus importaciones como factores para la producción o como mayor consumo, contribuyendo así a la solución del problema de los países deudores.

La importancia de este (argumento) –de gran actualidad por las relaciones entre Alemania y los países mediterráneos de la eurozona- fue puesta de relieve por Keynes en las discusiones sobre la organización del sistema monetario internacional de la posguerra, que dieron origen a los acuerdos de Bretton Woods. Keynes se opuso a perpetuar la desigualdad consentida al condicionar el ajuste a reformas introducidas únicamente por los países deudores, sin contrapartidas en los netamente acreedores. Esta desigualdad entre países se doblaba en una desigualdad entre clases sociales por cuanto la corrección del desajuste al enfatizar políticas contractivas –en países deudores-castigaba a los trabajadores con la pérdida del empleo. (...)

Los acuerdos no recogieron la propuesta: el retorno al equilibrio recaería solo sobre los deudores" (p. 139, 141, 142 i 143).

V. Els problemes de la moneda comú europea

Aquests desajustos territorials s'han agreujat en el cas de la zona euro. Així, Alemanya, que és la gran potencia exportadora de la zona euro, és la que, a més a més, ha guanyat més competitivitat, si aquesta es valora per l'evolució dels seus costos laborals per hora treballada al llarg del període 2000-2010, amb un diferencial de creixement favorable a Alemanya respecte a la zona euro de (-1,6 punts percentuals), la qual cosa, li ha suposat un augment considerable

³ En tant en quant, el dèficit exterior es tradueix en una entrada de capital estranger en concepte de necessitat de finançament per cobrir l'excés d'importacions.

⁴ En contrapartida a passar a tenir un saldo positiu per operacions corrents per un augment de les exportacions i disminució de les importacions per la contracció de la demanda interior a partir de la qual generar un excedent de producció que sigui comercialitzable en els mercats exteriors.

del seu superàvit per operacions corrents, en contrapartida als dèficits creixents per part de França, Grècia, Itàlia, Portugal i, sobretot, Espanya . “De esta manera, Alemania se ha labrado un terreno libre de competidores, y las exportaciones germanas –entre la aparición del euro y la crisis- han ratificado su importante papel en la demanda, al tiempo que se ha contenido la demanda interior por el débil aumento de la renta laboral. La insuficiencia de necesidades de financiación interiores ha sido compensada por la acción del sistema financiero en dirección hacia otros países – que la crisis posterior haría problemáticos- aceptando invertir y facilitar procesos, algunos especulativos, nutridos por el ambiente de generosidad crediticia” (p.162).

Observis que des del punt de vista dels fluxos financers dels sectors institucionals (sector privat, sector públic i sector exterior), i pel que fa referència als grans països europeus de la zona euro (Alemanya, França, Itàlia i Espanya), el 2007, només Alemanya presentava, en termes de PIB, una capacitat de finançament cap a l'exterior del 7,6% (que pràcticament la treia del seu sector privat, ja que el seu sector públic estava pràcticament en equilibri), mentre que per la vessant de les necessitats de finançament, pel seu desequilibri exterior, destacava Espanya amb un 10% del seu PIB. Aquesta necessitat de finançament es traduïa en una entrada neta de capital, que es transferia bàsicament al sector privat (-11,9%), ja que el sector públic, el 2007, encara presentava una capacitat de finançament del 1,9% (2 punts per sobre del promig per la zona euro). Després de tres anys de crisi, el 2010, Alemanya continuava mantenint la seva capacitat de finançament exterior (5,1% del seu PIB), que la detreia només del seu sector privat (8,3%), ja que per l'efecte de la crisi el seu sector públic presentava una necessitat de finançament equivalent al 3,2% del seu PIB. En canvi Espanya ha reduït sensiblement la seva necessitat de finançament, gràcies sobretot a la contracció de les importacions i del consum privat i a mantenir la seva quota exportadora mundial, que el 2010 passa a ser del 4,5%, amb la consegüent entrada de capital net que es transfereix totalment al finançament del sector públic (-9,2%), el qual encara necessita apel·lar al sector privat per la resta de finançament per un import equivalent al 4,7% del PIB. “En el caso español, el posterior deterioro –respecto de las reglas de la zona- del sector público se debe básicamente a paliar los efectos devastadores de la crisis sobre la inversión y el gasto privado en general. Se trata de una política obvia en tiempos de crisis porque un endeudamiento público (por lo menos, en territorios que disponen de moneda propia, que no es el caso de miembros de la eurozona, como España) no tiene las constricciones del sector privado en el momento de emitir pasivo” (p.169).

Aquests desajustos fiscals en els països del sud d'Europa, dels què Espanya n'és un cas paradigmàtic, ha provocat problemes creixents a l'estabilitat de l'euro, ja que a la zona euro preval la doctrina derivada del *Treasury view*, la qual menysvalorava l'influència de la política fiscal sobre l'economia real, i defensava que el sector públic té que evitar compromisos arriscats en relació als mercats financers i ha d'adaptar les seves despeses a uns ingressos raonables. L'estabilitat de les finances públiques i la seva separació de la política monetària són la base de l'estabilitat de la moneda. Per tant, “(...) en la zona euro, las (...) cuestiones de carácter fiscal (...) corresponden sustancialmente a cada uno de los gobiernos, que, en caso de dificultades en su financiación, deberán acudir a los mercados financieros para su satisfacción. En cambio, la política monetaria se desarrolla en torno al BCE, a quien se le atribuye como objetivo el mantenimiento de la estabilidad de precios, utilizando como variable básica el tipo de interés que fija en sus operaciones de provisión de fondos a los bancos (...) Esta doctrina es en gran parte deudora no tanto de los presupuestos analíticos tan ensalzados durante el periodo de la Gran Moderación como de la filosofía moral de los economistas responsables de las orientaciones habituales del Bundesbank que dieron una nueva muestra de la aplicación de su política obsesiva de lucha contra la inflación durante la depresión de la economía alemana de los años noventa del pasado siglo, de discutible atribución a la unificación alemana. El propio Mario Draghi ha reconocido lo que el BCE debe “a la cultura y a la experiencia del Bundesbank” (p.171-172-173).

Ara bé, la política anticrisi adoptada pel BCE esta fent cada cop més borrosa aquesta separació entre política fiscal i política monetària, segons ha declarat J. Weidman, president del Bundesbank, el març de 2012. Així, el BCE el maig de 2010 ja va desplegar, seguint l'estela de la Fed i del Banc d'Anglaterra, les mesures del *Market Securities Program* (MSP), encaminades a comprar deute públic en els mercats secundaris per assegurar la seva liquiditat. Amb l'entrada de Mario Draghi a la presidència del BCE, el novembre de 2011, es va introduir un nou mecanisme d'intervenció conegut amb el nom de *longer term operation* (LTRO), a través del qual el BCE pot injectar liquiditat sense límits als Bancs mitjançant crèdits a tres anys a un tipus del 1% amb garanties col·laterals (*covered bonds, collateralized swaps, repos*) per un import de 506.000 mil milions d'euros, que s'han implementat en dos operacions el desembre de 2011 i febrer de 2012. "Que esta ayuda permita dinamizar el crédito al sector productivo es ya otra cuestión; a pesar de las inyecciones de liquidez, el crédito al sector privado, cuyo crecimiento quedó afectado ya en julio de 2007 para acentuarse a partir de abril del siguiente año, no consigue deshacerse de crecimientos bajos, irregulares y no siempre positivos" (p.176).

També, i en relació a les mesures d'assegurar la liquiditat del sistema, cal destacar que a l'estiu de 2012, "tras anunciar que bajo su mandato el BCE se comprometería a hacer lo que hiciese falta para preservar el euro, Draghi consiguió que el consejo del banco aceptara el 6 de septiembre un programa de compra ilimitada de deuda pública de los estados –con una madurez de hasta tres años- en el mercado secundario. Estas compras deberían compensarse con la venta de títulos para neutralizar los efectos del programa sobre la oferta monetaria. A su vez, el BCE renunciaría a la preferencia acreedora.

El objetivo de tal programa no es, según Draghi, resolver problemas financieros de los estados miembros sino únicamente evitar la dislocación de los mecanismos de transmisión monetaria (...). Se trata de implicar también al FMI.

Estas operaciones, denominadas *outright monetary transaction* (OMT), quedan condicionadas a que los Gobiernos se comprometan (con acuerdos con el *European Stability Mechanism*, o ESM) a las reformas impuestas y a los objetivos de déficit" (p.192).

Una altre qüestió no menor de la feblesa del sistema monetari europeu és la falta de seguretat, que s'ha palesat en la crisi de Xipre, sobre la garantia dels dipòsits bancaris. Així, "el problema es que en la eurozona no se ha previsto (...) (la) interdependencia (entre el Tesoro Público i el Banc Central) y, por tanto, en caso de tensiones el sistema tiende a la fragmentación. No existe un Tesoro sino unos tesoros territoriales con las correspondientes deudas públicas que, por lo demás, no tienen ni acceso directo al Banco Central Europeo" (p.180-181).

Quant als intents d'anar construint un Tesoro europeu, cal destacar que a l'octubre de 2010 es va crear el Mecanisme Europeu d'Estabilitat Financera (*European Financial Stabilisation Mechanism*, o EFSM) i el Fons Europeu d'Estabilitat Financera (*European Financial Stability Facility*, o EFSF), el qual a la segona meitat de 2012 va ser substituït pel Mecanisme Europeu d'Estabilitat (*European Stability Mechanism*, o ESM), i que amb una capacitat de rescat de 940.000 milions d'euros podrà concedir crèdits als Estats o comprar bons en el mercat primari. El ESM ha començat a funcionar a partir del 8 d'octubre de 2012. Ara bé, "el papel atribuido a los fondos de rescate por los acuerdos del 29 de junio de 2012 ha sido objeto de una interpretación restrictiva por parte de los países acreedores de la zona (...) Además, los gobiernos de Países Bajos, Finlandia y Alemania han advertido que, en cualquier caso, el ESM abordará problemas que aparezcan en el futuro, siendo responsabilidad de los respectivos ejecutivos las medidas a tomar por el riesgo originado por pasadas operaciones" (p.190).

Amb l'elecció d'Hollande a França sembla haver-se introduït una certa reorientació entre l'enfocament més ortodox del Consell Europeu de 25 de març de 2011 amb l'adopció del Pacte Europlus, reforçat pel Pacte Fiscal sobre Estabilitat, Coordinació i Governança (*Fiscal Compact*)

de desembre de 2011, que reforçava la limitació dels Governos per gastar i endeutar-se, signat el 2 de març de 2012, i que ha entrat en vigor a partir de 2013, el qual preveu que "(...) los países deben mantener presupuestos equilibrados o con superávit a lo largo de un ciclo, y para ello concreta que el déficit estructural no debe superar el 0,5% del PIB. Si la deuda pública respecto al PIB no supera el 60% y el riesgo de no sostenibilidad es bajo, la tolerancia podría llegar hasta el 1%. Estas normas deben recogerse en las constituciones internas de los estados⁵"; i els acords del Consell Europeu de 28 i 29 de juny de 2012, amb Hollande electe, on es va acordar el Pacte sobre creixement i ocupació, que inclou l'acord de mobilitzar "(...) 120.000 milions d'euros (en torno al 1% de la renta del conjunto). A este efecto, el Banco Europeo de Inversiones aumentará su capital y podrá expandir su capacidad de endeudamiento hasta desbloquear 180.000 millones de inversión adicional. Asimismo se procederá inmediatamente a la fase piloto de bonos para proyectos sobre energía, transportes y banda ancha. También podrán adaptarse a este propósito los llamados fondos estructurales de la Unión Europea.

Asimismo ciertos países de la UE se han comprometido a reforzar su cooperación con vistas a la introducción del impuesto sobre las transacciones financieras durante 2012. También la UE iniciaría negociaciones para el establecimiento de un marco financiero presupuestario, de política económica y de legitimidad y rendición de cuentas democráticos que refuerce la unión monetaria⁶" (p.199-200).

Amb tot, les reticències a avançar cap a la consolidació d'un Tresor europeu són molt fortes a Alemanya, com ho demostra la presa en consideració pel Tribunal Constitucional alemany del recurs d'empara presentat per 35.000 ciutadans alemanys en contra del ESM i de les operacions de compra de deute en el mercat secundari (OMT) per part del BCE, ja que l'article 123 del Tractat Europeu, prohibeix al BCE la compra directa de deute dels Estats membres o el seu rescat mitjançant la concessió de crèdits.

Sembla pertinent recordar, en relació a aquestes posicions més reticents, que les vies de finançament del Tresor públic poden estar obertes a diferents fonts d'ingressos a part dels impostos, com ho puguin ser: "(...) la emisión de deuda por el Tesoro público suscrita por el sector financiero, las empresas, las familias o unidades no residentes en el país. También podrían no estar cubiertos ni por recaudaciones fiscales ni por emisiones de deuda, sino por el acceso directo de la Administración pública al Banco Central. En la actualidad, la independencia que se ha concedido a los bancos centrales por parte de los gobiernos y la confianza otorgada a los mercados financieros ha limitado este supuesto, así como, lo que es similar, la intervención de los bancos centrales en el mercado primario de la deuda: es el caso del BCE (...) pero también de la Fed. Las operaciones de mercado abierto permiten efectuarlo de manera indirecta mediante la intervención en los mercados secundarios.

Sobre esta cuestión conviene agregar (que) (...) adaptar la cuantía del gasto público al requisito de equilibrar el presupuesto menosprecia insensatamente el uso que puede hacerse del gasto público en la regulación de una economía. No únicamente como un importante elemento de la demanda junto al sector privado y el sector exterior sino también como agente capaz de actuar sobre la productividad a través de inversiones en infraestructuras y en servicios a la sociedad. Naturalmente, el gasto público debe quedar controlado pero parece absurdo limitarlo arbitrariamente cuando existe capacidad productiva no utilizada por la actividad privada ni por el sector exterior" (p.183-184).

⁵ Compromís adoptat per Espanya el setembre de 2011 amb la modificació de l'article 135 de la Constitució Espanyola (CE), per l'acord majoritari entre el PSOE-PP.

⁶ Amb la implementació del nou procediment aprovat per la UE amb el nom de *Semestre Presupuestari Europeu*.

Mentre no s'acaben de resoldre les limitacions de l'arquitectura institucional de l'euro, es continuen fent contínues apel·lacions a les reformes estructurals, especialment en relació al mercat de treball, als guanys de competitivitat i a resoldre els problemes derivats pel finançament de la crisi, a través de generar uns excedents comercials a través de les exportacions, però s'oblida que "(...) no todos los países pueden ser exportadores al mismo tiempo, y las exportaciones netas de los unos se corresponden con las importaciones netas de los otros, con el carácter depresivo que para estos últimos significa destinar una parte de la renta a un gasto exterior; es por lo que Keynes proponía que, en los desequilibrios internacionales, también los países acreedores cargasen con una parte del ajuste a que estaban condenados los países deudores. Estos con su demanda mantienen una parte de la demanda mundial (el caso más claro es el papel desempeñado por el déficit norteamericano en la economía mundial).

Dos observaciones adicionales. El crecimiento basado en la exportación en países que no tienen un elevado nivel de desarrollo ejerce una gran presión para exportar a cualquier precio, aplazando quizá decisiones sobre el desenvolvimiento a largo plazo. De esta suerte, se mantienen salarios inaceptables, se descuidan el medio ambiente y las condiciones de trabajo, se debilitan los mecanismos reguladores para así facilitar la entrada de capital, etc.

Se advierte, además, que territorios con una larga tradición exportadora suelen tener dificultades para cambiar su estrategia y dirigir su producción al mercado interior. Se aduce el caso de Alemania y Japón, donde las industrias exportadoras han ganado suficiente fuerza para contrarrestar los intentos de realizar políticas alternativas" (p.207).