

RESEÑA DEL LIBRO *LES DETTES  
PUBLIQUES À LA DÉRIVE. ANATOMIE  
D'UN MONDE FINANCIÈREMENT  
FRAGILISÉ* (Eyrolles, París, 2018)

FERNANDO G. JAÉN

Le Cercle Turgot es, en Francia, el Círculo que lleva el nombre del eminente Anne Robert Jacques Turgot (1727-1781), ministro de Hacienda de 1774 a 1776, economista y alto funcionario público, al que el profesor Alessandro Roncaglia (en su Breve historia del pensamiento económico. Prensas de la Universidad de Zaragoza, 2017), sitúa de puente entre los fisiócratas y Adam Smith y le considera hombre de la Ilustración que atribuye un papel importante al capital y a los empresarios capitalistas.

Este Círculo está formado por expertos del mundo de las finanzas, dirigentes de empresas e instituciones financieras y profesores universitarios, y ha publicado, en marzo de 2018, un libro monográfico con la contribución de varios autores: *Les dettes publiques à la dérive. Anatomie d'un monde financièrement fragilisé* (Eyrolles, París, 2018), que es título alarmante, reforzado por el subtítulo, que forzosamente ha de atraer al lector de formación económica interesado en la situación económica presente, aunque también suscitará el interés del empresario consciente del entorno económico e incluso del ciudadano que se toma en serio la realidad económica que le circunda, así sea, porque acaba traduciéndose en impuestos que habrá de pagar.

Que hay fundamento para tratar el asunto de las deudas públicas, se puede ver en el gráfico siguiente, tomado de la publicación del Fondo Monetario Internacional:

Cuadro N.º 1  
DEUDA PÚBLICA BRUTA



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: WEO = *Perspectivas de la economía mundial*.

<sup>1</sup>Los datos más recientes sobre Japón reflejan las revisiones metodológicas exhaustivas adoptadas en diciembre de 2016.

<sup>2</sup>Los datos hasta 2000 excluyen Estados Unidos.

<sup>3</sup>Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido.

Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.

Tras la II Guerra Mundial, la deuda pública bruta agregada de las principales economías avanzadas (tal y como quedan fijadas en las notas al pie del gráfico, o sea, sin contar con EE. UU. hasta el año 2000, y sin que computen las deudas de, por ejemplo, España, Italia y Grecia), fue reduciéndose, desde el nivel de 110% del PIB aproximadamente, hasta la primera crisis del petróleo, en los años 70, en que se situaría en el 30% aproximadamente, para retomar la senda alcista con un descenso en el período previo a los primeros efectos de la crisis de las subprimes, hasta situarse en el 120% aproximadamente ya adentrados en la crisis.

Este libro del Círculo Turgot empieza con un prefacio de Michel Pébereau, inspector de hacienda y presidente del grupo bancario francés BNP desde 1993 hasta 2011, y fue redactor, en el año 2005, de un informe sobre la deuda pública en Francia, por lo que no es de extrañar que en el prefacio se centre en este país, resaltando el aumento de la deuda pública, que fue el 20% del PIB en el año 1980 y está alcanzando el 100% cuando escribe, con un Estado en déficit de sus cuentas desde el año 1974. Los déficits de las

Administraciones públicas, son el resultado de la resta entre ingresos y gastos, y, en esta tesitura, él atribuye la causa del déficit, no a la insuficiencia de ingresos, sino al gasto público excesivo (57% del PIB), que sitúa a Francia en el dúo de cabeza de la OCDE, afirmando que la experiencia indica este nivel de gasto no genera ni crecimiento económico ni empleo, por lo que deduce que está en la conveniencia de Francia reducir su gasto público. Otro aspecto importante sobre el que se pronuncia es el del borrón y cuenta nueva de la deuda pública que proponen algunos al modo de países latinoamericanos, y que él considera que significaría la pérdida de uno de los activos diferenciales más importante: el estado de derecho, de la propiedad, de los contratos y de los tribunales independientes para hacerlos respetar.

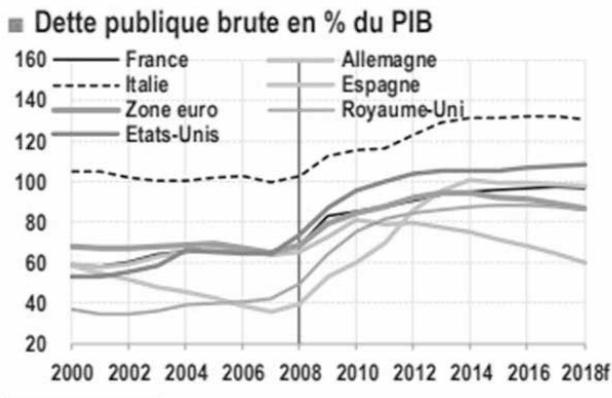
Pasemos a la introducción, en la que el presidente y fundador del Círculo Turgot, Jean-Louis Chambon, toma como eje de su texto las ideas de Turgot (para adentrarse en él, véase el libro de Paloma de la Nuez, por mí reseñado: Turgot, el último ilustrado, en SYN@PSIS N.º 52, mayo-junio de 2011). Toma la expresión concisa de éste al ser recibido por el rey el 25 de agosto de 1774: "Ni bancarrota, ni aumento de impuestos, ni empréstitos.", sólo queda la reducción del gasto y añadir reformas estructurales. El rey se deshizo de él tras 20 meses y 18 días desde su nombramiento como «Contrôleur général». El autor de la introducción adopta las ideas mencionadas y coincide con Michel Pébereau en que la solución propuesta debe ser la reducción del gasto público, si bien insistiendo en las reformas estructurales.

El resto de textos se encuadran en las tres partes sustanciales del libro: La parte 1, dedicada a las enseñanzas del pasado y al análisis teórico, con tres capítulos, a saber: El primero, de Frédéric Burguière, se centra en la experiencia japonesa de anulación de deudas por diversas vías a lo largo de su historia, capítulo de sumo interés y que merece que el lector le preste atención, no en vano alcanzó un ratio de deuda del 250% sobre el PIB y su estado es el más endeudado del mundo por encima del 6% sobre el PIB en promedio durante desde hace veinte años, y el Banco de Japón fue el primero en practicar una política monetaria no convencional, en marzo de 2011 (p. 25). El segundo, de Jean-Jacques Pluchart, presenta los paradigmas del endeudamiento público, repasando

sucintamente las doctrinas liberal, keynesiana, la equivalencia ricardiana y el retorno a la “regla de oro”, así como los diversos tratamientos que se majean para acometer el problema de la UE y su deuda, los instrumentos monetarios no convencionales y la tentación de medidas más radicales para dominar la deuda pública tras la crisis de 2007, concluyendo que, tras tres siglos de reflexiones teóricas y experiencias prácticas, seguimos sin lograr una solución de consenso. El capítulo tercero, responde a la pregunta que le da título: ¿Tienen eficacia las reglas presupuestarias? Francia frente a los criterios domésticos y europeos, en el que el autor, Bernard Schwengler, nos facilita cuadros con la evolución de la deuda pública de los principales países de la UE, Japón y EE. UU., mostrando los cortes, para él significativos: años 1995, 2007 y 2014, en los que se ve que varios países redujeron considerablemente sus niveles relativos de deuda pública entre 1995 y 2007, período en el que Alemania, Francia y Japón aumentaron su deuda pública sobre el PIB.

Permítaseme una nueva intrusión aportando un gráfico reciente facilitado por la BNP Paribas, que puede serle útil al lector a modo de complemento y contraste:

Cuadro N.º 2  
DEUDA PÚBLICA BRUTA EN % SOBRE EL PIB



Fuente: BNP Paribas. W. de Vijlder en ECOFLASH, 20 septiembre 2018.

Del año 2000 al inicio de la crisis, se mantienen más o menos los niveles de endeudamiento público (excepto España, que reduce considerablemente su deuda pública, desde el 60% del PIB hasta por debajo del 40%), pero con la crisis se disparan en todos los países considerados, excepto Alemania.

Pasemos a las reglas presupuestarias adoptadas por los países, que pasó de 5 en el año 1990 a 96 en 2015, que el autor nos define y aclara, distinguiendo las que tienen naturaleza jurídica de las que la tienen política, pasando a analizar su eficacia en el caso de Francia, en dos vertientes: las reglas europeas y las nacionales, tratando someramente las principales (entre las europeas: la del 3%, la del equilibrio a medio plazo y el límite al endeudamiento, señalando sus puntos débiles de carácter general). Las reglas domésticas francesas, las pasamos por alto aquí por no ser de interés general, pero el lector interesado en comparaciones puede acudir al libro.

La parte 2 lleva por título “Un mundo que abusa de la deuda”, comprendiendo los tres capítulos siguientes: el cuarto, de Jean-Claude Gruffat, de extenso título, dedicado a los EE. UU., a su sistema fiscal, descrito sucintamente pero con gran claridad y al que califica de complejo y arcaico, con un Código de impuestos que supera las 2.600 páginas, resaltando que tanto demócratas como republicanos no se deshacen de las inercias del gasto público y comparten la responsabilidad del aumento de los déficits. Los gastos del Gobierno federal fueron inferiores al 5% del PIB desde la creación de los EE.UU. hasta la Gran Depresión de 1930, con excepciones como su guerra civil y la I Guerra Mundial; en el año 2008, alcanzó el 25%. También nos ofrece un breve recorrido por la historia de la deuda americana desde sus orígenes, en que empezó con un 30% del PIB, cumpliendo sus pagos. Con las administraciones de Roosevelt y Truman, en la II Guerra Mundial, alcanzó el 112%, pasando la deuda federal de 3.300 millones de dólares en el año 2001 a 12.000 millones de dólares en el año 2013 y superior a los 20.000 millones después. En el capítulo quinto, Isabelle Job-Bazille, se plantea si el volumen de las deudas europeas es un obstáculo a la integración de la Unión, por más que a mí me asalte la duda de si es correcto considerar buena dicha integración. Nos resume los mecanismos de la UE puestos en marcha tras la crisis de 2008, aceptando que hubo “una insuficiencia crónica de regulación y de

supervisión.” (p. 115), opinión que siempre se puede decir, pues siempre habrá alguna insuficiencia, pero que, en términos generales, no comparto. Otra cosa es la supervisión, la responsabilidad de los Bancos centrales, a los que nadie ha pedido cuentas (por más que haya sinceridades bochornosas, como la del exgobernador del Banco de España, Miguel Ángel Fernández Ordóñez: “A mí, lo que me divierte es ver lo que no se ve. Y es verdad que no vi el tema bancario” Entrevista concedida a *El Confidencial*, 2018-09-16 ¿Cómo es posible que un gobernador del Banco de España “no viera el tema bancario”?!). La autora recoge las diferentes vías de absorción de la deuda de la Unión con el menor dolor posible, entre los que están las transferencias de los ahorradores hacia los deudores (en este caso el Estado (p. 125), con el juego de los tipos de interés reales negativos. El capítulo sexto es de interés manifiesto. Jean-Luc Buchalet y Christophe Prat nos adentran en la deuda China y en su economía. Los autores sitúan la deuda china en 277% del PIB en 2016 (cuando era el 151% del PIB en 2006), siguiendo a l Banco UBS citado a pie de página 137, atribuyendo el 68% al Estado central y las administraciones locales, 45% las familias y 164% las empresas. Deuda ampliamente en manos de inversores domésticos y protegida con unas reservas de cambio de 3.000 millardos de dólares (p. 140). Los desequilibrios de la economía China son diversos, por ejemplo: el 10% de las familias más ricas poseen el 84% del total de activos (p. 152); en tanto la población china es el 19% de la población mundial, mientras que el consumo familiar es tan sólo el 10% del mundial, con un peso relativo en la economía china de tan sólo el 39%; sin olvidar que el endeudamiento de sus empresas en relación al PIB es el más elevado del mundo, y el endeudamiento local preocupante (en los municipios y condados, aumentó un 31% entre 2010 y junio de 2013). El autor menciona los cálculos de Liu Haiying que hacen pensar en el parecido a una pirámide de Ponzi. Crecimiento de la masa monetaria M2, pasando del 82% del PIB en 1990 a 195% en 2010, y proviene, no de la creación monetaria del Banco central, sino de la explosiva demanda de crédito de las regiones. Sobreinversión y caída de la tasa de rendimiento del capital, que según Bai Zhongen, y confirmadas por Liu Haiying, ha pasado de ser 15,7% en 1993 a 2,7% en 2012 (p.149). Aunque el autor reconoce que los optimistas han

llevado la razón en cuanto al aterrizaje suave de la economía china, bien pudiera haber una crisis larvada, que da título del último epígrafe antes de las conclusiones. A modo de complemento, el lector puede leer el monográfico Géopolitique de la Chinede la revista DIPLOMATIE (Les grands dossiers n° 45, junio-julio 2018).

Y entramos ya en la Parte 3, titulada “¿Qué cambia el Quantitative Easing?”, empezando por el capítulo siete, “El Quantitative Easing y la financiación de la economía. Por Vivien Levy-Garboua y Gérard Maarek, que parten de dos afirmaciones muy al uso: 1) que el Quantitative Easing (QE, en adelante) inyecta una enorme cantidad de liquidez y 2) si eso no se produce, es porque los bancos no la reinyectan. De la primera nos dicen que es falsa y de la segunda que es doblemente errónea. Contraponen tres aseveraciones: 3) que el éxito del QE depende del comportamiento del sector no financiero y en primer lugar de la demanda de crédito (yo añadiría “solvente” o, al menos “atendida”), y que, de ser muy débil, puede resultar contraproducente el QE; 4) al abandonar el QE, el éxito dependerá del grado de confianza de los actores económicos y de la capacidad del Banco central de guiar el proceso; 5) la QE es, ante todo, una política de acción sobre los tipos a largo plazo, con la finalidad de abaratar a los Estados el pago de la deuda pública, y tras estas afirmaciones, el resto del capítulo es la argumentación técnica que soporta su opinión sobre las cinco afirmaciones. El penúltimo capítulo, el octavo, de Hubert Rodarie, se intitula “El «canto del cisne» de los sistemas de gobierno macroeconómicos «modernos»”, y su mérito principal está, a mi entender, en poner sobre el tapete la responsabilidad de los Bancos centrales en el origen de la crisis, al igual que señala que tras diez años de probar la ZIRP (Zero Interest Rate Policy) y la QE, ha tenido efectos limitados en el fondo; proclama la necesidad de una nueva óptica sobre la deuda pública, calificándola de “reliquia bárbara” cuando los tipos son cero o negativos, asemejándola a la función del oro, que no produce nada y sólo su incorruptibilidad le permite ser un valor propiamente hablando (p. 193); también plantea la posibilidad de borrar la deuda pública en manos del Banco central, analizando posibles consecuencias, una vez reconocida la monetización de la deuda, para dedicar sus últimas páginas a von Mises en relación al cálculo económico y su distorsión por la ZIRP y la QE; tal vez, para

comprender mejor sus propuestas convenga acudir a sus libros: *La Pente despotique de l'économie mondiale* (Salvator, 2015) y *Dette et Monnaie de singe* (Salvator, 2011). El último capítulo, el noveno, "La demanda de deuda soberana y la puesta en cuestión del estatuto de «activo seguro», por Jean Boissinot, nos sugiere una hipótesis original: la crisis como producto de la demanda de activos "seguros", al modo de la formulada por Ben Bernanke cuando las crisis asiáticas de 1997-1998, al ver que el aumento del tipo de interés de intervención a corto por la FED del 1% al 3% a partir de 2004, no dejaba inalterados los tipos a largo plazo, sugirió que podía ser fruto de una demanda creciente de títulos "seguros" proveniente de esos países principalmente (nota 1, pág. 207). Resultaría que la escasez de títulos de deuda pública conduciría al sistema financiero a crear sucedáneos de «activos seguros», que serían sucedáneos imperfectos de aquellos, de manera que la crisis podría explicarse a partir de esa creación por medio de la titulización», si bien, luego vendría la pérdida de valor como tal (dejarían de ser «activos insensibles a la información, que sería definición moderna de activo seguro) y luego los inversores buscarían refugios en «activos seguros» más robustos, y, vista la aversión al riesgo, los bancos centrales adquirirían estos títulos en el marco de la QE para inducir a los inversores a asumir riesgos. No me convence, para empezar porque la crisis no empezó por la deuda pública, que ha venido a ser consecuencia para salvar el sistema; y tampoco me queda claro que hubiera necesidad de títulos sustitutivos de deuda pública segura, para al primer susto de la crisis los inversores se pusieran a buscarla (cuando se supone que escaseaba hasta el punto de haberse creado los sucedáneos).

Y ya nos queda sólo abordar las conclusiones, elaboradas por Frédéric Burguière. Recogiendo algunas de las ideas expuestas por los diversos autores en sus respectivos capítulos, traza un panorama moderadamente sombrío: la deuda acumulada (del 59% en 2008 a 94% en 2015, según el Banco Mundial) y la continuidad de los déficits, inclinan al pesimismo frente a una próxima recesión; modera el alarmismo la adopción del QE por la Tríada (USA, Japón, UE) y el manejo original de las reservas de cambio que ha mostrado China. Equilibrio frágil que se sustentará en la monetización de la deuda pública, empujando a la recomposición de las carteras

hacia activos más arriesgados con la alternativa para los ahorradores de mantener altos niveles de liquidez no remunerada, con pérdidas importantes del valor de su capital en el horizonte. Déjese decir con simpleza: la crisis generada por los deudores, la tienen que pagar los ahorradores, mayor contrasentido imposible... salvo que aceptemos que la economía es manejo de los asuntos por los poderosos, como viene siendo a lo largo de la historia de la Humanidad; eso sí mediante discursitos convincentes y técnica que enmascare la realidad a ojos no avisados. Que se denomine «eutanasia del rentista» (Keynes), o no, a la erosión de la renta derivada de las inversiones de los fondos de pensiones, por ejemplo, no empecé que lo que puedan percibir quienes han confiado su dinero a dichos fondos reciban menos de lo esperado, incluso puede que menos de lo que guardaron, así el autor de las conclusiones señala que “Los rentistas de la primera mitad del siglo XX han visto efectivamente desaparecer su capital en una cuarentena de años, mientras que ellos esperaban vivir de sus rentas.” (p. 225) Nadie deberá sorprenderse de que la clase media se oriente políticamente a favor de los llamados «populismos» cuando ya empieza a percatarse de que va a ser expoliada.