

# “És políticament inacceptable que els inversors no assumeixin cap risc”

Jordi Galí Garreta (Barcelona, 1961) és director del Centre de Recerca en Economia Internacional (CREI), catedràtic de la Universitat Pompeu Fabra i professor de Recerca de la Barcelona Graduate School of Economics. Especialista en cicles econòmics i política monetària, també és membre del CAREC (Consell Assessor per a la Reactivació Econòmica i el Creixement, creat per la Generalitat), presideix la European Economic Association i és membre del Col·lectiu Wilson d'Economistes que defensen la viabilitat econòmica de l'estat català.

**E**l Banc Central Europeu ha anticipat una previsió de creixement per al 2016 de l'1,8%. És l'anunci esperat de la sortida de la crisi?

—Sortir de la crisi és quan de manera continuada i persistent les taxes de creixement estan en nivells normals o fins i tot per sobre dels nivells normals per recuperar el camí perdut, l'ocupació creix de manera clara i continuada i les taxes d'atur es redueixen de manera significativa trimestre rere trimestre. No estem en aquesta situació.

—No s'ha produït cap avanç que doni una mica d'esperança?

—Hem sortit de la crisi en el sentit més restringit, la recessió s'ha acabat en el sentit que les taxes de creixement per a la zona euro són positives en el seu conjunt. I poca cosa més.

—El BCE manté els tipus d'interès al 0,25% en nom de l'estabilització econòmica, tot i que el mercat esperés alguna mesura d'estímul monetari. La decisió és correcta?

—Poden reduir els tipus al 0%. A efectes pràctics té molt poc impacte directe, però és important en el sentit del senyal que envia als mercats de compromís per part del BCE de tenir polítiques monetàries expansives. Al mateix temps, és molt controvertit, perquè hi ha països com Alemanya que comencen a estar molt preocupats per la possible existència d'una bombolla immobiliària. Són països que no han experimentat una recessió forta, la taxa d'atur ha continuat disminuint, i en alguns països hi pot haver una inflació incipient quan la zona euro es recuperi.

Hi ha la preocupació concreta de taxes d'endeutament altes i de taxes de creixement del preu de l'habitatge molt altes. Si aquests països, sobretot Alemanya, poguessin decidir la seva política monetària, claríssimament no tindrien uns tipus d'interès tan baixos. Per tant, la decisió del BCE és un episodi clar de conflicte d'interessos dins de la zona euro.

—Té marge de maniobra, el BCE, amb uns tipus ja tan baixos?

—Hi ha coses que el BCE no ha fet i que potser farà, com per exemple posar tipus d'interès negatius en els dipòsits dels bancs al BCE. Això faria que en comptes de tenir tants diners aparcats en forma de dipòsit al BCE les entitats financeres tindrien un incentiu per atorgar crèdit al sector privat. I poden fer



JORDI PLAY



el que fa la Reserva Federal dels Estats Units, anunciar de manera explícita el temps que mantindran els tipus d'interès als nivells molt baixos actuals.

**—Quina afectació té per al ciutadà la política del preu del diner del BCE?**

—Les decisions que pren el BCE van encaminades a garantir l'estabilitat dels preus, i no pas a afavorir els ciutadans o les empreses. Ara bé, les decisions no són neutrals, afavoreixen uns agents més que d'altres o fins i tot perjudiquen uns i no altres. En el cas dels tipus d'interès és molt clar. Quines persones han resultat afavorides per aquesta política de baixada del preu del diner tan persistent? La gent que estava endeutada amb tipus d'interès variables, perquè ha estat un coixí davant la crisi, els pagaments

que han de fer al banc en concepte de retorn de la hipoteca s'han mantingut molt baixos i fins i tot han disminuït. Imaginem el que hauria estat en un escenari de pressions inflacionistes, que el BCE hagués hagut d'apujar tipus d'interès, els efectes de la crisi haurien estat catastròfics.

**—En el cantó oposat dels endeutats hi ha els estalviadors. S'entén que són els principals perjudicats per la política de tipus baixos?**

—Els estalviadors que tenen els seus diners en deute públic o dipòsits obtenen una rendibilitat pràcticament nul·la, i que no et donin cap rendiment durant un any no és la fi del món, però que any rere any els teus estalvis no tinguin cap rendibilitat... És un problema especialment per a la gent que confiava

en el rendiment dels seus estalvis per finançar-se la jubilació, etc. El debat en aquest sentit és intens als EUA i a Alemanya.

**—I les entitats financeres?**

—Ara tenen un accés a un finançament sense límit per part del BCE a un tipus d'interès del 0,25%, i tot això sense límit de quantitat, que poden invertir en actius que els donin una rendibilitat més alta. És a dir, els bancs se n'han beneficiat força, d'aquesta circumstància. Una altra cosa és que els beneficis que alguns bancs estiguin obtenint puguin caure a causa del creixement de la morositat.

**—De Grècia, no se n'ha parlat gaire més, però el problema no ha pas desaparegut del tot.**

—El problema ha desaparegut en la mesura que Grècia té actiu un programa

d'assistència per part de la UE i, per tant, té accés a finançament privilegiat a uns tipus d'interès molt baixos. En aquest sentit no hi ha cap perill a curt termini. Ara bé, aquest programa d'assistència financera arriba a la seva fi aviat, i la UE es trobarà un cop més davant del dilema de si ha d'aprovar un nou programa o no. Seria molt difícil imaginar-se que la UE no el renovés.

**—Hi ha més països que es puguin trobar en una situació similar? A l'Estat espanyol la taxa d'atur continua essent molt alta i no hi ha indicadors clars de recuperació econòmica...**

—Si hi hagués una nova recessió deguda a algun xoc que ara no podem imaginar, clarament, totes les economies perifèriques, potser amb l'excepció d'Irlanda, que s'ha recuperat ràpidament, estarien en una situació crítica, particularment Grècia, Portugal i Espanya, i depèn del tipus de xoc, també podria afectar especialment alguna economia que ara no està en una situació delicada. Ara bé, si no hi ha cap xoc extern, allò previsible és que les coses vagin millorant gradualment en tots aquests països perifèrics.

**—La UE se'n pot sortir del tot sense acceptar determinades quitances del deute?**

—El deute sempre es pot tornar, la qüestió és quins costos s'han d'assumir per tornar el deute. El cas de Grècia és el més extrem quant a ràtio de deute públic respecte al PIB, i és possible que sigui necessària una altra quitança. Jo sóc dels que seria partidari que la quitança fos un mecanisme d'ajustament que s'utilitzés amb normalitat. Una quitança no vol dir que l'inversor perd tots els seus diners, senzillament una fracció, o que el pagament d'interessos se suspèn durant un període determinat, o es perd un percentatge de la inversió.

**—L'inversor està acostumat a no córrer riscos, és qui té el poder.**

—Ens hem d'acostumar de cara al futur que la quitança sigui un mecanisme normal. De fet, ja es preveu que totes les emissions de deute tinguin clàusules de negociació en cas d'una situació difícil, com es fa quan n'hi ha una de suspensió de pagaments per una empresa, en què tots els creditors de forma col·lectiva assumeixen una part de les pèrdues.

**—Voleu dir que la UE ja treballa en aquesta direcció?**



JORDI PLAY

—La UE és conscient per la pressió dels nostres veïns del nord, en què els únics que acaben perdent són els contribuents, i mai els inversors. Els inversors no assumeixen cap risc, i això políticament és inacceptable. Tothom, inversors i reguladors, han de ser conscients que perdre diners és una possibilitat, i això és bo perquè d'entrada farà que els inversors vigilin més els estats, quan un estat actui de manera irresponsable en la seva política fiscal, els tipus d'interès pujaran molt pel risc d'impagament, atès que no hi haurà aquesta garantia. El problema és que en el cas europeu, hi ha un compromís que no hi hagi una quitança imposada des de dalt. Es va dir que el cas grec era únic, excepcional i que no es tornaria a produir. Això està per escrit.

**—Amb Grècia hi havia l'amenaça que seria expulsada de la zona euro, o fins i tot que Grècia en sortiria voluntàriament. Alguns economistes sostenen que si l'Estat espanyol estigués fora de l'euro sortiria abans de la crisi.**

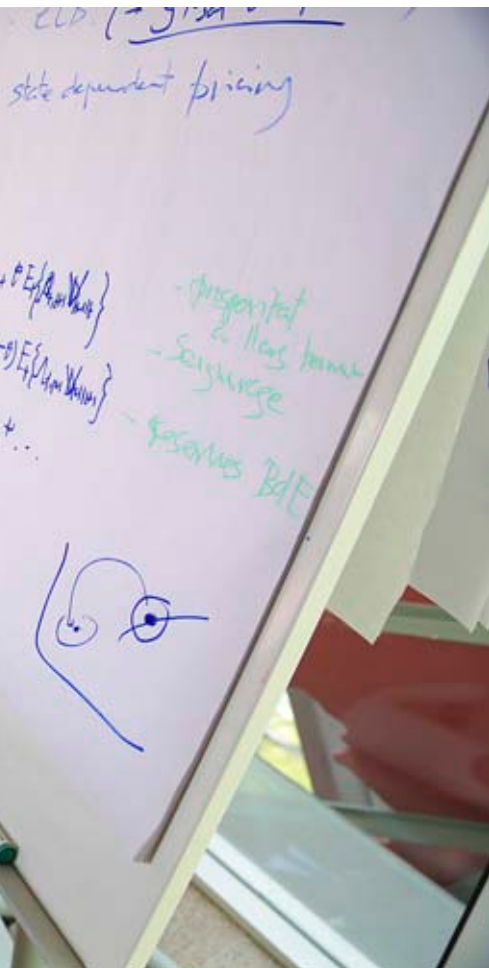
—Sense cap dubte que sí!

—...

—Si no estiguéssim dins l'euro, la crisi econòmica hauria estat més lleugera, sens dubte. No ser a l'eurozona ens portaria a una situació que des del punt de vista de la recuperació econòmica seria desitjable, perquè et permetria una devaluació de la moneda i un increment de la competitivitat del 20% en pocs mesos. Però sortir-ne ara i crear un sistema monetari partint de zero és complicat, perquè les expectatives que això es produeixi immediatament et generen una sortida massiva de capitals. Aquest és el gran problema. Però en una situació de desesperació absoluta, que l'atur continua augmentant molt per sobre dels nivells actuals, que se sortiria de l'euro està clar. Abans que hi hagi un conflicte civil i revoltes als carrers i caos, fas el que sigui.

**—La hipòtesi que l'Estat espanyol abandonés l'euro no és descartable?**

—No ho és, cap país no pot descartar aquesta hipòtesi. De fet, en el cas es-



panyol, ha estat una hipòtesi de treball durant un temps, i no hi ha motius per pensar que en un futur, per unes altres circumstàncies que ara no podem ni imaginar, no sigui així. Aquestes tensions sempre hi són, i no podem descartar que calgui tenir una política monetària pròpia com els suecs o els britànics, que en cap moment no voldrien renunciar-hi, perquè els dona el marge de manobra per ajustar la política monetària als teus propis interessos.

**—En el pla teòric, una unió monetària hauria de funcionar. Què falla amb l'euro?**

—Una unió monetària pot funcionar si està ben dissenyada. L'euro està ben dissenyat, però hi ha massa heterogeneïtat, són economies més diferents del

que es pensava, o potser la creació de l'euro no ha portat a una convergència tan ràpida i tan forta com la que ens pensàvem. De fet, en algunes dimensions s'ha produït una divergència.

**—És una unió monetària, però no una unió econòmica real.**

—El fet que no hi hagi un sistema de transferències fiscals automàtiques que porti que els països que han experimentat un xoc advers més fort tinguin uns recursos addicionals de la resta de la UE complica les coses, i el fet que hi hagi una mobilitat de treball mínima, i que per tant puguin persistir diferències d'atur com les actuals entre l'Estat espanyol, Grècia i Alemanya i Àustria, no ajuda.

**—Existeix la unió monetària ideal?**

—No existeix enlloc, però els Estats Units hi estan força a prop, tot i que determinats moments hi ha determinades regions que preferirien unes altres polítiques monetàries.

**—Té futur l'eurozona?**

—L'euro sí que té futur, però un futur diferent al d'ara. És força clar que hi ha una zona a Europa, el centre i el nord d'Europa, que configuren quelcom que és molt proper a una unió monetària ideal, en el sentit que tenen institucions molt semblants i un cicle econòmic molt sincronitzat, i de fet es demostra amb el fet fins i tot abans de la creació de l'euro, molts d'aquests països ja seguien la política monetària alemanya. Ara bé, el gran dilema és si poden conviure de manera persistent aquests països amb tots els altres. I això no està clar.

**—L'euro de les dues velocitats.**

—El més probable és que l'eurozona continuï com fins ara i que de mica en mica s'hi afegeixin, amb reticències, alguns països. Però si tornés a haver-hi una situació molt complicada amb un altre cas com el de Grècia, o que a l'Estat espanyol es compliqués la situació, els alemanys ja haurien dit prou. Hi ha una percepció molt clara en aquests països, sobretot Alemanya i Holanda, que els seus impostos s'estan utilitzant per ajudar-ne altres, amb els quals no

necessàriament tenen una identificació molt forta, i els quals no són precisament pobres. Hi ha unes estadístiques que es van distribuir a Alemanya que van escandalitzar totalment la societat, si bé no estaven del tot actualitzades perquè no reflectien la caiguda dels preus dels pisos, però que demostrava que la riquesa mitjana d'un ciutadà grec està per sobre de la riquesa mitjana d'un ciutadà alemany. Com justifiques que els contribuents hagin de posar en risc el seu país per això? És una qüestió política, de potenciar la solidaritat, però si això estimula un comportament irresponsable per part d'alguns estats...

**—I la UE com a unió d'estats si no es fan passos endavant?**

—El que s'està fent ara és una sortida cap a endavant. Cada crisi que viu la UE, i en viu moltes, la resol fent un pas endavant, i això és arriscat, perquè d'una banda ens pot portar al camí de la unificació més gran, però de l'altra ens condueix a una situació en què les tensions poden augmentar en la mesura que els països desitgin fer polítiques diferents i tinguin les mans cada vegada més lligades per la UE. En qualsevol cas, hi ha el Regne Unit, que és la peça que sempre impedirà, amb ells, que aquesta unificació es produeixi de manera molt intensa.

**—Parlem de l'Estat espanyol. La proposta de reforma fiscal d'un equip d'experts apunta a la devaluació fiscal, tal com reclama el FMI i la Comissió Europea. És a dir, apujar els impostos indirectes a canvi de rebaixes en les cotitzacions socials. Asseguren que faria créixer el PIB i l'ocupació, però alguns experts ho neguen. Quina és la vostra posició?**

—Des del CAREC ja vam proposar la devaluació fiscal, que pot mantenir neutrals els ingressos de l'estat però redueix els costos relatius dels béns produïts, i per tant fa les empreses del país més competitives. En aquest sentit, la mesura no és qüestionable: l'augment del tipus de l'IVA és neutral des del punt de vista de la competitivitat exterior, perquè s'aplica tant als productes importats com als exportats, però certament el marge de maniobra és molt petit. Són percentatges tan baixos que no faran que sortim de la crisi ràpidament, però van en la bona direcció.

**—Si al ciutadà li rebaixen el sou i puja el preu dels productes via IVA,**

**“En cap cas no es pot descartar que en un futur Espanya o algun altre país hagués de sortir de l'eurozona”**

**com s'explica la reactivació de l'economia?**

—Totalment d'acord. La meua recerca acadèmica se centra en aquesta qüestió. En quin sentit reactiva l'economia? Només a través d'un canal, que és la competitivitat respecte a l'exterior. Ara bé, els efectes serien molt graduals.

**—Tècnicament, també es poden abaixar els tipus d'interès del BCE. Però ara ja estan sota mínims.**

—Teòricament, la reducció dels costos salarials portaria a una disminució de les pressions inflacionistes, el banc central aleshores naturalment reduiria els tipus d'interès, i aquesta reducció estimularia la demanda agregada, la producció, l'ocupació, etc. Però el BCE no reduirà els tipus d'interès pel que passi a Espanya exclusivament. Ni en el cas de la unió monetària en el seu conjunt ni els Estats Units, aquest és un canal que pugui funcionar actualment, perquè els tipus d'interès ja no poden baixar més.

**—Si aquest canal està bloquejat, només queda el camí de la reducció salarial?**

—Només queda el canal de la competitivitat exterior, els efectes del qual són lents. Quan un país té la seva pròpia política monetària i pot devaluar la seva moneda, el mateix efecte s'aconsegueix d'un dia per l'altre. Ara bé, no ens enganyem, les conseqüències sobre els salaris reals, el poder adquisitiu de les persones, són els mateixos, i són negatius. Si vols millorar el preu relatiu dels teus béns i la teva productivitat no pot augmentar d'una manera màgica, ne-

**—L'informe dels experts també entra en la fiscalitat de les comunitats autònomes, i proposa homogeneïtzar la política fiscal de tots els territoris per evitar la competència interna.**

—Els límits els ha d'imposar la competència, si una comunitat autònoma fa coses excessives en el terreny fiscal ja ho pagaran, les empreses no es localitzaran allà i la gent marxarà. La competència és bona, es produeix a la UE, entre els estats als EUA, entre cantons suïssos, etc. Però no és just que algú s'erigeixi com a àrbitre i que lligui les mans dels qui haurien de competir.

**—Sou especialista en cicles econòmics i política monetària. A més, formeu part del Col·lectiu Wilson, un grup d'economistes catalans de prestigi internacional que defenseu amb xifres la viabilitat econòmica d'un estat català. Des del punt de vista de la legalitat i atenent a les característiques de l'economia catalana, quines relacions econòmiques podria establir una Catalunya independent amb la Unió Europea?**

—Hem de ser conscients que no hi ha res que impedeixi una continuïtat absoluta a la UE, si no legal, sí *de facto*, que permeti que ni els ciutadans ni les empreses perceben cap canvi respecte de les relacions econòmiques amb l'exterior. Això és possible, només requereix una decisió política.

**—Només...**

—Certament, és un gran escull, la manca evident de voluntat política, però aquesta continuïtat de Catalunya a la UE afavoreix totes les parts interes-

aranzels al comerç entre Catalunya i la resta d'Europa, restringir la circulació de persones i mercaderies o altres mesures de càstig tindria efectes nefastos per a tothom. Que facin comptes i s'adonaran que l'alternativa a una Catalunya dins la UE és un absurd, que es pot evitar de forma fàcil amb un acord polític al més alt nivell. Amb Escòcia es produirà aquest acord amb tota probabilitat.

**—I amb l'ús de l'euro com a moneda pròpia, el criteri és el mateix?**

—Exactament, no hi ha cap raó objectiva que impedeixi que Catalunya no pugui continuar utilitzant l'euro encara que temporalment no estigués representada al Banc Central Europeu, fins que no fos membre de ple dret de la UE.

**—L'unionisme amenaça amb l'expulsió immediata de l'euro en cas d'independència. Hi ha cap esletxa en la vostra tesi sobre la continuïtat?**

—Andorra utilitza l'euro com a única moneda oficial, i està beneït per la UE. Però aquesta situació ha de ser només transitòria, Catalunya ha de formar part de l'eurozona perquè li convé accedir a tots els mecanismes institucionals. Ara bé, no ser-hi no significaria la inviabilitat de l'estat català. Panamà fa més de cent anys que utilitza el dòlar americà, és un país relativament pròsper, té un sector financer important i no ha tingut crisis financeres importants, sense tenir accés al prestador d'última instància, que en el cas de Catalunya seria el BCE. De fet, no té ni banc central, però per raó de la seva potència econòmica, hi ha prou bancs internacionals instal·lats a Panamà amb accés a aquest crèdit. En el cas de Catalunya, però, entenc que des del minut zero hauria de tenir un banc central i un ens regulador i supervisor del sistema financer. Si no tens un prestador d'última instància, has de tenir un sistema financer sòlid i fiable.

**—Fora de l'eurozona, les entitats financeres amb seu a Catalunya no podrien accedir de cap manera al finançament del BCE?**

—No hi hauria cap impediment a signar un acord perquè això fos possible. Mònaco té aquest acord, quan ni tan sols forma part de la UE.

**—El drama es minimitza.**

—És un drama inventat. Però és ben curiós que es posi tant d'èmfasi en l'accés a la liquiditat del BCE quan, en realitat, la dependència dels bancs espa-

**“Hauríem de fer un esforç més gran per explicar que no volem convertir Catalunya en Cuba, sinó en Holanda”**

cessites una reducció del poder adquisitiu dels treballadors. I això es produeix en tots els casos, no hi ha marge.

**—Ajustar els salaris sí o sí, doncs?**

—L'augment de la productivitat implica reduir els costos laborals unitaris. Com? Via reducció de salaris o via reducció de cotitzacions socials, que també té un límit polític, perquè aquestes cotitzacions socials van destinades a finançar prestacions al ciutadà.

sades. L'única justificació d'una ruta alternativa és que es volgués castigar explícitament Catalunya. Però aleshores Espanya ha d'assumir el càstig que s'aplicaria a ella mateixa, a les multinacionals ubicades aquí, als seus ciutadans, etc.

Quan s'imposen sancions a Cuba o Iran, per exemple, sectors del mateix país que hi feien negoci queden perjudicats i d'altres que en surten beneficiats. Posar



JORDI PLEY

nyols i catalans respecte del BCE s'està reduint de manera accelerada. I si mirem els balanços d'aquests bancs, l'accés a la liquiditat de què s'ha fet ús àmpliament en aquests últims anys no era imprescindible per mantenir el crèdit al sector privat. Res d'això, aquests diners del BCE s'han utilitzat exclusivament per comprar deute públic espanyol i per fer un benefici fàcil aprofitant-se del diferencial del tipus d'interès, assumint,

això sí, un risc d'impagament del deute públic espanyol.

**—Davant d'una hipotètica nova crisi financera, la situació òptima per a Catalunya seria l'eurozona?**

—Sí, perquè no ser-hi és com fer de trapezista sense xarxa. Amb una altra crisi financera, els dipositants percebrien una incertesa més gran, pel fet de no tenir la protecció de la liquiditat del BCE. Però, repeteixo, un acord polític

en aquest sentit és en interès de tothom i amb cost zero.

**—Sortir d'un sistema monetari i crear-ne un de nou té riscos.**

—És clar, això juga al nostre favor, podem continuar a l'euro i no hem d'assumir els riscos de començar de zero amb una altra moneda. Aquí la qüestió és fins a quin punt això se'ns facilita o se'ns dificulta.

**—En tot cas, en la situació financera actual de Catalunya, la viabilitat del nou estat català estaria garantida?**

—Tindria unes perspectives financeres molt millors, perquè tindria prou més recursos en forma d'impostos. Això, en principi, hauria d'afavorir l'accés de Catalunya als mercats de capital privats, perquè suposaria que el deute que emet la Generalitat és més solvent que el que podia emetre quan formava part d'Espanya. Ara, cal veure el context econòmic del moment, perquè no podem preveure quina serà la resposta de l'Estat espanyol i dels altres agents. Si fan res en contra del seu propi interès amb l'objectiu de castigar Catalunya... Si tu vols fer mal a un país i a la seva societat, és fàcil, sense fer una guerra. Amb embargaments i boicots pots fer mal.

**—I no començaríeu a descomptar alguna acció en aquest sentit?**

—No dubto que hi hauria un boicot temporal per part de la població que afectaria un nombre petit d'empreses, però no concebo un boicot de tipus polític, em sembla impensable.

**—Els països europeus no tindran cap interès a deixar de fer negoci a Catalunya.**

—Al contrari, podem ser encara més atractius, però això també depèn de la nostra voluntat de fer un país *business friendly*. Podem construir un país que sigui molt més atractiu que el d'ara, i en aquest sentit potser sí que per part de les institucions i partits es podria fer un esforç més gran per explicar que no volem convertir Catalunya en Cuba, sinó en Holanda.

**—Què caldria explicar o fer?**

—Prendre compromisos i mesures concretes en el mercat de treball, el sistema judicial, el règim fiscal, etc. En definitiva, explicar quin país oferirem i si el volem fer atractiu per a les inversions estrangeres.

*Gemma Aguilera*