

Revista

Núm. 75

econòmica

DE CATALUNYA

 Col·legi d'Economistes
de Catalunya



La crisi i el pensament econòmic

L'Eurogrup, un poder arbitrari a la UE?

Capitalisme global i desigualtat econòmica

7 Presentació

8 Revista d'Economia

Una nota sobre l'Eurogrup.
Un poder arbitrari a la UE?

Josep Lluís Sureda

13 Dossier

La crisi i el pensament econòmic

14 Introducció

Josep Maria Vegara

22 Els historiadors i les grans
crisis econòmiques

Albert Carreras

36 Capitalisme global
i desigualtat econòmica

Joan Esteban Marquillas

42 Una teoria financera de la inversió

Josep Maria Bricall

53 Teories sobre les crisis
financeres

Guillermo de la Dehesa

56 Sobre els Estats Units
i les perspectives globals

Nouriel Roubini

67 Algunes reflexions disperses
sobre els models DSGE

Jordi Galí

71 Tenen futur els models DSGE?

Olivier Blanchard

76 El retorn del keynesianisme
i la vigència de la política fiscal

Antoni Castells

94 Un nou paradigma
per als mercats financers?

Xavier Vives

99 Crítica de Llibres

Literatura i economia

(Joaquim Perramon, ed.)

Valentí Pich



El futur serà millor si obrim la nostra energia.

Cada dia sentim la necessitat d'obrir-nos i interactuar amb altres persones. Això és el que ens permet avançar. Per això hem canviat la nostra forma de fer les coses, basant-nos en la innovació i l'intercanvi, les idees i el progrés. Benvinguts a una era on, **si tots obrim la nostra energia, podrem crear un futur millor.**

Una cosa és dir que treballem en PRO dels professionals. Una altra és fer-ho:

Compte Expansió Plus PRO

1 / 6

Aquest nombre és indicatiu del risc del producte. Així, 1/6 és indicatiu de menys risc i 6/6 és indicatiu de més risc.

Banco de Sabadell, S.A. es troba adherit al Fons Espanyol de Garantia de Dipòsits d'Entitats de Crèdit. La quantitat màxima garantida actualment pel fons esmentat és de 100.000 euros per dipositant.

T'abonem el 10% de la teva quota de col·legiat*

0

comissions d'administració i manteniment.

+ 1%

de devolució en els principals rebuts domiciliats i sobre les compres amb targeta de crèdit en comerços d'alimentació.¹

+

Remuneració fins a

3% TAE

Primer any fins a 2,74% TAE. Saldo màxim remunerable 10.000 euros.²

Truca'ns al **902 383 666**, identifica't com a membre del teu col·lectiu, organitzem una reunió i comencem a treballar.

sabadellprofessional.com

El compte Expansió Plus PRO requereix de la domiciliació d'una nòmina, pensió o ingrés regular mensual per un import mínim de 3.000 euros (se n'exclouen els ingressos procedents de comptes oberts en el grup Banc Sabadell a nom del mateix titular). Així mateix, també cal haver-hi domiciliat 2 rebuts domèstics en els 2 últims mesos. Oferta vàlida, a partir del 6 de febrer de 2017.

*Fins a un màxim de 50 euros anuals per compte, amb la quota domiciliada. L'abonament es farà durant el mes de gener de l'any següent.

1. Rebuts domiciliats que corresponguin, com a emissor, a organitzacions no governamentals (ONG) registrades en l'Agència Espanyola de Cooperació i els rebuts de col·legis, escoles bressol i universitats carregats durant el mes. S'ha de tractar de centres docents espanyols (públics, privats i concertats) i en queden excloses les despeses d'acadèmies particulars, col·legis professionals o despeses diferents a les d'escolarització. Tampoc s'hi inclouen les despeses en concepte de postgraus, màsters i doctorats. Operacions de compra fetes a crèdit incloses en la liquidació del mes, amb les targetes modalitat Classic, Or, Premium, Platinum i Shopping Or el contracte de les quals estigui associat a aquest compte, en els establiments comercials d'alimentació inclosos, que es poden consultar en la pàgina www.bancsabadell.com/compteexpansioplus. Mínim de 5 euros i fins a 50 euros al mes.

2. Per tenir accés a aquesta retribució, els titulars han de tenir un saldo mitjà mensual en el banc superior a 30.000 euros en recursos, calculat com la suma de saldos del mes anterior de: comptes a la vista, dipòsits, renda fixa a venciment, assegurances de vida-estalvi, fons d'inversió, valors cotitzables i no cotitzables, plans de pensions, plans de previsió d'EPSV i BS Fons Gran Selecció. No es tindrà en compte per al càlcul del saldo mitjà el saldo existent en aquest Compte Expansió Plus PRO ni en cap altre de les mateixes característiques en què els titulars siguin intervinents. Sí que es tindrà en consideració el nombre de cotitulars, per la qual cosa el saldo mínim existent en l'entitat com a requisit serà el pres proporcionalment per a cada cotitular. No es remuneraran els saldos durant el primer mes de vida del Compte Expansió Plus PRO.

En cas que no s'assoleixi per part dels titulars el saldo mínim que dóna dret a la retribució del Compte Expansió Plus PRO, la liquidació es farà al 0% per aquest concepte.

Rendibilitat primer any: per al tram de saldo diari que excedeixi els 10.000 euros: 0% TIN. Per al tram de saldo diari des de 0 fins a un màxim de 10.000 euros: 2,919% TIN, 1,8191% TAE (calculada tenint en compte els dos tipus d'interès per al supòsit de permanència del saldo mitjà diari durant un any complet des de l'alta del compte). Exemple de liquidació: saldo en compte de 15.000 euros diaris, saldo diari sobre el qual es remunera: 10.000 euros; freqüència mensual; interessos liquidats en l'any: 270,82 euros.

Rendibilitat resta anys: per al tram de saldo diari que excedeixi els 10.000 euros: 0% TIN. Per al tram de saldo diari des de 0 fins a un màxim de 10.000 euros: 2,919% TIN, 1,9910% TAE (calculada tenint en compte els dos tipus d'interès per al supòsit de permanència del saldo mitjà diari durant un any complet a partir del segon any del compte). Exemple de liquidació: saldo en compte de 15.000 euros diaris, saldo diari sobre el qual es remunera: 10.000 euros; freqüència mensual; interessos liquidats en l'any: 295,96 euros.

Pot fer extensiva aquesta oferta als seus empleats i familiars de primer grau.

N

NEGOCIS

CADA DIA, OBRIM AMB TU

Comerços tradicionals, professionals liberals, autònoms, petites empreses, botigues *on-line*. Amb CaixaBank Negocis **arribem on és el teu negoci, en persona**.

A CaixaBank, sabem que obrir el teu negoci dia rere dia suposa esforç i dedicació constants. Per això, posem a la teva disposició un **gestor especialista** que t'anirà a veure per ajudar-te personalment amb les millors eines de gestió, finançament, protecció i previsió.

Negocis,
en persona



Patrocinador de
l'Equip Olímpic



CaixaBank
Negocis

www.CaixaBank.cat/Negocis

NRI: 1517-2016/09681

PRESENTACIÓ

A la secció *Revista d'Economia*, que obre, com és habitual, la nostra revista, el professor Josep Lluís Sureda analitza en detall el procés, encara no conclòs, de rescat de Grècia, que van posar en marxa ja fa uns quants anys la Comissió Europea, el Banc Central Europeu i el Fons Monetari Internacional. I ho fa no només perquè els dubtes sobre el disseny de l'esmentat rescat van acabar provocant la crisi més important que la zona euro ha sofert des del seu naixement, sinó perquè ha posat de manifest l'existència de greus mancances en la governança de l'Eurogrup que pertorben el bon funcionament de la zona euro. La tesi central del professor Sureda és que l'Eurogrup, que reuneix els 19 ministres de Finances de l'eurozona, és una institució de caràcter informal que ha acumulat un poder insòlit, és a dir, una institució molt poderosa que existeix de fet però que no trobarem ni als tractats ni a les regulacions internes de la Unió Europea (UE). En parlar de mancances en la governança de l'Eurogrup s'està referint a la manca de transparència i de rendició de comptes de les seves decisions i a l'arbitrarietat que ha caracteritzat les relatives al cas de Grècia.

El dossier central analitza l'impacte de la crisi sobre el pensament econòmic. Com encertadament assenyala Josep Maria Vegara, coordinador del *Dossier*, la crisi ha sacsejat molt durament l'economia real i la societat, però també la mateixa teoria econòmica, i ha provocat intensos i interessants debats que indueixen i obliguen a reflexionar sobre l'estat de la teoria econòmica, en especial, de la macroeconomia, ja que aquesta s'ocupa de l'economia en el seu conjunt. Per dur a terme la tasca encomanada, el *Dossier* analitza, amb l'ajut de reconeguts experts, les lliçons que ens

aporta la història econòmica sobre el funcionament del sistema financer (Albert Carreras); les conseqüències de la crisi sobre la distribució de la renda i de la riquesa (Joan Esteban Marquillas); el pensament de Hyman Minsky, economista que va posar l'accent en la inestabilitat econòmica que deriva especialment del finançament de la inversió (Josep Maria Bricall); el caràcter recurrent de les crisis financeres, en la majoria degudes a grans bombolles financeres que, en un moment determinat, esclaten (Guillermo de la Dehesa); els trets bàsics dels anomenats models d'equilibri general estocàstic (Jordi Galí); el paper de la política fiscal, en la doble vessant d'impostos i de despesa pública, com a instrument de gestió de la demanda (Antoni Castells), i les insuficiències que presentava el paradigma –un mercat competitiu sense friccions– fins fa poc dominant a l'hora d'explicar el funcionament dels mercats financers (Xavier Vives).

El *Dossier* inclou també dos textos que considerem certament rellevants. El primer és la intervenció que el professor Nouriel Roubini va fer el 7 de setembre de 2006 en una Comissió del Fons Monetari Internacional. Titulada *Sobre l'FMI, els EUA i les perspectives mundials*, va explicar amb claredat les raons per les quals, segons el seu parer, l'economia mundial patiria en breu una forta davallada, i de fet esdevé una de les poques anàlisis que van anticipar la crisi. El segon és un article –publicat el 2016– del professor Blanchard sobre els models d'equilibri general estocàstic, és a dir, sobre els models que han constituït el principal instrument d'anàlisi macroeconòmica utilitzat per moltes de les institucions que han dissenyat i han aplicat les polítiques econòmiques vigents durant els anys previs a la crisi.

Tanca el número l'habitual espai *Crítica de Llibres*, on es comenta l'obra *Literatura i economia*, editada per Joaquim Perramon. ■

UNA NOTA

RE

SOBRE L'EUROGRUP. UN PODER ARBITRARI A LA UE?*

Josep Lluís Sureda

Catedràtic d'Economia Política i Hisenda Pública, UB

El tercer rescat de Grècia, molt polèmic i encara viu, és interessant perquè va provocar la crisi més important que la zona euro ha sofert des del seu naixement. Però és encara més important perquè les seves incidències han descobert greus mancances en la governança de l'Eurogrup i algunes de les misèries que pertorben el bon funcionament de la zona euro. L'Eurogrup, que reuneix els 19 ministres de Finances de l'eurozona, és una institució de caràcter informal que ha acumulat un poder insòlit, és a dir, una institució molt poderosa que existeix de fet, però que no trobarem ni als tractats ni a les regulacions internes de la Unió Europea (UE). En parlar de mancances en la governança de l'Eurogrup em refereixo a la manca de transparència i de rendició de comptes de les seves decisions i a l'arbitrarietat que ha caracteritzat les relatives al cas de Grècia.

Que la transparència no és una futilesa ho demostra el fet que a la Comissió Europea (CE) funciona un portal de transparència obert i s'argumenta perquè les decisions de la UE, que repercuten sobre la vida de milions de ciutadans, s'han d'adoptar de la manera més transparent possible. Cal advertir que, per transparent que sigui el procés d'adopció de les decisions, el compromís de transparència no es compleix si, al moment de difondre-les, el llenguatge dels comunicats i els comentaris dels portaveus donen peu a interpretacions diferents dels interessos de la transparència. Ho assenyalo perquè el cas de Grècia també és paradigma de comunicats de les institucions internacionals i declaracions dels seus portaveus que utilitzen un llenguatge prolífic, repetitiu i més críptic que tècnic, que dificulta separar el gra de les decisions de la seva palla. Com a conseqüència d'aquesta praxi, les decisions preses sofreixen distorsions i, més sovint del que seria desitjable, es llegeixen interpretacions que no corresponen al seu contingut.

Un altre resultat de les mancances esmentades ha estat que el cas de Grècia hagi donat feina al Defensor del Poble Europeu. La primera vegada que això es va produir va ser el juny del 2015, quan estava a punt de fracassar la negociació que es mantenia entre l'Eurogrup i el Govern grec sortit de les eleccions del mes de gener del 2015 sobre l'extensió del se-

* Discurs d'investidura com a *doctor honoris causa* de la Universitat de les Illes Balears, 30 de setembre de 2016.

gon rescat més enllà del 30 de juny, data de la seva caducitat. La negociació es va anunciar en un comunicat de 20 de febrer i, el mateix dia del comunicat, el ministre de Finances alemany, Wolfgang Schäubel, el va saludar amb una declaració sense ambages demanant al Govern grec que informés de seguida els ciutadans que no podria complir cap de les promeses electorals que havia fet, una declaració que donava la raó als qui descriuen l'Eurogrup com una institució en la qual es parla molt de política i gens d'economia. El 26 de juny, l'Eurogrup va presentar amb caràcter d'ultimàtum la llista de reformes que el Govern grec havia d'acceptar i el 28 de juny el Banc Central Europeu (BCE) suspenia el finançament al sistema grec i provocava el tancament dels bancs i la limitació de les retirades d'efectiu a 60 euros diaris. El Govern grec va rebutjar l'ultimàtum, es va retirar de la negociació i va deixar caducar el segon rescat. Aquesta decisió va ser sotmesa pel Govern al referèndum ciutadà que el 6 de juliol la va ratificar per una contundent majoria. El rescat de l'economia grega s'havia convertit en el centre d'una lluita política.

Uns dies abans de la caducitat del segon rescat, la defensora del poble europeu, Emily O'Reilly, havia rebut una queixa al·legant manca de transparència a les reunions de l'Eurogrup, especialment de les relatives a les negociacions d'un programa de suport financer a Grècia. La queixa no va donar lloc a una investigació perquè el denunciador no va continuar el procediment un cop fracassada la negociació. Tanmateix, el 17 de desembre, el president de l'Eurogrup, alertat per aquesta incidència, va adreçar una carta als seus col·legues sobre la necessitat de més transparència en els assumptes de la institució i va proposar tres mesures de publicació de documents dues de les quals van ser aprovades. La defensora del poble, el març del 2016, a part d'expressar-li la seva satisfacció per aquesta decisió, li va manifestar que considerava d'una importància particular que s'aclarís la tramitació que l'Eurogrup donaria a l'exercici del dret fonamental dels ciutadans europeus d'accedir als documents relatius al seu treball.

La defensora del poble plantejava així la qüestió de la transparència i la rendició de comptes de l'Eurogrup en un punt bàsic. A la resposta del 16 de maig, el president li va manifestar que la seva petició era improcedent, un rebuig que basava en tres arguments sorprenents. En el primer, afirma que el caràcter informal de l'Eurogrup significa que no pot ser considerat part de "les institucions, corporacions, oficines i agències" de la UE, tant en el sentit de l'article 15.3 del Tractat sobre el

*Que la transparència no és una
futilesa ho demostra el fet que
a la Comissió Europea funciona
un portal de transparència obert*

Funcionament de la Unió Europea (TFUE) com de l'article 42 de la Carta de Drets Fonamentals. En el segon, explica que amb la finalitat de protegir la capacitat de realitzar les seves operacions, l'Eurogrup, que no aixeca actes de les seves reunions, considera necessària la confidencialitat de les discussions internes del grup de treball que prepara les reunions en l'àmbit tècnic (EWG, per les sigles en anglès). En el tercer, que l'Eurogrup ha adoptat dues decisions sobre transparència que són consistents amb els principis i regles sobre transparència de la UE, malgrat que aquests principis i regles no li són aplicables. En definitiva, a l'Eurogrup amb el poder que ha acumulat i amb la prepotència amb què l'exerceix, els principis i les regles de la UE sobre transparència i rendició de comptes no li són aplicables perquè no existeix segons els tractats i, a més a més, malgrat això ha pres dues decisions consistents amb aquestes regles. Si la situació de l'Eurogrup és aquesta, s'ha de concloure que la revisió dels mecanismes de la UE que l'han feta possible d'aconsellable ha de passar a urgent.

A les declaracions del ministre alemany sobre la prolongació del segon rescat ja ressonava l'arbitrarietat de les decisions de l'Eurogrup, basades en consideracions polítiques en lloc de les econòmiques pròpies d'un rescat financer, i esclataria amb més força durant la negociació i l'execució del tercer rescat. El 8 de juliol, tot seguit de conèixer el resultat del referèndum, el president del Govern grec va sol·licitar l'obertura de negociacions per a un tercer rescat i, sis dies més tard, el 12 de juliol, la cimera de caps d'estat i de govern de l'eurozona va acceptar la petició i va acordar obrir la negociació del memoràndum del tercer rescat de Grècia (MoU, per les sigles en anglès) amb una durada de tres anys i unes necessitats brutes de finançament estimades d'entre 82.000 i 86.000 milions d'euros dels quals 25.000 milions quedaven reservats per a les necessitats de recapitalització de la banca grega, entre altres condicions que definien els paràmetres i els objectius clau del rescat. El mateix 12 de juliol es va desplegar una campanya mediàtica que va qualificar l'acord de rendició del Govern grec a les condicions de l'Eurogrup arguint que ara havia acceptat condicions encara més dures que les rebutja-

des el 26 de juny. El 14 d'agost, el MoU preparat pels experts de Grècia i dels seus socis europeus, amb participació d'un equip del Fons Monetari Internacional (FMI), és considerat per l'Eurogrup en línia amb les condicions de la cimera i li dona la seva aprovació. A fi d'il·lustrar que la rendició del Govern grec ha de ser matisada i que les decisions de motivació política van persistir durant la negociació i l'execució del tercer rescat, he seleccionat dues qüestions significatives: la decisió dels caps d'estat i de govern de l'eurozona d'acceptar la petició del Govern grec i les decisions sobre reestructuració del deute públic, una qüestió essencial per a l'èxit del tercer rescat.

La durada excepcional del debat que va tenir lloc per arribar al consens dels caps d'estat i de govern sobre l'acceptació de la petició del Govern grec demostra la seva intensitat: 17 hores a la cimera i una durada semblant a les dues reunions celebrades per l'Eurogrup, abans i després de la cimera. El debat va confrontar els governs que estaven a favor d'acceptar la petició i els governs que donaven suport a la proposta del Govern alemany de deixar Grècia fora de l'euro durant cinc anys. Aquesta proposta d'un Grexit temporal l'havia presentada el ministre alemany de Finances a la primera reunió de l'Eurogrup per a la seva tramesa a la cimera convocada per a unes hores més tard. Que el consens de la cimera es produís a favor de la petició del Govern grec i contra la proposta defensada pel Govern alemany va tenir repercussió. Un dels analistes més lúcids de les polítiques de la UE, Jean-Marie Colombani, que va ser director de *Le Monde*, considera que la lliçó més important del cas de Grècia és que constitueix el primer pas en fals d'Alemanya de caràcter greu i, al respecte, assenyala que una de les personalitats europees avui més rellevants, l'alemany Jürgen Habermas, ha dit que "en una sola nit, Alemanya ha dilapidat un capital de confiança acumulat durant mig segle". Intueixo que el mateix ministre Schäubel va apreciar la importància del seu mal pas perquè cinc dies després de la cimera, en declaracions a *Der Spiegel*, va renegar de la paternitat del Grexit. Les seves declaracions eren una crítica a les manifestacions que el Premi Nobel d'Economia Paul Krugman havia fet en una entrevista a la CNN, en la qual, per cert, es va mostrar decebut per la decisió del Govern grec de demanar el tercer rescat. Paul Krugman havia argumentat que el risc de sortida de Grècia de l'euro –que si es produïa ell augurava que tindria enormes conseqüències per al futur del projecte europeu– continuaria present si no es procedia a la reestructuració del deute, que se li negava al nou Govern fins aquell moment. En la seva crítica a Krugman, Schäubel afirmava que Alemanya

“El debat per arribar al consens dels caps d'estat i de govern sobre l'acceptació de la petició del Govern grec va durar 17 hores”

mai no havia proposat que Grècia sortís de l'euro i que només havien cridat l'atenció sobre l'opció que tenia d'abandonar-lo temporalment.

No pot descartar-se que l'error comès pel ministre alemany hagi influït en la política monetària del Banc Central Europeu (BCE) i fins i tot en l'increment de les crítiques a la política econòmica interna d'Alemanya. El 2015 el Consell de Govern del BCE va incloure la compra de deute públic en els programes de compra d'actius en els mercats secundaris, ampliat fins als 60.000 milions mensuals i el març del 2016 fins als 80.000 milions. Aquestes decisions van significar un canvi qualitatiu en la política monetària expansiva iniciada el 2014 que el ministre alemany de Finances, tan assenyat com de costum, va comentar afirmant que la política monetària del BCE era responsable en gran part del creixement del partit populista AfD a Alemanya, un argument, per cert, que també va utilitzar contra la reestructuració del deute grec. En roda de premsa del 21 d'abril, el president del BCE, després d'haver coincidit amb el ministre alemany a la reunió de l'FMI a Washington, va respondre amb certa acrimònia a una pregunta sobre aquestes declaracions. En la resposta va recordar que el Tractat, la llei europea, donava al BCE el mandat de promoure l'estabilitat de preus en el conjunt de l'eurozona i no sols a Alemanya i que ells han d'oïr la llei i no els polítics, preceptes, va afegir, aplicables a tots els països i a tots els polítics de l'eurozona. Més endavant, se li va preguntar com havia anat la conversa amb Schäubel a Washington, que va qualificar de molt positiva i que fins i tot diria que tranquil·la i amistosa, afegint que no recordava ben bé si Schäubel li havia dit que no volia dir el que havia dit o que no havia dit el que volia dir. Un Mario Draghi reivindicatiu de l'exercici independent de les atribucions del BCE en política monetària molt llunyà del que l'any anterior es va veure involucrat en l'operació de l'Eurogrup desestabilitzadora de l'economia grega.

Abordo ara la reestructuració del deute grec que donaria lloc a una insòlita diferència entre l'Eurogrup i l'FMI que fins ara ha impedit la participació d'aquest últim en el finançament del tercer rescat. Segons els resultats de l'anàlisi (DSA, per les sigles

en anglès) que l'FMI va publicar el juny del 2015, la sostenibilitat del deute havia experimentat un deteriorament greu a partir del maig del 2010, data d'inici del primer rescat, i s'havia accelerat a partir del juny del 2014 malgrat les mesures de reducció de càrregues financeres que havien estat aplicades el 2011-2012. Davant d'aquest panorama, l'FMI sostenia que, per restablir l'estabilitat econòmica i el creixement a Grècia, era indispensable un planteig del rescat equilibrat, descrit com caminar sobre dues cames. Per una banda, s'havia de preparar un programa de reformes fiscals i estructurals basat en objectius realistes i en mesures creïbles finançat adequadament i, per l'altra banda, s'havien d'adoptar mesures específiques de reducció del deute. En canvi, el ministre alemany de finances s'oposava a l'adopció d'aquestes mesures, insistia en què la sostenibilitat del deute havia de ser el resultat d'un programa de reformes econòmiques basades en objectius fiscals i de creixement prou ambiciosos i defensava fins i tot que els tractats prohibien les mesures de reducció del deute, un argument aquest últim contradictori amb les que havien estat aplicades el 2011-2012 en el marc dels rescats anteriors. La cimera de l'Eurozona va tractar de conciliar els dos criteris. Per una part, seguint el criteri de l'FMI, acceptava que les mesures específiques s'incorporessin a l'agenda del tercer rescat, exceptuat el quitament del nominal del deute, i que el grau de reducció necessari s'estimés en funció de les necessitats brutes de finançament (GFN, per les sigles en anglès) respecte del PIB en lloc del volum de deute que s'havia utilitzat en els dos rescats precedents. Per altra part, l'adopció de les mesures va quedar condicionada en un doble sentit en establir que no serien concretes fins que resultés positiva la primera revisió del programa de reformes i que no serien aplicades fins completar totalment el programa l'agost del 2018. De fet, aquesta segona condició donava prioritat al criteri de Schäubel de restablir la sostenibilitat com a resultat d'un programa de reformes suficientment ambiciós i feia impossible la desitjada participació de l'FMI en el finançament del tercer rescat.

El mateix 14 d'agost en què es va enllestir el MoU, la directora executiva de l'FMI, Christine Lagarde, va apressar-se a puntualitzar en un comunicat que les mesures de reforma per si soles no eren suficients per restablir la sostenibilitat segons el criteri de la institució i advertia que, a fi que ella disposés dels elements que li eren necessaris per recomanar al Consell Executiu de l'FMI un suport financer addicional per a Grècia, era indispensable que els socis europeus de Grècia, a més del programa de reformes, assumissin compromisos concrets de

reducció del deute. En el MoU, Grècia i els socis europeus havien establert l'objectiu d'excedent pressupostari primari (sense càrregues financeres) per a l'any 2018 en el 3,5% del PIB i havien acordat un ajustament fiscal de 4.500 milions d'euros en els tres anys del rescat. Els experts de l'FMI, que havien participat en l'elaboració d'aquest document, consideraven que aquest programa no era realista perquè, a partir de les darreres dades de l'Eurostat sobre l'evolució de l'economia grega i internacional, aquest ajustament només assegurava un excedent primari l'any 2018 de l'1,5%, que seria l'objectiu realista. Mantenir l'objectiu del 3,5% suposava que calia un ajustament fiscal addicional i superior al projectat de manera que les mesures per a la seva instrumentació eren poc creïbles. Els experts de l'FMI acceptaven que era possible restablir la sostenibilitat del deute sense quitaments del nominal tal com Alemanya va imposar a la cimera. L'alternativa, com s'havia fet el 2011-2012, consistia en la concessió de préstecs en condicions molt favorables, inclosos períodes de gràcia i de venciments llargs i interessos molt baixos.

El silenci de l'Eurogrup sobre aquesta qüestió no es va trencar fins mesos més tard a les reunions del 22 d'abril i 9 i 24 de maig de 2016 en les quals va adoptar acords que semblaven dissenyats per provocar la ruptura amb l'FMI i el fracàs del rescat. El 22 d'abril, l'Eurogrup va decidir mantenir l'objectiu del 3,5% i va ordenar el seu grup de treball preparar les mesures d'ajustament fiscal addicional que caldria per arribar l'any 2018 a l'objectiu del 3,5% del PIB. No hi ha cap explicació racional per al fet que els ministres de l'Eurogrup es decantessin per preparar el paquet addicional de reformes en lloc de rebaixar l'objectiu, que hauria estat més senzill i, sobretot, més eficaç si es volia la participació de l'FMI en el finançament del rescat. Afegiré que la selecció de l'objectiu del 3,5% l'any 2018 al MoU desprèn la flaire d'una ingerència política en el treball dels experts econòmics. Els mateixos experts que el 26 de juny, en l'últimàtum, arribaven al 3,5% l'any 2018 amb un increment de l'excedent primari de mig punt percentual sobre el 2017 no té sentit que el 14 d'agost estimessin realista un increment de l'1,75% sobre el 2017, tres vegades i mitja més elevat, que permetia recuperar en un sol exercici les rebaixes substancials establertes en el MoU sobre els objectius de l'últimàtum per als anys 2015, 2016 i 2017.

La directora executiva de l'FMI, respectant el que manen els cànons de la cortesia diplomàtica, va tractar d'evitar la ruptura. Els experts de l'FMI van continuar participant en les discussions

“A hores d’ara, no se sap com acabarà la diferència entre l’Eurogrup i l’FMI sobre el deute públic grec”

amb els experts del Govern grec i dels socis europeus. A més, la posició del Fons va ser recordada dies abans de les reunions del 9 i 24 de maig, amb una carta de Christine Lagarde a cada un dels 19 ministres de Finances i en roda de premsa celebrada a Washington per Gerry Rice, cap del Departament de Comunicació i portaveu de l’FMI. L’Eurogrup, amb un sentit de l’humor impropï de les relacions internacionals, en el comunicat del 9 de maig manifesta l’esperança que les mesures addicionals d’ajustament fiscal permetrien a l’FMI participar en el finançament del programa i, en el del 24 de maig, expressava la seva satisfacció per la intenció de la direcció de l’FMI de recomanar al Consell Executiu que abans del final del 2016 concedís assistència financera en suport al tercer rescat, satisfacció que el president va completar en roda de premsa aclarint que, “d’aquesta manera l’FMI es reincorporarà de nou sobre la base d’aquest acord com a part del programa de suport a Grècia”. Unes impertinències gens subtils a les quals Gerry Rice va fer front manifestant que l’FMI considerava el 3,5% d’excedent primari per al 2018 com un objectiu massa ambiciós que exigiria molta austeritat, sobre la qual han dit repetidament, i feia pocs dies ho havia fet a Londres la directora executiva, que l’FMI no volia més austeritat per a Grècia ni que la majoria de la càrrega recaigués sobre els pobres i els més vulnerables. Rice feia referència a una entrevista del *Financial Times* amb Christine Lagarde, publicada el 13 de juliol, amb motiu del començament del seu segon mandat. A l’entrevista, la directora executiva manifesta que Grècia no ha estat una experiència d’èxit per a ningú i, en particular, per al mateix poble grec, i el paper de l’FMI havia estat el de servir de cap de turc (*scapegoat* és la paraula utilitzada) perquè, dins i fora de Grècia, ha estat acusat d’imposar una austeritat excessiva als programes d’assistència financera. El 23 de setembre es va publicar un resum de les conclusions de la missió de l’FMI encarregada de l’informe regular 2016 sobre Grècia. L’últim apartat acaba constatant que Europa ha donat a Grècia el temps necessari per a l’ajust, però que continua sent essencial una reducció del deute i que Grècia progressi fermament en la solució dels reptes que resten. Això vol dir que, a hores d’ara, no se sap com acabarà la diferència entre l’Eurogrup i l’FMI sobre el deute públic grec.

Quant a la forma en què Alemanya ha exercit en aquest cas la seva hegemonia dins de l’eurozona, res a dir, perquè suposo que pertany a l’àmbit dels poders sobirans, però les preocupacions que aixeca van acostant-se al fonament d’aquesta hegemonia que no es troba, com afirmen els seus apologetes, en una política monetària restrictiva i una política fiscal rigorosa sinó en l’avantatge comparatiu que li donen les asimetries dels tractats europeus respecte dels seus socis de l’eurozona. No entraré en aquest debat, però algunes de les preguntes i respostes que es van produir quan el president del BCE informava de la darrera reunió del Consell de Govern el passat dia 8 són indicis útils de per on van les coses. A una pregunta tan general com què podrien fer els governs per ajudar la política monetària, Mario Draghi va respondre llegint un paràgraf del comunicat final del G20, que acabava de reunir-se a la Xina, on s’afirma que la política monetària sola no pot conduir al creixement i que són importants les polítiques tributàries i de despesa pública que l’afavoreixin. A la pregunta concreta de si pensava especialment en Alemanya quan deia que hi havia països que tenien marge per a inversions, va respondre que havia dit que hi ha països que tenen espai fiscal i que han d’utilitzar-lo i un d’ells és Alemanya. Finalment, preguntat si el preocupava que les xifres més recents sobre increment dels salaris a Alemanya són les més baixes en cinc anys va respondre que estava totalment encertat i que bancs centrals i economistes tenen un bon cas a favor dels beneficis d’un increment dels salaris més elevat. ■

RE

DOSSIER

LA CRISI I EL PENSAMENT ECONÒMIC

INTRODUCCIÓ

Josep Maria Vegara

Col·legiat d'Honor i catedràtic emèrit
d'Anàlisi Econòmica, UAB

La recent crisi econòmica ha sacsejat molt durament l'economia real¹ i la societat, però també la mateixa teoria econòmica, i ha provocat intensos i interessants debats que indueixen i obliguen a reflexionar sobre l'estat de la teoria econòmica, en especial, de la macroeconomia, atès que aquesta s'ocupa de l'economia en el seu conjunt.

Per dur a terme la tasca encomanada, sembla important intentar aclarir –en primer lloc– els fets i els processos bàsics que s'han d'analitzar i que cal contribuir a explicar; per aquest motiu, el *Dossier* s'obre amb un treball de síntesi històrica d'Albert Carreras sobre les crisis financeres, així com amb un segon article amb una anàlisi de les conseqüències de la crisi sobre la distribució de la renda i de la riquesa de Joan Esteban Marquillas. Els articles següents estan centrats en la dimensió teòrica del problema.

¹ La *Revista Econòmica de Catalunya* va dedicar el número 67, l'any 2013, a la "Crisi i reestructuració del sistema bancari espanyol".

El professor Albert Carreras, en l'article "Els historiadors i les grans crisis econòmiques", destaca que "l'estudi de les grans crisis és una part fonamental de la dedicació investigadora i docent" dels historiadors econòmics, una activitat en què la Gran Depressió dels anys 30 ha tingut un paper central. A partir de la fallida de Lehman Brothers, l'any 2008, la nova Gran Crisi va ocupar aquest lloc en l'anàlisi econòmica i en la comparació històrica; uns quants historiadors –com ara B. Eichengreen i K. H. O'Rourke– van posar-se immediatament a comparar les dues crisis. I, tal com escriu l'autor, "la crisi ha obligat els economistes a parar molta més atenció a la història, no fos cas que aportés la clau del que estava passant, i als historiadors a parar més atenció a les teories dels economistes, no fos cas que s'equivoquessin de soca-rel per ignorar els fets històrics".

Carreras repassa breument els fets fonamentals de la gestació de la crisi als EUA: la titulització de les hipoteques, l'especulació immobiliària, les intervencions públiques, així com també les dificultats especials de la Unió Europea i les particularitats de l'economia espanyola, que va importar la inestabilitat dels mercats financers internacionals, mercats que contribuïen a finançar el sistema financer espanyol. D'aquesta manera, va punxar la bombolla immobiliària, fet que va provocar l'augment immediat de l'atur.

Més enllà de la Gran Depressió del segle passat, Carreras es pregunta què ens podia ensenyar la història sobre el que estava passant i examina les lliçons que cal extreure de les crisis financeres dels anys 90. En termes més generals, les lliçons de la història econòmica sobre el sistema financer permeten destacar que aquest és crucial “per al creixement econòmic i que cal disposar d’un prestador de darrer recurs”, un sistema que presenta disfuncions i que requereix regulació.

La gran lliçó dels anys 80, que va sacsejar l’Amèrica Llatina, provocant contraccions de la demanda interna i devaluacions, no va ser una de la qual Europa va aprendre, segurament perquè es va pensar que es tractava d’una singularitat de països en vies de desenvolupament. La Unió Europea va viure una crisi del seu procés d’integració amb impactes diferencials que va tenir en Alemanya i Grècia els casos extrems. La crisi ha sotmès a un estrès financer molt important els comptes públics i ha posat en relleu la importància de disposar d’autonomia monetària per donar-hi resposta.

Albert Carreras conclou destacant que “els grans moments de crisi, per una banda, i els fonaments dels períodes de creixement econòmic, per l’altra banda, continuaran sent l’essència de l’activitat dels historiadors econòmics”. L’article inclou una bibliografia molt completa i útil.

Com ha destacat Gary B. Gorton,² el llarg període viscut als EUA sense cap gran depressió –des del 1934 i conegut com The Quiet Period– va eliminar de la consciència col·lectiva i de l’horitzó teòric la possibilitat –en el cas de l’economia nord-americana– d’una crisi global. Per altra banda, l’autor analitza les nombroses crisis financeres –no sistèmiques– que s’han produït als EUA durant l’esmentat període i argumenta les causes de la persistència de la seva possibilitat; examina també les causes de l’aparició de la possibilitat d’una nova crisi sistèmica el 2007-2008; Gorton critica durament el que denomina “la teoria sense història”³ que contribueix a explicar algunes absències importants en les qüestions objecte d’anàlisi.

2 Gorton, Gary B. (2012). *Misunderstanding Financial Crisis. Why we don’t see them coming*. Oxford: Oxford University Press.

3 El llibre *The Financial Crisis. Inquiry Report*, Filadèlfia: Public Affairs (2011), conté les actes del debat organitzat pel Congrés nord-americà, amb posicions antagòniques; és un document globalment molt interessant.

Les lliçons de la història econòmica permeten destacar que el sistema financer és crucial per al creixement econòmic

Joan Esteban Marquillas, en l’article “Capitalisme global i desigualtat econòmica”, analitza la dimensió de “l’enorme increment de la desigualtat al llarg de les últimes dècades i de manera accelerada des de la darrera crisi”. L’anàlisi estadística es concentra en l’evolució de la concentració de la renda en l’1% més ric, considerant les rendes inicials de mercat, així com també les rendes disponibles que resulten dels diversos impostos i transferències socials, des de la segona meitat dels anys 70 fins al 2010; l’autor constata i comenta el radical increment de la desigualtat que s’ha produït en l’esmentat període. L’evolució –explica– es deu a la important pèrdua de sobirania dels països que resulta del procés de globalització.

La preocupació pel tema té raons d’ordre moral, però també d’altres vinculades al fet que pot generar conflictivitat social o bé afectar negativament l’eficiència. Finalment, es planteja quines solucions hi ha al problema, indicant que “sembla justificar la proposta d’establiment d’una renda bàsica universal”, especificant, però, que “aquesta política no està exempta de problemes i, a més, no és l’única via per a una redistribució eficaç”. Finalment explora diverses vies alternatives existents amb la finalitat de procedir a una redistribució de la renda i de la riquesa.

Josep Maria Bricall ha escrit l’article “Una teoria financera de la inversió”, en el qual presenta el pensament de Hyman Minsky (1919-1996), economista que va posar l’accent en la inestabilitat econòmica que deriva especialment del finançament de la inversió. Minsky constitueix el referent teòric dels ja esmentats Kindleberger i Eichengreen, els quals fan un ampli ús de les seves aportacions.

Bricall destaca que l’aspecte central que introdueix Minsky està relacionat amb el tractament singular de la inversió, en relació amb la que va privilegiar la dimensió financera, que qualifica com l’aspecte innovador de la seva teoria, que destaca l’existència de dues classes de mercats i dos sistemes de preus: els corresponents als béns de producció i els corresponents als actius financers de capital. Minsky, per altra banda, no operava en termes

probabilístics sinó d'incertesa –entesa com a ignorància– en la línia de Frank Knight i J. M. Keynes. Per això, va definir la seva teoria “com una teoria de la inversió sobre els cicles econòmics i una teoria financera de la inversió” i va precisar que “la inestabilitat de l'economia és efecte de la introducció de les variables financeres en el món de les decisions sobre inversió”.

La fragilitat i la inestabilitat estan relacionades també amb l'existència de tres formes de finançament: a) el finançament cobert (*hedge financing*); b) l'especulatiu, i c) el que denomina Ponzi, nom d'un famós especulador nord-americà que pagava les altes rendibilitats amb les noves aportacions de capital, fins que va fer fallida. El pes relatiu de les tres modalitats pot conduir a la inestabilitat, ja que “en un cert moment els bancs deixaran de prestar unitats Ponzi. Quan els bancs paren de fer-ho, l'economia es col·lapsa”. En definitiva, la “hipòtesi sobre la fragilitat financera fonamenta la recomanació d'un sistema de política econòmica orientada a vorejar crisis recurrents”.

Guillermo de la Dehesa, en l'article “Teories sobre les crisis financeres”, destaca el caràcter recurrent de les crisis financeres, en la seva majoria degudes a grans bombolles financeres que, en un moment determinat, esclaten. Esmenta, entre d'altres, la crisi de les tulipes del segle XVII i la crisi de la Borsa de Nova York, el 1929, que va iniciar la Gran Depressió.

L'autor parteix del fet que la majoria de les grans crisis financeres han estat provocades per l'esclat de bombolles financeres, tal com documenten Kindleberger i Aliber en el seu llibre, ja comentat. En aquest context, exposa les noves aportacions –incorporades recentment a la teoria econòmica– i relacionades amb l'anàlisi dels comportaments irracionals, especulatius i les bombolles, desenvolupades, entre d'altres, per diversos premis Nobel com Daniel Kahnemann, Vernon Smith, Amos Tversky, George Akerlof, Joseph Stiglitz, Michael Spence, Paul Krugman, Eugene F. Fama, Lars Peter Hansen i Robert J. Shiller. Assenyala també les aportacions a la neuroeconomia fetes per G. Lowenstein, S. Ricks, J. Cohen i Christopher Sims. Finalment, destaca també l'ús recent de les dades massives (*big data*) com un nou instrument d'informació i d'anàlisi.

L'autor, en el llibre *La primera gran crisi financiera del siglo XXI*,⁴ analitza i valora moltes altres contribucions.

4 De la Dehesa, G. (2009). *La primera gran crisi financiera del siglo XXI*. Madrid: Alianza Editorial.

“La hipòtesi sobre la fragilitat financera fonamenta la recomanació d'un sistema de política econòmica orientada a vorejar crisis recurrents”

L'autor del següent article és Nouriel Roubini. Pocs economistes van anticipar la crisi. Nouriel Roubini ho va fer –amb claredat suficient el 7 de setembre de 2006–: referint-se a un procés en curs que implicava que el *crack* es podria produir de manera ràpida, així com les raons en què es fonamentava. Per aquest motiu la seva anàlisi té un valor singular:⁵ reproduïm la transcripció de la seva intervenció “Els Estats Units i les perspectives globals”, en una comissió del Fons Monetari Internacional.

Roubini explicava en l'esmentat seminari del 2006 que operaven forces que desencadenarien una recessió als EUA; concretament, n'assenyala com a causes la reducció dels preus de l'habitatge –per primer cop des dels anys 30– així com l'increment dels preus del petroli i els efectes retardats de l'increment del tipus d'interès fet per la Reserva Federal dels EUA. Explica també per quins motius considera que la mateixa recessió serà més greu i estarà provocada, especialment, per l'impacte de la reducció de la inversió en habitatge. La recessió –anticipa– es podria produir a principis del 2007.

Analitza els indicadors formals i informals del risc de recessió i precisa que ell no és un pronosticador professional ni utilitza un model global macroeconòmic. Assigna un paper important a l'esclat de la bombolla immobiliària: quan aquesta esclati –afirma– es produirà una reducció dels preus i de la demanda de crèdit, amb els consegüents riscos sistèmics per al sistema bancari i financer associats al gran volum de deute hipotecari. Finalment analitza la dimensió internacional de la crisi.

L'any 2007 va actualitzar la seva anàlisi en un nota al seu web.⁶ Afirmava que hi havia “una probabilitat creixent d'una situació financera i econòmica «catastròfica»”, més enllà de la reces-

5 O. Blanchard ha destacat que Roubini és dels pocs economistes que van anticipar la crisi; vegeu O. Blanchard; A. Amighini; F. Giavazzi (2013). *Macroeconomics. A European Perspective*. Harlow. p. 550.

6 N. Roubini. “The Rising Risk of a Systemic Financial Meltdown: The Twelve Steps to Financial Disaster”. <http://www.roubini.com/analysis/44763.php>.

sió que s'havia iniciat el desembre del 2007, i explicava les dotze etapes de l'escenari, segons el seu criteri: una de les etapes consistia en la fallida d'un gran banc, amb el consegüent pànic per part del públic –com es recordarà, el 15 de setembre del mateix any 2008 Lehman Brothers va presentar formalment la seva declaració de fallida–. Concloïa que “hauríem d'estar preparats per al pitjor, és a dir, per a una crisi financera”.

El llibre posterior, *Crisis Economics*,⁷ conté una extensa explicació global de les seves anàlisis i propostes; no pot estranyar que faci referència als treballs de Charles P. Kindleberger, Hyman P. Minsky i Robert J. Shiller.

Els models d'equilibri general dinàmic estocàstic i la nova macroeconomia: els tres articles següents estan relacionats amb els models denominats DSGE (sigla de *dynamic stochastic general equilibrium*), que han constituït el principal instrument d'anàlisi macroeconòmic utilitzat per moltes de les institucions que han dissenyat i han aplicat les polítiques econòmiques vigents durant els anys previs a la crisi.

Com ha destacat Olivier Blanchard, els nous clàssics van desenvolupar les noves tècniques, mentre que els nous keynesians van destacar les imperfeccions que s'havien d'incorporar en el model. Com és conegut, el precedent dels models DSGE es troba en la teoria del cicle real (*real business cycle*, RBC), sorgida a principis dels anys 80, que prioritza els impactes tecnològics externs com els factors clau generadors de les fluctuacions econòmiques i que va ser elaborada inicialment per Kydland i Prescott (1982).⁸ El seu nucli el constitueix el model neoclàssic d'acumulació de capital basat en una funció agregada de producció amb rendiments d'escala constants i que incorpora xocs tecnològics externs, de manera que l'anàlisi de l'RBC presenta la particularitat d'integrar en una mateixa teoria el creixement a llarg termini i el cicle econòmic. Un altre element característic el constitueix la incorporació del denominat *consumidor representatiu*, un agent que maximitza la seva funció d'utilitat intertemporal actualitzada i en la qual figuren el consum i el temps lliure; aquesta funció constitueix la funció objectiu del model global d'optimització.

Per tal d'estimar el model –o sigui, per procedir al que denominen la calibratge– Kydland i Prescott van utilitzar la informació

estadística relativa a les fluctuacions econòmiques als EUA entre el 1950 i el 1975 i l'anàlisi quantitativa detallada que en el seu moment va realitzar Robert Solow. L'obra de Kydland i Prescott va influir notablement en Lucas, qui havia elaborat la seva teoria del cicle, basant-se inicialment en l'impacte dels xocs monetaris aleatoris, però, posteriorment, va modificar la seva formulació en la línia formulada per Kydland i Prescott, centrada en els impactes aleatoris d'origen tecnològic. La substitució dels xocs monetaris pels tecnològics suposa un canvi notable en la formulació teòrica inicial de Lucas. En aquest context, és pertinent esmentar que Robert Lucas –reconegut líder dels nous clàssics– en la conferència de l'any 2003, titulada *Macroeconomic Priorities*,⁹ va afirmar: “La meua tesi en aquesta conferència consisteix que la macroeconomia en el seu sentit original ha tingut èxit: el seu problema central de la prevenció de la depressió ha estat resolt, a tots els efectes pràctics, per moltes dècades”.

La influència i el predomini de les posicions de Robert Lucas els anys 70 i 80 és indiscutible; els anys 90 va haver-hi, però, canvis importants. El neokeynesianisme es va desenvolupar com una resposta a la crítica a la macroeconomia d'arrel keynesiana realitzada pels seguidors de la nova macroeconomia clàssica; un objectiu fonamental dels nous keynesians va consistir a establir clarament els fonaments microeconòmics de les diverses imperfeccions i rigideses dels mercats que expliquen diversos efectes keynesians, fins i tot operant amb expectatives racionals. Les rigideses poden derivar, per exemple, de la competència imperfecta o del cost de modificar els preus o els salaris o bé del fet que els contractes salarials estan fixats de manera esglaonada en el temps i, en conseqüència, no es poden renegociar tots simultàniament.^{10,11}

9 R. E. Lucas, en la 115a Reunió de l'American Economic Association, Washington, el 4 de gener de 2003; publicada a l'*American Economic Review*, vol. 93, núm. 1, març, p. 1-14.

10 Les noves aportacions dels neokeynesianes van generar diverses crítiques des del camp dels nous clàssics; vegeu, per exemple, les contingudes en l'article de V. V. Chari; P. J. Kehoe; E. R. McGrattan (2009). “New Keynesian Models: Not Yet Useful for Policy Analysis”. *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 1, núm. 1, p. 242-266.

11 D'entre els llibres que permeten introduir-se en formulacions característiques de la teoria del cicle real i en els models basats en l'equilibri general dinàmic i estocàstic destaquen: G. McCandless (2008). *The ABC of RBC*. Harvard University Press; J. L. Torres Chacón (2014). *Introduction to Dynamic Stochastic General Equilibrium Models*. Vernon Press; i C. J. Costa Junior (2016). *Understanding DSGE models*. Vernon Press.

7 Roubini, N.; Mihm, S. (2010). *Crisis Economics*. The Penguin Press [Traducció al català *Com ens en sortirem*, Barcelona: Destino].

8 Kyndall i Prescott van rebre el Premi Nobel d'Economia l'any 2004.

El llibre de Jordi Galí, *Monetary policy, inflation, and the business cycle: an introduction to new keynesian framework* –publicat el 2008–,¹² té l'interès especial que permet seguir el procés de complexificació del model inicial, senzill i força compartit, ja que parteix del model bàsic de DSGE –amb un consumidor representatiu– i hi incorpora progressivament hipòtesis addicionals –amb una empresa representativa i els diners, per exemple– fins arribar a un model neokeynesià que combina l'enfocament del DSGE propi de l'RBC amb altres hipòtesis addicionals com la competència monopolista, les rigideses nominals i la no-neutralitat de la política monetària a curt termini.

En la seva contribució al *Dossier*, “Algunes reflexions disperses sobre els models DSGE”,¹³ Galí es pregunta si hi ha “quelcom d'inherentment erroni en la utilització dels models DSGE en la macroeconomia” i respon negativament, ja que considera que, atesa la naturalesa dels fenòmens macroeconòmics, la seva utilització es pot qualificar de natural.

Indica també que existeix una àmplia gamma de models que van des dels inicials de l'RBC fins als dels nous keynesians i que els que s'hi oposen “tenen dificultats per oferir un enfocament alternatiu que esdevingui la metodologia central de la macroeconomia”. Dit això, presenta les crítiques a l'enfocament, que concreta en dos aspectes: a) la hipòtesi d'un consumidor representatiu, de vida infinita, i b) l'estacionarietat, que està sòlidament incorporada en la major part dels models; aquests aspectes tenen fortes implicacions, especialment –destaca– pels fenòmens que contribueixen a excloure.

Sobre el primer punt destaca, però, que hi ha formulacions que incorporen formes d'heterogeneïtat entre els agents i que permeten explicar moltes dimensions de la distribució de la renda, de la riquesa i dels *portfolios*. Ara bé, indica que aquestes formulacions –contràriament– no mostren com poden sorgir bombolles especulatives racionals en l'equilibri.

I sobre la segona dimensió de la seva crítica –relacionada amb el caràcter estacionari dels models–, assenyala que les anàlisis estàndards en termes de DSGE se centren en els equilibris

que prenen la forma de “fluctuacions lineals estacionàries” provocades per xocs exògens; per aquest motiu destaca que la introducció en aquests models de friccions financeres sovint amplifiquen els efectes dels xocs no financers. Indica també que els tipus de fluctuacions generades per aquests models tendeixen, però, a eliminar “alguns dels fenòmens macroeconòmics més interessants associats a les crisis financeres i que són inherentment no estacionaris o no lineals. Aquests fenòmens inclouen el *boom* econòmic i financer que sovint precedeix les crisis financeres”.

Finalment, se suma a la conclusió d'Olivier Blanchard quan aquest escriu que “si bé hi ha moltes raons perquè els actuals models DSGE no agradin, són eminentment millorables i centrals per al futur de la macroeconomia”.

El *Dossier* continua, precisament, amb la contribució d'Olivier Blanchard, “Tenen futur els models DSGE?”.¹⁴ Convé recordar que –com hem vist– Blanchard en el panorama de la macroeconomia “The state of macro”¹⁵ publicat el 2009 a l'*Annual Review of Economics*, afirmava que als anys 90 havia sorgit una “visió àmpliament compartida de les fluctuacions i de la metodologia”, i la seva diagnosi és clara: “l'estat de la macro és bo”,¹⁶ una afirmació que sabia que no era compartida per tothom, d'entre qui esmenta Robert Solow.

Ara bé, al manual, publicat posteriorment *Macroeconomics, a European Perspective*,¹⁷ resulta patent que Blanchard s'ha allunyat d'aquest diagnòstic positiu i la clau del seu canvi de criteri és molt clara: la realitat de la crisi. Blanchard escriu que és indiscutible que “la crisi constitueix una gran fallida intel·lectual de la macroeconomia”. Assenyala que només alguns economistes la van preveure, com van fer Nouriel Roubini i alguns economistes del Banc de Pagaments Internacionals de Basilea; destaca que, en termes generals, “el sistema financer i el complex paper dels bancs i altres institucions d'intermediació financera va ser ignorat en la majoria de models

12 Galí, Jordi (2008). *Monetary policy, inflation, and the business cycle: an introduction to new Keynesian framework*. Princeton University Press.

13 Traducció al català de J. Galí (2016), “Some Scattered Thoughts on DSGE Models” (disponible a http://www.crei.cat/wp-content/uploads/2016/07/dsge_ebook.pdf).

14 Traducció al català d'O. Blanchard (2016, agost). “Do DSGE Models Have a Future?”. *Policy Brief*. Peterson Institute for International Economics.

15 Blanchard, O. (2008, agost). “The state of Macro”. *NBER Working Paper* núm. 14259. National Bureau of Economic Research.

16 Blanchard, O. (2016). “Do DSGE Models Have a Future?”.

17 Blanchard, O.; Amighini, A.; Giavazzi, F. (2013). *Macroeconomics, a European Perspective*. Harlow England: Pearson Education, 2a edició, p. 210.

“El paper essencial de la política fiscal no és estimular la demanda sinó assegurar la sostenibilitat de les finances públiques”

macroeconòmics”,¹⁸ un aspecte al qual el nou manual dona notable rellevància;¹⁹ per altra banda, la recent crisi financera està molt present en el llibre.

Així en l'article que s'ha inclòs en el *Dossier*–, Blanchard –des de la seva experiència com a economista en cap del Fons Monetari Internacional durant el període 2008-2015– explica les “moltes raons” que hi ha per no sintonitzar amb els models DSGE, raons que van, des de les hipòtesis que incorpora sobre el comportament dels agents econòmics, fins als mètodes d'estimació així com a les seves implicacions normatives. Concretament, escriu: “Primera. Es basen en hipòtesis poc atractives. No només hipòtesis simplificadores, com tot model ha de fer, sinó hipòtesis en profunda contradicció amb el que coneixem sobre els consumidors i les empreses. [...] Segona. El seu mètode estàndard d'estimació, que és una barreja de calibratge i d'estimació bayesiana, no és convincent. [...] Tercera. Si bé els models poden ser formalment utilitzats amb finalitats normatives, aquestes implicacions normatives no resulten convincents. [...] Quarta. Els models DSGE són males eines comunicatives”.

Dit això, explica que els models DSGE han d'evolucionar en dues direccions, aparentment oposades: segons la primera, han d'esdevenir menys insulars i, segons la segona, han de transformar-se en menys imperialistes. I conclou, en la meua opinió, críticament: “Així, per retornar al tema inicial: sospito que fins i tot els modeladors de DSGE estaran d'acord que els models DSGE estan viciats. Ara bé, els models DSGE poden cobrir una important necessitat de la macroeconomia consistent a oferir una estructura nuclear al voltant de la qual construir i organitzar debats. Per tal de fer-ho, però, han de ser construïts en major mesura sobre la base de la restant macroeconomia i acceptar compartir l'escenari amb altres tipus de models d'equilibri general”.

18 O. c., p. 550.

19 També ho ha fa N. Gregory Mankiw en la nova edició del seu conegut manual de macroeconomia, ara publicat amb l'especialista d'economia financera Laurence M. Ball (2010). *Macroeconomics and the Financial System*. Nova York: Worth Publishers.

Certament s'han produït reaccions menys radicals. Així, per exemple, David Romer, autor d'un conegut manual de macroeconomia per a estudiants de doctorat, en la quarta edició publicada l'any 2012²⁰ escriu, en l'epíleg del llibre: “Els esdeveniments dels darrers anys han significat un xoc profund no només en la macroeconomia sinó també en el camp de la teoria macroeconòmica. [...] Els nostres models i anàlisis canviaran amb tota seguretat. Però no sabem com ho faran”.

Antoni Castells, en el seu treball “El retorn del keynesianisme i la vigència de la política fiscal”, planteja el paper de la política fiscal, en la doble vessant d'impostos i de despesa pública, com a instrument de gestió de la demanda i indica, inicialment, que l'instrument clau per a Keynes consistia a incidir sobre la inversió privada mitjançant el tipus d'interès. Ara bé, amb la consolidació del keynesianisme en la postguerra, l'instrument bàsic s'ha identificat amb les polítiques fiscals, utilitzant els ingressos i la despesa pública. Aquesta concepció –com és conegut– va ser modificada pel nou consens neoliberal pel qual la política fiscal és irrellevant. Castells analitza les causes d'aquest canvi de paradigma i destaca, bàsicament, l'aparició de nous problemes, mal resoltos –com la *stagflation*– així com les interferències del cicle polític –no coincident amb el cicle econòmic– i també el procés d'integració econòmica internacional.

Així doncs –com és ben sabut– als anys 70 s'imposa el nou paradigma liberal-conservador, que defensa l'eficiència dels mercats i el paper no actiu de l'Estat, ja que –com destaca l'autor– en la concepció del nou paradigma “el paper essencial de la política fiscal no és estimular la demanda [...] sinó assegurar la sostenibilitat de les finances públiques”. Aquestes formulacions s'expressen, primer, en els models de cicle real i, posteriorment, en els denominats d'equilibri general dinàmic estocàstic.

Castells indica que “la hipòtesi bàsica assumida en gairebé tots els models macroeconòmics a l'ús (els que es van utilitzar [...] durant la Gran Recessió i els que van servir de base, l'any 2010, per prescriure a la zona euro les polítiques d'austeritat) era que el multiplicador keynesià era molt reduït o simplement zero”. I explica que –certament– hi havia matisos i que, fins i tot, hi havia models DSGE amb multiplicadors negatius.

20 David Romer (2012). *Advanced Macroeconomics*. Nova York: McGraw-Hill Irwin (4a edició), pàg. 645.

Ara bé, la realitat de la Gran Recessió va trencar el nou consens. Les causes són, per una banda, el fracàs de les polítiques d'austeritat aplicades en la fase recessiva del cicle econòmic i, per altra banda, "les limitacions mostrades per la política monetària com a únic instrument d'estabilització macroeconòmica", especialment quan el seu instrument bàsic –el tipus d'interès– es troba afectat per la "trampa de la liquiditat", cosa que implica –com és ben conegut– que, encara que fos possible reduir més els tipus d'interès, això no estimularia la inversió.

L'evolució de les economies en l'etapa postcrisi ha induït a revisar els valors de les estimacions del multiplicador keynesià i la conclusió ha estat que l'impacte de les polítiques fiscals és molt més fort del que es pensava. Concretament, es coincideix a afirmar que les "polítiques d'austeritat (contractives) produeixen un impacte negatiu sobre el PIB molt més alt del que se suposava"; i també que les "polítiques expansives generen un impacte positiu també més gran del que es pensava". El valor dels multiplicadors fiscals depèn doncs, fortament, de la fase del cicle econòmic en què s'apliquen, així com també depèn de "l'instrument utilitzat, augment de la despesa o reducció d'impostos, i en cada un dels casos, segons quina sigui la mesura concreta adoptada".

Tot plegat ha conduït a qüestionar la base teòrica i els models propis del consens neoliberal, en especial, el model DSGE, i a la necessitat de formular un nou consens sobre la política fiscal que –explica Castells– es fonamentaria en dues idees bàsiques. La primera "és que la política monetària no pot ser l'únic instrument disponible i que per assolir els grans objectius d'estabilització macroeconòmica són necessàries tant la política monetària com la política fiscal. I la segona és que la política fiscal ha de representar un doble paper: contràctic, per incidir a curt termini sobre l'evolució del PIB, i més a llarg termini, actuant sobre la productivitat, a través de la inversió pública".

Segons la primera idea, Castells destaca que la política fiscal –especialment si pren la forma de despesa pública temporal que beneficia els grups de rendes baixes– és particularment eficaç per estimular l'economia en recessió. I destaca també que, segons la segona idea, la política fiscal –a diferència de la política monetària– no resulta ineficaç encara que els tipus d'interès siguin pràcticament nuls i, per altra banda, pot induir moderada i saludable. A més, Castells destaca la singu-

Per assolir els grans objectius d'estabilització macroeconòmica són necessàries tant la política monetària com la política fiscal

laritat que la política monetària presenta a la zona euro, amb una moneda comuna però amb deutes sobirans diferenciats. En tercer lloc, destaca la necessitat de coordinar les polítiques fiscals. I, en quart lloc, considera important que la política fiscal vagi orientada especialment en la direcció del finançament de la inversió pública, amb efectes positius sobre la productivitat a llarg termini.

Finalment, l'autor presenta dues qüestions rellevants en les quals considera que cal aprofundir. La primera està relacionada amb els efectes a llarg termini sobre el creixement del PIB que pot tenir de la política d'estímul de la demanda i la segona està connectada amb l'impacte d'aquestes polítiques sobre la igualtat. El treball conclou amb unes reflexions sobre el que denomina el "complex procés de canvi de paradigma".

La contribució de Xavier Vives es titula "Un nou paradigma per als mercats financers?". L'autor es pregunta –atès que la crisi té un origen financer– si cal un canvi de paradigma en la teoria de les finances. L'article explora "quin és el model apropiat per al sector bancari i per als mercats financers, tenint en compte l'experiència de la crisi" i parteix de la constatació que "el paradigma dominant per als mercats financers ha estat el d'un mercat competitiu sense friccions on només de forma limitada, encara que creixent, s'han afegit els problemes derivats d'asimetries informatives i, encara que amb més moderació, els problemes derivats de l'existència de poder de mercat". Aquest paradigma no ignorava les fallades de mercat que es donen a la banca i a les finances però no els ha assignat la deguda importància, com tampoc no ha atorgat la deguda rellevància al paper de la banca a l'ombra (*shadow banking*), a les implicacions de la titulització de les hipoteques o a les causes i les conseqüències de les bombolles especulatives. És un paradigma més proper a la visió de Von Hayek que a la de Keynes.

En definitiva, l'autor destaca no només que el paradigma utilitzat era insuficient sinó que, a més, des de "la macroeconomia s'ha ignorat el paper del sector bancari i la possibilitat de

crisis sistèmiques” i, per aquest motiu, afirma que “cal desenvolupar i integrar bé els models que expliquen les imperfeccions dels mercats i les crisis bancàries en els models que intenten explicar el funcionament global de l’economia”. Per altra banda, insisteix que “cal posar al centre de l’anàlisi dels mercats financers les imperfeccions i possibles fallades del mercat”, així com en la necessitat d’integrar en l’anàlisi les noves realitats tecnològiques que afecten el sector.

Arribat al punt final sobre el contingut de la *Revista*, voldria agrair l’encàrrec de coordinar l’elaboració del número que em va fer el Consell de Redacció, així com també el treball i la cooperació de tots els autors. ■

ELS HISTORIADORS I LES GRANS CRISIS ECONÒMIQUES

Albert Carreras

Catedràtic d'Història Econòmica, UPF

Per als historiadors econòmics, especialitzats per definició en el coneixement del passat econòmic, l'estudi de les grans crisis és una part fonamental de la seva dedicació investigadora i docent.¹ Des de fa ja no dècades sinó generacions, l'estudi de la Gran Depressió ha centrat molts esforços d'aquesta comunitat acadèmica.² Ho ha continuat fent en relació amb les crisis posteriors. Si ens limitem a l'experiència dels darrers 50 anys, pensarem immediatament en les crisis del petroli dels anys 70 i primers 80, les crisi del deute que se'n van derivar, especialment les llatinoamericanes (però

1 Com es pot comprovar en una obra de referència de la disciplina, l'*Oxford Encyclopedia of Economic History*, dirigida per Joel Mokyr (2003). Vegeu, per exemple, l'article de Solomou (2003) sobre els cicles econòmics o el d'O'Donnell (2003) sobre les crisis financeres. Testimonis anteriors ens els donen Bordo (1992) i Kindleberger, amb el seu llibre del 1989, que ha estat reeditat i revisat múltiples vegades, amb una nova vida després de la seva mort gràcies a un coautor, Robert Z. Aliber, sol·licitat per l'editorial. Ell és el responsable de Kindleberger i Aliber (2011), que és la sisena edició de l'original i que tracta de la darrera crisi.

2 Vegeu el resum que en fa Temin (2003) a la mateixa enciclopèdia.

no només aquestes), les altres crisis financeres que han puntejat els anys 90, les crisis monetàries europees, les crisis borsàries que s'han reproduït en diversos moments del creixement de les noves tecnologies de la informació i la comunicació, etcètera. Totes han estat motiu d'estudi, recerca i docència. Si anem abans de la Gran Depressió, la depressió agrària de finals del segle XIX ha captat molta atenció, i la successió de crisis relacionades i explicades per Schumpeter a *Business Cycles*³ han estat una part important de la formació i la dedicació de la comunitat d'història econòmica arreu del món, i han estat revisitades repetidament per tots els investigadors especialitzats en història monetària i financera. Les primeres crisis financeres –les primeres bombolles– han atret sempre l'atenció, així com les crisis del deute de les monarquies modernes. Mostra de tot plegat és que, quan es va iniciar, el 2007, la crisi que associem a la fallida de Lehman Brothers, hi havia uns quants historiadors econòmics que tenien obres en preparació sobre la història de les crisis. Alguns van haver d'afegir algun epíleg a una segona edició, d'altres hi van poder afegir algun capítol, mentre que d'altres van donar tota una altra volada al que estaven preparant.⁴ En qualsevol cas,

3 Schumpeter (1939).

4 Niall Ferguson (2008), Carlos Marichal (2010), Carmen Reinhart i Kenneth Rogoff (2009) en són un exemple de cada mena.

l'estudi dels cicles econòmics ha estat central en tots els manuals d'història econòmica.⁵

Tanmateix, la reina de les crisis ha estat la Gran Depressió, que s'ha mantingut central en els programes docents i de recerca. L'aparició dels senyals d'una crisi financera d'enormes proporcions va posar una bona colla d'historiadors econòmics en posició d'alerta. A partir de l'agost del 2007 –amb els primers passos de la crisi de les hipoteques *subprime*–, la consciència de la potencial gravetat de la crisi que s'iniciava ja va portar els historiadors econòmics a buscar precedents històrics per caracteritzar què podia passar. Als Estats Units, que semblaven aleshores els principals afectats, l'analogia que es va estudiar va ser la del pànic bancari del 1907, conseqüència de la bombolla creditícia que s'havia activat per la reconstrucció de San Francisco després del terratrèmol patit el 1906.⁶ La creació de la Reserva Federal va ser, al cap d'uns anys, la principal conseqüència institucional d'aquella crisi que va sacsejar tot el sistema bancari dels Estats Units.

1

A partir de la fallida de Lehman Brothers el 15 de setembre de 2008, uns quants historiadors van posar-se a comparar immediatament com es desplegava la nova crisi i com s'havia desplegat la Gran Depressió a partir de l'ensorrada de la Borsa de Nova York l'octubre del 1929. Barry Eichengreen i Kevin O'Rourke van liderar aquests esforços i van proporcionar un seguiment pràcticament en temps real –recorrent a les dades de freqüència mensual– de les dues trajectòries.⁷ No van ser els únics a fer-ho, però van aconseguir ser els que en van treure més partit. Molts altres historiadors econòmics es van apressar a escriure assaigs interpretatius de la nova crisi. Es van endegar projectes comparatius amb altres crisis. Podríem afirmar que els historiadors econòmics van considerar la nova crisi, de dimensions encara desconegu-

5 La *Cambridge Economic History of Modern Europe*, publicada el 2010 però que es va començar a dissenyar abans de la crisi, dedica quatre capítols als cicles econòmics (Craig i García-Iglesias per al 1700-1870; Flandreau, Flores, Jobst i Khoudor-Costeras per al 1870-1914; Ritschl i Straumann per al 1914-1945, i Battilossi, Foreman-Peck i Kling per al 1945-2007). La *Cambridge History of Capitalism*, publicada el 2014, n'hi dedica dos (James i Michie). 6 Bruner i Carr (2007).

7 Eichengreen i O'Rourke (2009) i successives actualitzacions publicades a *VoxEU* al llarg d'un any i mig. L'article d'Almunia et al. (2010) aprofundeix en l'anàlisi quantitativa i comparativa.

“*Els historiadors econòmics van considerar la nova crisi com una oportunitat de fer valer la seva expertesa*”

des, com una oportunitat de fer valer la seva expertesa, tant de cara al gran públic com de cara a les autoritats i de cara als col·legues d'altres disciplines.⁸

Pel propi tarannà, els historiadors econòmics no van posar pel davant teories sinó narracions de fets (allò que és tota història: narració ordenada de fets). Van preocupar-se per detectar regularitats, pautes recurrents i possibles diferències, i van esforçar-se a caracteritzar la nova crisi en comparació amb les anteriors, especialment en relació amb la Gran Depressió. Que Ben Bernanke estigués al capdavant de la Reserva Federal i que Christina Romer fos nomenada cap del Consell d'Assessors Econòmics del president Obama van mostrar la confiança més gran que proporcionaven els historiadors econòmics o els macroeconomistes amb trajectòria investigadora d'història econòmica per fer front a una crisi que semblava ben diferent de les anteriors.⁹ Normalment la familiaritat amb la història econòmica dona menys apriorismes teòrics i una orientació més gran a entendre els fets i la seva interrelació amb les variables de context.

Totes aquestes característiques es reflecteixen, amb més o menys intensitat, en els treballs als quals he al·ludit. El més famós va ser un treball molt històric –*This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*–, d'èxit immediat per l'oportunitat del moment de la seva publicació, l'any 2009.¹⁰ Va tenir molta influència en el disseny inicial de diagnòstics i de polítiques, especialment en palesar el greu error de pensar que la gestió macroeconòmica havia acabat amb els cicles econòmics. Aquesta crítica ja l'havien avançada els historiadors econòmics en diverses ocasions, alguns de molt prominents.¹¹

8 Eichengreen (2012) en fa un balanç.

9 Bernanke (2000) i Romer (1990 i 1992).

10 Reinhart i Rogoff (2009). La contrapartida dels elogis rebuts i la influència aconseguida van ser les crítiques per algunes inexactituds conseqüència de les presses i de l'ambició de tot el projecte.

11 Temin (2008).

Molt oportunament també es van publicar els llibres de Niall Ferguson i de Carlos Marichal.¹² Les reflexions sobre les lliçons de la Gran Depressió es van multiplicar. El monogràfic de l'*Oxford Review of Economic Policy* dirigit per Crafts i Fearon va ser modèlic.¹³ Molts historiadors econòmics, cada un des del seu país, van tenir els reflexos per entrar ràpidament en el debat. A Espanya aquest va ser el cas de Gabriel Tortella i Clara-Eugenia Núñez,¹⁴ amb una obra molt oportuna, excel·lent resum de la crisi, però amb un diagnòstic de les polítiques que calia aplicar per sortir-ne fortament polititzat i molt xocant des d'una perspectiva catalana, anticipant, més del que ens podíem aleshores imaginar, molt del que va venir després.

Les revistes especialitzades van animar la publicació de recerca i d'interpretacions sobre la crisi, en perspectiva històrica.¹⁵ Es van multiplicar els llibres que repensaven la història des del punt de vista de les crisis en la història. Només a Espanya en puc recordar cinc d'explícitament definits d'aquesta manera i un manual d'història econòmica mundial que dedicava molta atenció al tema.¹⁶ La radicalitat de la crisi va mobilitzar els millors cervells de totes les professions. Entre els economistes es van multiplicar els assaigs redactats per autors que no tenien per què ser específicament experts en crisis però que podien aportar perspectives i interpretacions noves.¹⁷ El mateix va passar entre els historiadors econòmics. El terreny històric, que semblava propi dels darrers, va restar obert per a tothom que en pogués treure bones lliçons. El mateix va passar amb la psicologia, particularment la psicologia col·lectiva, a la qual s'ha fet referència contínuament durant la crisi.¹⁸ En realitat, la crisi ha obligat els economistes a parar molta

La crisi ha obligat els economistes a parar molta més atenció a la història, no fos cas que aportés la clau del que estava passant

més atenció a la història, no fos cas que aportés la clau del que estava passant, i als historiadors a parar més atenció a les teories dels economistes, no fos cas que s'equivoquessin de soca-rel per ignorar els fets històrics.¹⁹

2

Repassem ara breument els fets més destacats de la Gran Recessió i les lliçons que en podem obtenir en una perspectiva històrica.²⁰

El 15 de setembre de 2008, data de la fallida de Lehman Brothers, és el moment que convencionalment s'utilitza per assenyalar l'esclat de la crisi econòmica que anomenem Gran Recessió,²¹ de la qual finalment n'hem sortit. Com tantes crisis econòmiques, va començar amb la fallida per sorpresa d'un gran banc d'inversió. En realitat, hauríem de situar aquest inici ben bé un any abans, al començament d'agost del 2007, quan el banc Paribas va degradar la qualificació creditícia de certs bons que fins aleshores havien obtingut la màxima qualificació, i va enviar immediatament un senyal d'alarma a tot el món fi-

19 En són bona prova les ressenyes massives fetes en les dues direccions al *Journal of Economic History* per Larry Neal (2011) i al *Journal of Economic Literature* per Andrew W. Lo (2012).

20 El text que segueix reprèn molts continguts de la lliçó inaugural del curs acadèmic 2013-2014 de la Universitat Pompeu Fabra que vaig impartir el 3 d'octubre de 2013. Es titulava *La crisi econòmica: algunes lliçons de la història i per a la història*. Agraïxo la invitació del rector, Jaume Casals, i els valuosos comentaris que em van fer arribar Fernando Guirao i Xavier Tafunell, i les converses amb Guillem López i Andreu Mas-Colell. Cap d'ells és responsable de les meves afirmacions. Vaig tornar a cultivar el tema al mateix lloc en un dels Diàlegs Humanístics que va organitzar Tamara Ivancic a la UPF sobre *Economia: crisi o redefinició del sistema*, que vaig compartir amb Josep Maria Vegara el 26 d'abril de 2016.

21 El nom utilitzat per designar aquesta crisi va anar variant a mesura que variava el diagnòstic sobre la seva intensitat i significació. Hi va haver algun esforç per promoure la designació *Second Great Contraction*, en referència explícita a com Friedman i Schwartz batejaven la Gran Depressió. A Almunia et al., es parla de la *Great Credit Crisis*, però els autors van passar a parlar de *Great Recession* en treballs posteriors. Molts autors han preferit parlar de la darrera *Financial Crisis* (Lo, 2012; Sinn, 2010; Varoufakis, 2011).

12 Ferguson (2008) amb segona edició ampliada el 2009 i Marichal (2010).

13 Crafts i Fearon (2010), publicat més tard (2013) com a llibre.

14 Tortella i Núñez (2009). Vegeu també Martín Aceña i Pons (2011). Carreras i Tafunell (2010) van caracteritzar la crisi que s'estava desplegant davant dels nostres ulls. Molts altres autors també van actualitzar les seves obres.

15 Però les revistes acadèmiques solen ser de reaccions lentes. A casa nostra i entre els historiadors econòmics es poden mencionar alguns articles a *Revista de Historia Industrial* (Parejo i Sudrià, 2012 i Catalàn, 2014); un monogràfic de la *Revista de la Historia de la Economía y de la Empresa* editat per Bilbao i Lanza (2013) i un altra d'*Investigaciones de Historia Económica* editat per Martínez Ruiz i Pons (2014).

16 Furió Diego et al. (2010), Martín Aceña, (ed.) (2011), Comín i Hernández (2013), Llopis i Maluquer de Motes (2013), i Martín Aceña, Martínez Ruiz i Pons, (eds.) (2013). El manual és el de Comín (2011).

17 De la Dehesa (2009), Krugman (2009), Stiglitz (2009).

18 Akerlof i Shiller (2009).

nancer. Va ser aleshores que es va encunyar el concepte de les *hipoteques subprime*. Des de l'agost del 2007 fins al setembre del 2008 tothom reconeixia que s'estava en una crisi important, tot comparant-la amb la que s'havia produït un segle abans, el 1907, però ningú no podia imaginar tot el que vindria, malgrat el títol de la monografia que s'acabava de publicar exactament sobre el tema.²² Les sèries econòmiques mostren que l'estiu del 2007 totes les variables econòmiques significatives anaven decididament cap avall. Es van produir intervencions i salvaments de bancs, com ara el britànic Northern Rock, nacionalitzat el febrer del 2008, i Bear Sterns, rescatat el març del mateix any per la Reserva Federal. Tanmateix, hi ha un fort consens en què va caler la fallida de Lehman Brothers perquè esclatés la Gran Recessió tal com la coneixem: una enorme crisi financera que va paralitzar el crèdit en pràcticament totes les economies més pròsperes del món, amb immediates conseqüències sobre l'economia real.²³

Molts diuen que Bernanke i Paulson (Henry) no van tenir opció: les crítiques del Congrés dels EUA al salvament de bancs insolvents, com ara Bear Sterns, va obligar a deixar-ne caure un. Sense la fallida de Lehman Brothers, el Congrés no s'hauria espantat prou com per aprovar els crèdits extraordinaris per intervenir en el mercat financer. L'empatx creditici havia estat enorme i general, i no es tenia cap idea de quant de temps es trigaria a digerir-lo. Si mirem què va passar després, arribem a la conclusió que, com més radical ha estat la solució, abans s'ha sortit de la crisi. Tanmateix, la radicalitat pot ser molt impopular tant entre els menys afavorits (perquè implica nacionalitzar bancs –i caixes d'estalvis al nostre país– amb pèrdues) com entre els més pròspers (perquè els força a mostrar les pèrdues i a perdre el control dels bancs). *Sensu contrario*, com més procrastinador s'ha estat, més s'ha trigat a recuperar el pols econòmic. La crisi japonesa, que ja dura més d'un quart de segle, ens recorda que es tracta d'un perill ben real.

La crisi econòmica s'ha produït en un món on economistes, polítics i la ciutadania en general disposaven d'una certa bateria d'idees i conceptes per enfrontar-se a una crisi com la que s'ha viscut. Aquestes idees procedien de les anàlisis realitzades al llarg de quatre generacions sobre les causes de la

crisi del 1929 i de la gran depressió que va provocar. En van discutir amb passió els contemporanis i tres generacions més. Podem afirmar que a l'altura de l'any 2007 el consens que hi havia entre els economistes sobre com reaccionar davant d'una davallada sobtada de la demanda agregada i d'una contracció sobtada del crèdit era prou important, i era suggeridor de la convergència d'idees entre economistes de diversa procedència ideològica mercès a dècades de recerca acadèmica. Esquematzant molt, podem afirmar que tothom entenia que una crisi bancària, i encara més una crisi bancària d'una gran entitat sistèmica, exigia una resposta enèrgica del banc central, injectant crèdit a l'economia. Calia evitar la contracció del crèdit –el fenomen més perillós– amb les seves conseqüències de deflació, caiguda del PIB (la demanda agregada), paralització de la inversió i increment de l'atur involuntari. No s'havia de repetir l'error del banc central dels EUA (la Reserva Federal) després del 1929, que va deixar que els bancs fessin fallida i no va compensar la destrucció de crèdit i la deflació subseqüent amb una política d'expansió del crèdit o, com a mínim, de la quantitat de diners en circulació. Bona part de la reputació d'expert en política monetària de Milton Friedman li va venir d'haver convençut tothom que, si la Reserva Federal hagués disposat d'un objectiu de creixement moderat dels preus (diguem que un 2% anual), ens hauria estalviat la Gran Depressió mercès a polítiques monetàries i creditícies expansives.²⁴ Qui va ser conegut per la seva defensa de polítiques monetàries contractives quan la inflació era alta, emergia com un defensor de l'estabilitat monetària: la coherència la donava l'objectiu d'inflació. L'any 2008 hi havia al capdavant de la Reserva Federal un dels acadèmics més acreditats per la seva recerca sobre la crisi del 1929 i sobre els errors que s'hi havien comès.²⁵ Ben Bernanke ha fet un gran treball evitant que de la crisi de Lehman Brothers no en resultés als EUA un escenari econòmic tan depressiu com el dels anys 30. A la Gran Bretanya, hi havia un primer ministre amb idees clares sobre la qüestió –Gordon Brown– i va evitar el col·lapse econòmic amb mesures no sempre ben compreses, com ara la nacionalització d'alguns grans bancs. Alguns països europeus (Alemanya i els Països Baixos) van fer el mateix.

Entre les economies més grans del món, va circular llavors la recepta keynesiana en la seva versió més simplificada. Es tractaria de lluitar contra la reducció de la demanda agregada

22 Bruner i Carrn (2007). *The Panic of 1907. Lessons Learned from the Market's Perfect Storm*.

23 Les referències de les notes al peu de pàgina anteriors informen a bastament dels fets.

24 Friedman i Schwartz (1963).

25 Bernanke (2000).

conseqüència de la contracció del crèdit mitjançant l'increment de la despesa pública. Molts governants van aprofitar l'ocasió per fer allò que sempre havien desitjat: gastar molt i que no es discutís la bondat de tenir la mà foradada. D'això se n'ha dit keynesianisme vulgar (perquè Keynes havia predicat augmentar la despesa pública en situacions de gran atonia de la demanda agregada, però ho havia fet en un món on encara no existien els estabilitzadors automàtics). Des de finals de l'any 2008, durant tot l'any 2009 i fins les primeries del 2010, van ser nombrosos els governs que es van apuntar amb entusiasme a la recepta del keynesianisme vulgar.

Es van viure anys de tan gran atonia de la demanda que els estalvis disponibles no trobaven prou projectes demandants de crèdit. El resultat va ser una forta caiguda dels tipus d'interès. En aquestes circumstàncies, endeutar-se era molt barat. En molts casos, i tenint en compte el comportament de la inflació, l'interès real va esdevenir negatiu. Durant un any i mig, molts governs van endegar polítiques molt expansives finançades amb endeutament públic. Però va arribar un moment en què va començar a posar-se damunt la taula la sostenibilitat de l'endeutament i dels enormes dèficits públics. A Europa això va esclatar l'abril del 2010 amb la crisi del deute sobirà grec que es va anar congriant des que el desembre del 2009 el nou govern del PASOK dirigit per Yorgos Papandreu va revelar el desgavell de les finances públiques gregues.

Mentre que hi havia prou utilitat acadèmica i política per lluitar contra la contracció creditícia, hi havia poc consens polític per lluitar contra l'excés de crèdit. Els economistes –especialment els bancs centrals– havien insistit molt en la perillositat de la bombolla immobiliària i en la de la bombolla financera, però ningú no els havia fet cas. Eren ocells de mal averany a qui ningú no volia escoltar. Encara menys eines hi havia per pensar què calia fer amb una crisi del deute sobirà d'un país que pertanyia a una unió monetària. La dificultat de la Unió Europea per posar ordre i seny en aquesta crisi va implicar una forta crisi de desconfiança sobre la mateixa supervivència de l'euro. Van caldre tres anys per aconseguir tranquil·litzar els mercats sobre la voluntat de la zona euro per lluitar contra les incerteses derivades de les crisis del deute sobirà (la grega, la portuguesa, la irlandesa, la italiana, l'espanyola, la xipriota...) i establir regles, compromisos i reformes que mostressin l'existència d'un pla i d'una voluntat de combatre els desequilibris subjacents a les crisis de deute sobirà a la zona euro.

3

Hem viscut amb l'ai al cor els cinc o sis anys posteriors a la fallida de Lehman Brothers. L'economia espanyola no va viure inicialment la crisi financera (es va tapar com es va poder), però sí que el que va arribar d'aquesta (el col·lapse dels mercats financers internacionals on els nostres bancs i caixes obtenien el crèdit per finançar hipoteques) va provocar una frenada de la concessió de crèdit que va punxar la bombolla immobiliària espanyola. La reducció de les expectatives immobiliàries va realimentar les males expectatives de negoci financer. El desinflament de la bombolla va provocar l'increment immediat de l'atur. Amb el sistema de relacions laborals existent a l'Estat espanyol l'atur podia pujar ràpidament gràcies a l'elevada proporció de contractes de treball de curta durada, que en permetia la no renovació a mesura que s'extingien. La reducció de la població ocupada va ennegrir les perspectives de molts negocis i va realimentar la situació depressiva, alhora que va començar a afectar la salut financera de moltes entitats de crèdit. Les polítiques d'increment de la despesa pública van temperar un temps –escassament un any i mig– la situació, però el remei era massa fràgil per ser durador. Sense sobirania monetària exclusiva, l'Estat espanyol no podia mantenir sol una política d'expansió del crèdit. El famós gir del president Rodríguez Zapatero del mes de maig del 2010 va ser la imposició de la realitat econòmica sobre els somnis de despesa il·limitada sense sobirania monetària, el que podríem anomenar keynesianisme en un sol país. Dissortadament, el volum de despesa havia crescut tant per sobre de la caiguda dels ingressos que els dèficits públics ja havien assolit proporcions que podien esdevenir, per a alguns països, impossibles de finançar. Comença aleshores la necessitat de l'ajust de la despesa pública, que ha dominat l'escenari polític durant cinc anys.

No és molt hispanocèntrica aquesta descripció? No ben bé. Respon al que va passar a la perifèria europea, i als perills que han viscut alguns països centrals, sempre al caire d'una crisi del seu deute sobirà. No respon al que va passar al nucli de la unió monetària –Alemanya– ni el que va passar als que dins de la Unió Europea no eren a la zona euro. Tampoc no es correspon amb el que van experimentar grans economies amb divisa pròpia com els EUA o el Japó, per posar-ne els dos exemples més grans. Tampoc no es correspon amb el que va passar a l'antiga perifèria del món. El creixement xinès, el de l'Índia i el de grans economies com la russa o la brasilera gairebé no es van veure afectats. El món que era pobre ha crescut a gran velocitat durant els anys de la crisi de la zona

S'han perdut desenes de milions de llocs de treball als països rics i se n'han guanyat molts més a les perifèries en vies de desenvolupament

euro. S'ha produït una convergència de nivells de renda per capita espectacular. La famosa globalització econòmica s'ha fet sentir amb tota la seva força. S'han perdut desenes de milions de llocs de treball als països rics i se n'han guanyat molts més a les perifèries en vies de desenvolupament que cada cop més han estat anomenades emergents. És un procés ben semblant al que es va viure durant la gran depressió de finals del segle XIX (a principis dels anys 80 del segle XIX) quan els emergents eren els EUA i els països rics eren, també com ara, els europeus. El món agrari europeu es va ensorrar davant l'empenta competitiva dels nous territoris d'ultramar, que produïen aliments i primeres matèries molt més barats que a Europa. La desigualtat a escala mundial s'ha reduït malgrat l'increment de la mateixa al món desenvolupat. Tot això ens recorda que la sensació de crisi econòmica no és general al món. Nosaltres hem viscut en una economia en crisi. Hem estat una minoria en el món. El món ha crescut i hem estat incapaços d'aprofitar el seu creixement.

4

Què ens podia ensenyar la història sobre tot el que ens estava passant? He mencionat repetidament les lliçons de la crisi del 1929 i de la gran depressió subsegüent. A manca de totes les lliçons necessàries de la Gran Depressió, molts van mirar cap a les crisis financeres dels anys 90 (des de la japonesa fins a la sueca passant per les de l'Argentina o les de l'est asiàtic). Hi ha molt per aprendre del que aleshores va passar. Tots aquests països van haver de millorar i endurir la seva regulació bancària i financera. Alguns se'n van sortir millor que els altres. Com ja apuntava, els que van acceptar més ràpidament la realitat se'n van recuperar abans i més. "Acceptar la realitat" volia dir intervenir o nacionalitzar els bancs amb pèrdues abundants i valorar els actius de la seva propietat que ningú no volia comprar, al preu de mercat, encara que aquest fos zero. Quan això s'ha fet, el sistema financer s'ha regenerat i l'economia ha continuat. Han aparegut oportunitats d'inversió atractives i s'ha tornat a activar el crèdit. A finals de l'any 2009 o a principis del 2010 alguns països ja tornaven a créixer (els famosos brots verds) i no van deixar de fer-ho els anys següents. No va ser el cas

dels que es van negar a acceptar la realitat i van mantenir artificialment bancs zombis, o sigui, bancs que tenien el seu balanç farcit d'actius comptabilitzats a un preu que ningú no estava disposat a pagar. En aquestes condicions, aquests bancs no podien vendre els seus actius perquè haurien hagut de registrar pèrdues. En lògica conseqüència, no podien concedir nou crèdit (prou feina tenien a acumular liquiditat per retornar els seus propis crèdits). Quan pensem en aquesta experiència –que descriu esquemàticament la japonesa– podem observar que aquest és un error que es va cometre a Espanya. El sistema bancari estava prou bé –això semblava–, tot i que hi havia bancs i caixes més exposats a la bombolla immobiliària que d'altres. El Banc d'Espanya, que lluia la seva política de provisions anticíclics, es va voler assegurar –probablement pressionat per l'ambient d'optimisme personalitzat en les declaracions del president del Govern– que no hi hauria cap entitat de crèdit que fes fallida. I ho va fer amb una circular que va autoritzar els bancs i caixes a comptabilitzar els actius al preu de compra (el preu de balanç o de llibres) en lloc de forçar a comptabilitzar-los al preu de mercat. Aquesta circular, de la tardor del 2008, ha resultat ser un dels errors d'apreciació més importants de la història econòmica espanyola. La regulació bancària espanyola va anar en una direcció exactament contrària a la que calia seguir. El resultat és el desastre que hem vist. Ni es va ajustar ràpidament el preu dels actius immobiliaris, ni es va poder distingir entre entitats sanejades i fortes i entitats financerament malaltes i abocades a la fallida o a la nacionalització. Per no voler enfrontar-se a alguna fallida i a alguna nacionalització, hem acabat tenint moltes fallides encobertes i nacionalitzacions enormes. Pel camí s'ha produït una contracció del crèdit sense parió que ha estat una llosa per al creixement econòmic.

5

La contracció del crèdit no ha estat un procés progressiu. S'ha produït puntejada per moments de completa desaparició del crèdit. No havíem sentit expressions com "no hi ha crèdit" des d'abans de la Primera Guerra Mundial. Amb un sistema de bancs centrals prestadors en darrera instància i emissors de diner fiduciari, no podia deixar d'haver-hi crèdit. Només els països vinculats a patrons monetaris metàl·lics (com el patró or o el patró plata) podien patir situacions de desaparició del crèdit, a causa de l'automatisme dels ajustos de contracció monetària. El món anterior al 1914 va viure nombroses crisis financeres caracteritzades no per una bombolla creditícia ans per tot just el contrari: la desaparició del

crèdit. Per als coneixedors de la història econòmica del segle XIX aquesta és una experiència ben freqüent, i sempre d'efectes devastadors. Si "no hi ha crèdit", els projectes empresarials no poden progressar encara que siguin molt bons. Per solucionar aquesta font d'inestabilitat del sistema financer va caldre més d'un segle. Els primers bancs centrals prestadors en darrera instància van anar apareixent a finals del segle XIX i al llarg de les primeres dècades del segle XX. La Reserva Federal dels EUA és del 1913, filla de les reaccions a la crisi bancària del 1907. La Gran Bretanya ja comptava amb un banc central d'aquestes característiques i això li va proporcionar un avantatge financer indiscutible durant la llarga Pax Britannica.

Vet aquí una lliçó per a la història, no per coneguda menys important: el sistema financer és crucial per al creixement econòmic i cal disposar d'un prestador en darrera instància. S'ha convertit en un lloc comú parlar de la importància de comptar amb un sistema financer que doni crèdit. Però hem viscut uns quants anys amb un sistema financer que treia crèdit de l'economia: necessitava tota la liquiditat disponible per atendre els compromisos de retorn del seu endeutament, que havia crescut fora de tota mida i control els anys de bonança o d'interessos barats. Enmig de tot el brogit han nascut opinions de tota mena sobre la banca. Molts l'han feta responsable de tots els nostres mals sense adonar-se de fins a quin punt la seva expansió creditícia va ser general i que tots els gestors que en van tenir la temptació (els preus ràpidament creixents dels actius immobiliaris) hi van caure. Només se'n van lliurar els que no tenien cap temptació o aquells que, tenint-la, van patir problemes molt aviat i van decidir allunyar-se dels riscos de la bombolla immobiliària. D'altres acusaven la banca de no haver donat crèdit, però oblidaven que, si no donava crèdit, era perquè tot el que podia donar se n'anava, *volens nolens*, a finançar el dèficit públic.

De totes aquestes crítiques en podrien sortir dues possibles lliçons per a la història, unes lliçons amb molta tradició en tots dos casos. Una lliçó és que el negoci bancari és molt perillós i que més val prohibir-lo. Hi ha una llarga tradició en el pensament econòmic i polític occidental que apunta en aquesta direcció; potser la veu més sorprenent pel seu caràcter il·lustrat i liberal i per la seva identificació amb els valors del capitalisme emergent és la de Thomas Jefferson, principal autor de la Declaració d'Independència dels Estats Units i dues vegades president (1801-1809). Ell va escriure alguna de les afirmacions més dures contra la banca que s'hagin escrit mai. Les

Per què no vam aprendre les lliçons de la crisi del deute? Bàsicament perquè pensàvem que això no ens passaria mai a nosaltres

opinions de Jefferson van alimentar una tendència a la forta regulació estatal de la banca. Encara avui aquesta és una solució que es considera: reforçar la regulació bancària davant el potencial desestabilitzador de l'activitat bancària.

Una altra lliçó ben oposada a l'anterior fa notar que la importància de la contracció del crèdit en la contracció econòmica ens il·lumina sobre la importància de l'expansió del crèdit en l'expansió econòmica. Si volem créixer necessitem un sistema financer, necessitem bancs. De fet, mai com ara no havíem pogut apreciar tan bé la seva indispensabilitat en els processos de creixement econòmic. Podríem dir que els bancs són com l'energia nuclear: infinitament positiva si se sap utilitzar bé, cosa que demana una forta regulació i control. El mateix passa amb el crèdit. És un invent extraordinari, com el diner. Però tots dos casos exigeixen regulació i control si no volem que ens explotin a les mans. Justament com passa amb l'energia nuclear. No s'ha de prohibir, sinó que s'ha de regular i supervisar. L'asimetria informativa en el negoci bancari és tan gran que és realment difícil prevenir episodis de venda massiva d'actius financers tòxics. És tan difícil descobrir quin producte és tòxic que es poden donar situacions com les que es van viure amb els famosos productes que venia Harry Madoff fins a l'esclat de la crisi. Un gran banc espanyol els va col·locar entre la seva millor clientela, i va haver de compensar-la quan es va saber el caràcter d'estafa que tenia el producte. Però hi va haver una altra gran entitat financera que els havia valorat tan bé que no va voler col·locar-los a la seva clientela i se'ls va guardar en cartera per gaudir sola dels beneficis esperats! Quan ni els especialistes poden distingir un producte bo d'una estafa, vol dir que hi ha un problema d'informació asimètrica insuperable. Molts es van arribar a plantejar si el sistema financer no era més que una enorme estafa piramidal, més o menys regulada. En resum: no podem prescindir del crèdit, però tampoc no podem prescindir d'una bona regulació del crèdit.

6

Una altra gran lliçó de la història per a la Gran Recessió ens la va donar la crisi del deute que va sacsejar l'Amèrica Llatina i

altres parts de la perifèria econòmica mundial els anys 80. Hi ha hagut diverses crisis del deute, però la que va esclatar el 1982 a Mèxic, i que es va difondre a gran velocitat per tot el continent, és la que més ens interessa. Tot de països que van activar la seva extracció de petroli aprofitant els alts preus del cru a finals dels anys 70 van atreure molts capitals. En van atreure tants que no van saber què fer-ne. A creditors i deutors els mancaven projectes d'inversió prou atractius. Si els capitals van ser vinculats en forma de crèdits o en forma de deute públic, a curt termini, la vulnerabilitat de les economies receptors del crèdit va esdevenir alta. Una simple decepció en la taxa d'increment del preu del petroli podia ser suficient per generar el pànic dels inversors internacionals. Molts d'aquests inversors procedien dels països exportadors de petroli que buscaven on podien invertir els estalvis excedents o procedien dels grans bancs occidentals que canalitzaven aquestes inversions i d'altres semblants. En molts casos, la seva selecció d'inversions era ben superficial i dominava el comportament gregari, sense filar prim en la seva qualitat. Quan simultàniament les economies llatinoamericanes van començar a trontollar, els tipus d'interès van pujar i el dòlar es va apreciar (per un canvi de la política monetària dels EUA), les inversions de capital es van retirar i molts països no van poder o no van saber atendre els seus compromisos. Les crisis del deute (privat, però sobretot públic) van provocar que molts països es veiessin forçats a una sobtada contracció de la seva demanda interna per fer front, primer, a la retirada de capitals estrangers i, després, al pagament dels interessos i el principal dels seus deutes. Les devaluacions dissenyades per guanyar competitivitat els ensorraven en la misèria i augmentaven el pes del deute sobre el seu PIB. El malson va durar una bona dècada, el que es coneix com la Dècada Perduda de l'Amèrica Llatina. No se'n van sortir més que amb una combinació de forta contracció salarial i pressupostària internes, obertura a l'exterior, liberalització econòmica interna i externa i retorn progressiu del deute.

La lliçó dels perills de l'endeutament no es va aprendre a Europa. La creació de l'euro va propiciar que molts països europeus fossin molt atractius per a inversions internacionals, a curt o a llarg termini, que derivaven de compartir la reputació dels països monetàriament virtuoses d'Europa. Era l'equivalent de descobrir pous de petroli o mines d'or, però vam tendir a pensar que era normal en lloc d'entendre que era una oportunitat extraordinària però irrepetible i molt vulnerable a l'estat de confiança internacional. Tothom a la perifèria europea va

pensar que la crisi del deute llatinoamericà no era una experiència de la qual calgués treure cap lliçó. Havia estat un error d'economies inferiors, dirigides per un personal de menys qualitat, i ells eren massa intel·ligents i avançats perquè els passés el mateix. Dissortadament, també la perifèria europea es va trobar amb una crisi del deute de dimensions enormes i de durada incerta.

Per què no vam aprendre les lliçons de la crisi del deute? Bàsicament perquè pensàvem que això no ens passaria mai a nosaltres, que ja érem economies i societats més desenvolupades i amb institucions més estables. Els costa molt entendre a les societats benestants que els països més pobres tenen coses per explicar-los. Estem tots millor volent creure que hi ha problemes que no ens afecten. Doncs ben al contrari, el que hem viscut és una immensa crisi del deute amb l'agreujant d'estar en una unió monetària, d'haver perdut sobirania monetària i de no haver sabut aprofitar adequadament els immensos guanys de reputació dels quals ens havíem beneficiat. Val la pena estudiar què va passar als països llatinoamericans durant la seva crisi del deute, com es van empobrir, quanta sobirania nacional van perdre, quants passos enrere van fer en tots els terrenys i com d'impossible va ser tornar al punt de partida. Aquest darrer punt no el volem mai mirar de cara, però és un perill enorme, alhora que obvi. Si en aquests darrers anys tothom s'ha enriquit tret d'uns pocs països de la perifèria europea, quin és el significat de "tornar a estar com estàvem"? El món sencer està canviant a gran velocitat mentre que la perifèria europea és presonera d'un cercle viciós de palanquejament financer que ens pot arribar a fer perdre una generació sencera si no sabem crear les condicions per tornar a posar en marxa el motor del creixement econòmic i del creixement de la productivitat. Més val que estudiem què li va passar a l'Argentina dels anys 30 o a la de després de la Segona Guerra Mundial o a l'Uruguai els darrers cent anys o a Cuba entre els anys 30 i els 50, per no parlar del que va venir després, o a tants altres països llatinoamericans que han tingut la desagradable sensació d'haver-se llevat de sobte un dia en el lloc equivocant. Tots ells van tenir processos de deteriorament institucional causats pel bloqueig que es produïa entre tots els agents econòmics, polítics i socials, massa espantats de perdre allò que tenien i incapaços d'acordar noves bases per promoure el creixement econòmic –l'única solució al seu abast– als seus països. Les lliçons d'aquests processos lents però poderosos en la seva inèrcia ens diuen més

sobre els perills que ens amenacen que cap altra experiència històrica.²⁶

7

La crisi de la integració monetària europea ha complicat el que inicialment no era més que una bombolla immobiliària i una bombolla financera, que no és poc! Alguns països no van patir la bombolla immobiliària, d'altres no en van patir la financera. Però a l'àrea de l'euro molts països van viure les dues i, a més, la crisi de l'euro. Una crisi viscuda de manera asimètrica. Per a aquells de qui tothom esperava que en sortissin reforçats per la fortalesa de la seva economia i de les seves finances públiques, com és el cas d'Alemanya, la crisi de l'euro va ser testimoni de com les seves emissions de deute es van col·locar a preus molt baixos (fins i tot negatius en termes reals). Van poder finançar els seus dèficits sense grans problemes. Per a ells, les polítiques expansives no van suposar un augment del servei del deute. En preferir els estalviadors d'arreu del món les seves emissions de deute per la convicció que eren completament fiables, van viure la crisi amb els seus problemes, però amb una gran solució a la butxaca. Ja podien patir una enorme feblesa en el sistema financer o una forta rigidesa de la despesa pública. No importava: tothom hi tenia confiança i això els va salvar de qualsevol problema. No vull menystenir la seva virtut, però distàncies minúscules amb altres països no es van traduir en primes de risc semblants.

Per ara prou s'ha fet de convèncer l'opinió pública i els mercats (una altra forma d'opinió pública) que l'euro no es trenca-rà, o sigui, que els països de la perifèria europea no es quedaran fora de l'euro amb una divisa molt devaluada. Però falta un projecte europeu engrescador que permeti superar l'actual atzucac d'expectatives. El Brexit n'ha aguditzat el perill. Els grans moments de la integració europea –quan més va aportar estabilitat política i benestar econòmic– van estar associats a expectatives d'integració de mercats engrescadores. Així va ser amb els inicis de la cooperació econòmica derivats del Pla Marshall o amb les diverses etapes de la integració comercial que van anar ampliant el mercat comú europeu. Precisament la creació de l'euro responia a la intenció de fer un nou pas endavant d'integració econòmica. No haver-ne resolt la governança abans de la seva implantació i no haver aprofitat el caràcter extraordinari, irrepetible, dels beneficis ini-

La crisi ha posat els comptes públics sota un enorme estrès financer i ha obligat a seleccionar quines partides cal protegir i quines cal abandonar

cials de la integració monetària ens ha portat bona part dels problemes que hem tingut i que tenim arran d'haver hagut de fer front a xocs asimètrics sense disposar d'una veritable unió econòmica o, com a mínim, d'una convergència sostinguda. Els guanys que tothom va percebre en el moment del llançament de l'euro van generar un consens imparable en favor de la nova divisa. Només els euroescèptics angloamericans (i els de l'esquerra més radical, curiosament coincidents amb els anteriors en aquest punt) ens advertien que ens podria passar tot el que ens ha passat. No els vam fer cas. Ningú no volia escoltar-los. Disposàvem de lliçons de la història, i es van quedar als llibres, sense que ningú no volgués parar-hi atenció. De qui és culpa? Potser de ningú en concret i de tothom en general. Qui es vol perdre una gran festa? A qui el frena pensar que potser el dia després es llevarà amb mal de cap? O que passarà uns mals dies? Tothom creu que ho té tot controlat. Tot el que calia saber ho teníem completament al nostre abast i no hem volgut que cap lletraferit ens malbaratés una bona oportunitat. Probablement en aquesta crisi hem après més sobre la psicologia econòmica col·lectiva que en unes quantes generacions anteriors.

Per als països de la zona euro, actuar sobre el nivell de preus era una opció exclosa en absència de sobirania monetària. Podríem recordar que, per als països que la tenen, una inflació moderada és una bona opció de sortida d'una crisi de sobreendeutament. Aquesta possibilitat no és al nostre abast si el Banc Central Europeu no la vol. Però la depressió de les expectatives ha estat tan gran que ni el BCE ha pogut generar la petita inflació –un 2%– que ningú no hauria discutit. El desafiament més gran que ara té el BCE és com es gestiona l'enorme massa de liquiditat generada per lluitar contra la crisi sense que es generi una inflació descontrolada. De la mateixa manera que abans de la crisi, quan estava clar que vivíem en una bombolla immobiliària o financera, tothom aspirava a un aterratge suau, que no es va produir; ara que tots sabem que vivim sobre oceans de liquiditat, tots esperem arribar a un port segur mitjançant una inflació moderada. La història té pocs exemples per posar damunt la taula, però solen ser d'aterrat-

26 Carreras (2012).

ges amb trompada. Polítics i opinions públiques sobreescalfades poden estar temptats per aventures que s'imaginin que es podran finançar amb els recursos aparentment disponibles. Caldrà estar alerta contra aquestes temptacions.

8

Quines lliçons podem obtenir de la bombolla immobiliària? Malgrat que molts advertien que existia i que era molt perillosa, ningú no s'ho acabava de creure.²⁷ Es pensava, aquí i als EUA, que la inversió en habitatge era sempre bona, més o menys rendible, però bona. Només ara disposem d'estudis d'altres exemples de bombolles immobiliàries, prèviament poc estudiats. La profunditat de la creença que els preus dels habitatges no podien baixar ens la il·lustra l'origen de la fortuna de John Paulson, un tauró dels mercats financers, que als EUA va apostar el 2007, abans que es fessin públics els primers símptomes de crisi immobiliària però quan qual-sevol analista els podia detectar, per una baixada del preu dels habitatges. Atès que ningú no creia que baixessin, tothom estava disposat a apostar contra ell.²⁸ Durant un any va guanyar totes les apostes i es va fer immensament ric, com George Soros a l'època (el 1992), quan va apostar contra la lliura esterlina i va acabar forçant-ne la devaluació. Que John Paulson s'enfrontés a un univers d'opinions contràries i guanyés ens informa sobre l'arrelament del prejudici que invertir en totxo sempre funciona. Sens dubte, la crisi actual ha estat alligonadora. Ens obliga a repensar si no s'havien produït altres bombolles immobiliàries i a tractar de detectar-les, estudiar-les i diagnosticar-les. Ja no podem pensar en la seva impossibilitat. De sobte, això llença sospites de sobrevaloració dels actius immobiliaris a molts països del món i en molts moments del passat. Tanmateix, disposàvem, ben a prop nostre (en el temps) d'un cas ben conegut de bombolla immobiliària, però que tothom pensava que era molt específic i irrepetible: el Japó dels anys 80 del segle XX. Recordeu quan es deia que els terrenys del palau imperial a Tòquio valien més que tota la propietat rústica de l'estat de Califòrnia? Que no era una bombolla, això? El Japó l'ha pagada ben cara i ha perdut pràcticament tot el sector financer pel camí, a més de patir un estancament inacabable. Estudiem el Japó: també ell ens pot ensenyar molt sobre el futur que ens podria esperar.

27 Una activa excepció a casa nostra és José García Montalvo, que va estar alertant constantment de l'existència d'una bombolla immobiliària; García Montalvo (2008).

28 La seva història està molt ben explicada a Zuckerman (2009).

9

La crisi ha posat els comptes públics sota un enorme estrès financer i ha obligat a seleccionar quines partides cal protegir i quines cal abandonar. La història ens dona una colla d'exemples sobre què passa amb la despesa pública en situacions de depressió econòmica. Abans he mencionat l'Uruguai, un dels països on l'estat del benestar es va implantar més aviat, a les primeries del segle XX de la mà d'un president d'origen català (José Batlle). La lluita per la preservació de l'estat del benestar ha guiat l'acció política de tots els governs uruguaïans del darrer segle, amb resultats més aviat pobres. En canvi, molts dels petits països de l'Europa occidental han compaginat molt bé una petita dimensió, una forta exposició als mercats internacionals i la construcció i desplegament de l'estat del benestar. Cal estudiar uns i altres exemples per saber navegar en les aigües turbulentes de la consolidació fiscal sense perdre l'essencial de l'estat del benestar, que és la provisió d'uns serveis públics mínims al conjunt de la població, que protegeixin tothom en cas de desgràcia.

Els exemples històrics de forts dèficits públics estan associats a guerres. La capacitat de guanyar guerres ha estat sempre vinculada a la capacitat de mobilitzar recursos líquids, bé sigui cobrant més impostos, bé sigui endeutant-se més. Qui pugui mobilitzar el darrer recurs líquid guanyarà.²⁹ Les civilitzacions han crescut i han decaïgut emparades i desempaïades, respectivament, per la seva capacitat de mobilització de recursos líquids en els moments crítics. Tota l'experiència de l'Europa moderna vincula la construcció estatal a la necessitat de construir unes finances públiques sòlides, capaces de donar confiança als creditors en temps de guerra. La manca d'aquesta confiança ha marcat els episodis de declivi de les grans potències. La monarquia castellana de la casa d'Àustria va créixer i expandir-se mentre va comptar amb el favor dels banquers, i es va anar ensorrant a mesura que el va perdre.³⁰ Els segles XIX i XX la capacitat de fer front a guerres globals va tenir i ha tingut els mateixos condicionants. Les sol·licitacions efectuades a les finances públiques, tant en termes de dèficit com de sostenibilitat del finançament (o sigui, l'endeutament) han estat enormes, i han donat lloc a empobriments importants dels perdedors així com a llargs períodes de despallanquejament financer per

29 Ferguson (2001).

30 Una recent contribució molt interessant és la de Drelichman i Voth (2014).

part dels guanyadors (sempre més fàcils amb una mica d'inflació). En canvi, és rar veure períodes d'intens endeutament públic en temps de pau. Això només ha passat en casos de canvis de règim o de canvis de sistema viscuts conjuntament amb una ensorrada (ni que sigui transitòria) dels ingressos públics o en casos de gran crisi econòmica.

La llarga crisi de les finances públiques a molts països avançats és extraordinària des d'aquest punt de vista. Hi ha molts països, grans i petits, amb sobirania monetària i sense, que han acumulat en pocs anys deutes públics molt elevats. Aquells països que compten amb sobirania monetària disposen de les eines de la política monetària per lluitar contra la crisi econòmica i contra els desequilibris dels seus comptes públics. Detectem un afany general per desplegar polítiques monetàries més expansives. De fet, s'estan utilitzant intensament i poden donar lloc a noves bombolles, que podrien ser tan destructives com les que hem viscut.

Els que no compten amb sobirania monetària només poden actuar sobre variables que s'anomenen reals (o sigui, no monetàries). Això és molt més dur. Implica reduir els costos dels factors productius que s'utilitzen, el principal dels quals és sempre el treball, en la remuneració directa (sous), compensatòria (subsidis d'atur) o diferida (pensions). És el que passava al món del patró or clàssic, abans de la Primera Guerra Mundial. Allà hi havia moviments massius de mà d'obra i relativa flexibilitat a la baixa de salaris nominals i preus, però no existia l'Estat benefactor (per tant ni pensions ni subsidis d'atur). Amb tot, les economies febles (Portugal i Itàlia, per exemple) no van poder suportar els costos dels ajustos i van haver d'abandonar el patró or. Espanya no hi va arribar a estar mai. Tot això hauria de ser motiu de reflexió per a tots nosaltres.

Un cop estabilitzades les economies de la postguerra, el retorn al patró or va ser un greu obstacle per a una sortida coordinada de la Gran Depressió.³¹ Ben al contrari, la va intensificar. Les analogies amb el món actual fan basarda perquè tothom sap que el trencament del nou patró or en què estem (l'euro) no és possible atès l'extraordinari volum de deute públic i privat que està denominat en euros. La història dona lliçons pessimistes al respecte (com per a tantes altres experiències del món actual) i un sol camí clar: adaptar-se al més aviat possible als nous paràmetres econòmics.

31 El clàssic al respecte és Eichengreen (1992).

Quanta ajuda podrem donar per alertar de les lliçons del passat està per veure. Tampoc no està clar quant cas se'n farà

Què ha passat als que no ho han fet? Essencialment, que han desplaçat cap al futur les decisions que havien de prendre. Vist fredament, el futur no és un bon lloc on amagar els problemes, però les societats en conjunt opten fàcilment per desplaçar problemes al futur i trenquen així el contracte de solidaritat intergeneracional.³² Avui ningú no vol saber si el seu sou públic o la seva pensió es paguen amb impostos o amb deute. Tanmateix, és ben diferent fer una cosa o l'altra. Les masses de deute sobirà d'avui dia són compromisos corrents –poden ser simplement salaris– desplaçats al futur que ningú no sap ben bé com es pagaran. Si mirem l'experiència de països que eren rics a principis del segle XX, com ara l'Argentina i l'Uruguai, ens passarà un calfred per l'espina. La mateixa experiència del Japó, per afortunada que es pugui considerar, ha implicat una generació sencera sense creixement econòmic. Podríem considerar que, en aquests casos, es posen en qüestió les bases dels equilibris preexistents. Res del que semblava garantit no ho està del cert.

10

Quan la Gran Recessió es va allunyant surten reflexions sobre què hem après i què no hem après. Em sembla particularment útil la d'Eichengreen a *Hall of Mirrors*,³³ que recorda que s'ha sabut combatre la crisi financera que va escapar de tot control quan Lehman Brothers va fer fallida gràcies a tots els consensos interpretatius previs sobre la Gran Depressió. Però, allà on no hi havia consensos, no s'ha sabut què fer o no s'ha fet bé. On el problema ha estat més dolorós és a la crisi de l'euro, derivada de la Gran Recessió. Malgrat tot el que se sabia sobre el patró or en el període d'entreguerres, o el que se sabia sobre la Gran Depressió, el fet és que no hi havia un relat i un consens interpretatiu per al que estava passant. O, si n'hi havia, no abastava tots els grans protagonistes. Per entendre'ns: els governants i les elits d'Alemanya no compartien aquest consens. Els xocs de diagnòstic dins de la zona de l'euro van ser molt intensos i molt destructius. Dos exemples extrems ens els poden

32 Ferguson (2013).

33 Eichengreen (2015).

donar Hans-Werner Sinn i Yanis Varoufakis.³⁴ Per ajudar a corregir aquest desequilibri un grup d'economistes, que també inclou historiadors econòmics, ha redactat un document que busca unificar la narrativa de la crisi per acostar-se a un millor diagnòstic sobre les causes de la crisi i els seus possibles remeis.³⁵

Com que de narrativa es tracta, bo és recordar que molts protagonistes de la gestió de la Gran Recessió o de la crisi de la zona de l'euro es van apressar a publicar i continuen publicant, a mesura que abandonen les seves responsabilitats, les seves memòries. Als Estats Units, els tres grans protagonistes: el governador de la Reserva Federal, Bernanke i els dos secretaris del Tresor directament afectats, Paulson (Henry) i Geithner.³⁶ A la Gran Bretanya, el primer ministre Brown, el *chancellor* Darling i el governador del Banc d'Anglaterra, King.³⁷ A Espanya, el president Rodríguez Zapatero, el vicepresident econòmic Solbes, el ministre d'Economia De Guindos i el governador del Banc d'Espanya Fernández Ordóñez.³⁸ La necessitat d'explicar l'experiència viscuda, que tots han percebut que era completament extraordinària, és el principal homenatge a la utilitat de la història.

Seria injust, especialment per part d'un historiador que se suposa que ha d'estar atent a les fonts i ha de ser sensible a les influències extraeconòmiques sobre l'activitat econòmica, menystenir la riquesa informativa de les actes de les comissions d'investigació que els parlaments de tot el món han dedicat a la Gran Recessió i a la crisi de la zona de l'euro, en el format i en el moment que han cregut més adient. Les convocatòries de les cambres legislatives, sempre seguides de publicacions exhaustives de tot el que es va explicar i discutir en el si de les comissions d'investigació, ens aporta l'extraordinària diversitat de perspectives així com, de tant en tant, les coincidències i els consensos.³⁹

Els parlaments han hagut de legislar. Ja he mencionat la regulació, i n'hi ha molt a dir. Entre els historiadors hi ha pocs

dubtes que la liberalització financera promoguda per l'Administració Clinton, que va suspendre la Llei Glass-Steagall, va ser molt perjudicial, i que la correcció realitzada posteriorment –la Dodd-Frank Act del 2010– ha estat clarament insuficient. Que el president Trump consideri que la nova regulació és excessiva aixeca totes les alarmes dels historiadors.

Però iguals o pitjors han estat els problemes reguladors i de governança de la zona euro. El mateix endegament de l'euro, que va ser percebut molt críticament pels economistes nord-americans i per bona part dels britànics, no va suscitar crítiques rellevants per part dels europeus continentals, ni entre els economistes ni entre els historiadors econòmics. Van ser més crítics els historiadors no econòmics, sempre més suspicços respecte a les iniciatives dels poders públics i privats.

En tractar els fonaments de la crisi, especialment de la part més financera d'aquesta, s'ha fet sovint referència als sistemes de remuneració dels responsables de les entitats financeres i als incentius de tots els que hi treballaven. Crida l'atenció que aquestes consideracions, que van guanyar molta prominència en les primeres etapes de la crisi, n'hagin perdut posteriorment. Ara es dona per fet que hi va haver guanys individuals extraordinaris, no relacionats amb els resultats obtinguts, però no es persegueixen aquells que van provocar la crisi amb les seves decisions sinó només aquells que es van fixar altes remuneracions quan la crisi s'havia desfermat. El problema de la remuneració dels directius, de la remuneració dels accionistes i de la remuneració dels inversors és dels més endimoniats d'avui dia perquè va a l'arrel dels comportaments que causen crisis financeres, però alhora és el més tabú entre tots els que es troben dins de la gestió financera. Potser sigui la veritable prioritat d'estudi per a tots els interessats en la prevenció de les crisis econòmiques.

Les responsabilitats dels qui conserven i estudien les lliçons de la història i dels qui detecten noves experiències no digerides per la història és grandíssima. Les lliçons es poden trobar en el passat més recent, però també en passats remots com la Roma imperial o la monarquia dels Habsburg, en el propi territori o en espais ben allunyats, a l'altra punta del món. Els grans moments de crisi, per una banda, i els fonaments dels períodes de creixement econòmic, per l'altra, continuaran sent l'essència de l'activitat dels historiadors econòmics. Quanta ajuda podem donar per alertar de les lliçons del passat està per veure. Tampoc no està clar quant cas se'ns farà si donem el senyal d'alerta. ■

34 Sinn (2010 i 2014); Varoufakis (2011 i 2016).

35 Baldwin *et al.* (2015).

36 Per ordre de cessament en les seves responsabilitats: Paulson (2010), Geithner (2014) i Bernanke (2015).

37 Brown (2010), Darling (2011) i King (2016).

38 Rodríguez Zapatero (2013), Solbes (2013), Fernández Ordóñez (2016) i De Guindos (2016).

39 Un bon exemple és l'excel·lent informe del Senat espanyol, del 2010, promogut per la Comissió d'Economia i Hisenda, presidida per Jordi Vilajoana.

Referències

- Akerlof, George A.; Robert J. Shiller** (2009). *Animal Spirits. How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton: Princeton University Press.
- Almunia, Miguel; Bénétrix, A.; Eichengreen, B.; O'Rourke, Kevin H.; Rua Gisela** (2010). "From Great Depression to Great Credit Crisis: similarities, differences and lessons". *Economic Policy*, p. 219-265.
- Baldwin, Richard, et al.** (2015). "Rebooting the Eurozone. Step 1: Agreeing a crisis narrative". CEPR, *Policy Insights* 85.
- Battilossi, S.; Foreman-Peck, J. Kling, G.** "Business cycles and economic policy, 1945-2007". A: S. Broadberry; Kevin H. O'Rourke (eds.). *Cambridge Economic History of Modern Europe*, vol. 2: 1870 to the Present, p. 360-389.
- Bernanke, Ben S.** (2000). *Essays on the Great Depression*. Princeton: Princeton University Press.
- (2015). *The Courage to Act. A Memoir of a Crisis and its Aftermath*. Nova York: W. W. Norton.
- Bilbao Bilbao, Luis María; Lanza García, Ramón** (2013). "Crisis financieras en la Historia". *Revista de Historia de la Economía y de la Empresa*, núm. 7.
- Bordo, Michael** (ed.) (1992). *Financial Crises* (2 vols.). Aldershot, Anglaterra: Edward Elgar.
- Brown, Gordon** (2010). *Beyond the Crash: Overcoming the First Crisis of Globalisation*. Simon & Schuster.
- Bruner, Robert F.; Carr Sean D.** (2017). *The Panic of 1907. Lessons Learned from the Market's Perfect Storm*. Hoboken, Nova Jersey: John Wiley and Sons, Inc.
- Carreras, Albert** (2012). "Expectations, Institutions and Economic Performance: Latin America and the Western European Periphery during the Twentieth Century". A: C. Yáñez; A. Carreras (ed.). *The Economies of Latin America*. Pickering & Chatto, p. 19-40.
- Carreras, Albert; Tafunell, Xavier** (2010). *Historia económica de la España contemporánea (1789-2009)*. Barcelona: Crítica.
- Catalán, Jordi** (2014). "From the Great Depression to the Euro Crisis, 1929-2013: A Global Approach". *Revista de Historia Industrial*, 56, XXIII-3, p. 15-45.
- Comín, Francisco** (2011). *Historia económica mundial. De los orígenes a la actualidad*. Madrid: Alianza Editorial.
- Comín, Francisco; Hernández, Mauro** (ed.) (2013). *Crisis económicas en España, 1300-2012. Lecciones de la Historia*. Madrid: Alianza Editorial.
- Crafts, Nicholas; Fearon, Peter** (2010). "Lessons from the 1930s Great Depression". *Oxford Review of Economic Policy*, 26, 3, p. 285-317.
- Crafts, Nicholas; Fearon, Peter** (2013). *The Great depression of the 1930s: lessons for today*. Oxford: Oxford University Press.
- Craig, Lee; García-Iglesias, Conchita** (2010). "Business cycles". A: Stephen Broadberry; Kevin H. O'Rourke (ed.). *Cambridge Economic History of Modern Europe*, vol. 1: 1700-1870, p. 122-144.
- Darling, Alistair** (2011). *Back from the Brink: 1.000 Days at Number 11*. Londres: Atlantic Books.
- De Guindos, Luis** (2016). *España amenazada*. Barcelona: Península.
- De la Dehesa, Guillermo** (2009). *La primera gran crisis financiera del siglo XXI: orígenes, detonantes, efectos, respuestas y remedios*. Madrid: Alianza Editorial.
- Drelichman, Mauricio; Voth, Hans-Joachim** (2014). *Lending to the Borrower from Hell: Debt, Taxes and Default in the Age of Philip II*. Princeton: Princeton University Press.
- Eichengreen, Barry** (1992). *Golden fetters: the gold standard and the Great Depression, 1919-1939*. New York: Oxford University Press.
- (2012). "Economic History and Economic Policy". *Journal of Economic History*, 72, 2, p. 289-307.
- (2015). *Hall of Mirrors. The Great Depression, the Great Recession and the Uses –and Misuses– of History*. Oxford University Press.
- Eichengreen, Barry; O'Rourke, Kevin H.** (2009, abril). "A Tale of Two Depressions". *VoxEU*, 6, actualitzada diverses vegades amb el títol "What Do the New Data Tell Us?".
- Ferguson, Niall** (2001). *The Cash Nexus. Money and Power in the Modern World, 1700-2000*. Londres: Allen Lane.
- (20089). *The Ascent of Money. A Financial History of the World*, Londres: Allen Lane [nova edició actualitzada a Penguin Books, Londres, 2009].
- (2013). *The Great Degeneration*. Londres: Penguin Books.
- Fernández Ordóñez, Miguel Á.** (2016). *Economistas, políticos y otros animales. Cómo acabar con las políticas que frenan nuestro progreso*. Barcelona: Península.
- Flandreau, Marc, Flores, Juan; Jobst, Clemens; Khoudour-Casteras, David** (2010). "Business cycles, 1870-1914". A: Stephen Broadberry; Kevin H. O'Rourke (ed.). *The Cambridge Economic History of Modern Europe*, vol. 2: 1870 to the Present, p. 84-107. Cambridge: Cambridge University Press.
- Friedman, Milton; Jacobson Schwartz, Anna** (1963). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press.
- Furió Diego, Antoni, et al.** (2010). *Las crisis a lo largo de la historia*. Valladolid: Universidad de Valladolid.
- García-Montalvo, José** (2008). *De la quimera inmobiliaria al colapso financiero: crónica de un desenlace anunciado*. Barcelona: Antoni Bosch.
- Geithner, Timothy** (2014). *Stress Test: Reflections on Financial Crises*. Nova York: Crown Publishing Group.
- James, Harold.** "International capital movements and the global order", a Larry Neal i Jeffrey G. Williamson, (eds.), *The Cambridge History of Capitalism*, 2 vols., Cambridge U.P., Cambridge, 2014, Vol. II: *The Spread of Capitalism: From 1848 to the Present*, p. 264-300.
- Kindleberger, Charles P.** (1989). *Manias, panics and crashes: A history of financial crises*. Houndmills: Palgrave MacMillan.
- Kindleberger, Charles P.; Aliber, Robert Z.** (2011). *Manias, panics and crashes: A history of financial crises*. Houndmills: Palgrave MacMillan (6a edició).
- King, Mervyn** (2016). *The End of Alchemy. Money, Banking and the Future of the World Economy*. Londres: W. W. Norton.
- Krugman, Paul** (2009). *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*. Nova York: W. W. Norton & Co.
- Llopis, Enrique; De Motes, Jordi Maluquer** (ed.) (2013). *España en crisis. Las grandes depresiones económicas, 1348-2012*. Barcelona: Pasado & Presente.
- Lo, Andrew W.** (2012). "Reading about the Financial Crisis: A 21 Book Review". *Journal of Economic Literature*, 50, 1, p. 151-178.
- Marichal, Carlos** (2010). *Nueva historia de las grandes crisis financieras. Una perspectiva global, 1873-2008*. Barcelona: Debate.
- Martín Aceña, Pablo** (ed.) (2011). *Pasado y presente. De la Gran Depresión del siglo XX a la Gran Recesión del siglo XXI*. Madrid: Fundación BBVA.
- Martín Aceña, Pablo; Pons, María Ángeles** (2011). "La Gran Recesión. Orígenes y desarrollo". *Mediterráneo Económico*, 19, p. 61-76.
- Martín Aceña, Pablo; Martínez Ruiz, Elena; Pons Brias, María Ángeles** (ed.) (2013). *Las crisis financieras en la España contemporánea, 1850-2012*. Barcelona: Crítica.
- Martínez Ruiz, Elena; Pons, María A.** (2014). "Financial crises in historical perspective". *Investigaciones de Historia Económica*, 10, 2.
- Michie, Ranald** (2014). "Financial capitalism". A: Larry Neal; Jeffrey G. Williamson (ed.). *The Cambridge History of Capitalism* (2 vols.). Cambridge: Cambridge University Press. Vol. II: *The Spread of Capitalism: From 1848 to the Present*, p. 230-263.

Mokyr, Joel (ed.) (2003). *The Oxford Encyclopedia of Economic History* (5 vols.). Nova York: Oxford University Press.

Neal, Larry (2011). "A Reading List for Economic Historians on the Great Recession of 2007-2009: Its Causes and Consequences". *Journal of Economic History*, 71, 4, p. 1099-1106.

O'Donnell, James (2003). "Financial Panics and Crashes". A: Joel Mokyr (ed.). *The Oxford Encyclopedia of Economic History*, vol. 2, p. 308-313.

Parejo, Antonio; Sudrià, Carles (2012). "«The Great Depression» versus «The Great Recession». Financial crashes and industrial slumps". *Revista de Historia Industrial*, 48, XXI-1, p. 23-48.

Paulson, Henry (2010). *On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*. Nova York: Business Plus.

Reinhart, Carmen, M.; Rogoff, Kenneth S. (2009). *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton/Oxford: Princeton University Press.

Ritschl, Albrecht; Straumann, Tobias. "Business cycles and economic policy, 1914-1945". A: Stephen Broadberry; Kevin H. O'Rourke (ed.). *Cambridge Economic History of Modern Europe*, vol. 2: 1870 to the Present, p. 156-180.

Rodríguez Zapatero, José Luis (2013). *El dilema. 600 días de vértigo*. Barcelona: Planeta.

Romer, Christina (1990). "The Great Crash and the Onset of the Great Depression". *Quarterly Journal of Economics*, 105, 3, p. 597-624.

—(1992). "What Ended the Great Depression". *Journal of Economic History*, 52, 4, p. 757-784.

Schumpeter, Joseph A. (1939). *Business Cycles. A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process* (2 vols.). Nova York: McGraw-Hill.

Informe de la Ponencia de estudio sobre la reactivación de la actividad económica y del empleo en la actual situación de crisis financiera internacional, constituïda en el si de la Comissió d'Economia i Hisenda (543/000004). Butlletí Oficial de les Corts Generals, Senat, sèrie I Butlletí General (3 de març de 2010).

Sinn, Hans-Werner (2010). *Casino Capitalism. How the Financial Crisis Came about and What Needs to Be Done Now*. Oxford University Press.

—(2014). *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets and Beliefs*. Oxford University Press.

Solbes, Pedro (2013). *Recuerdos: 40 años de servicio público*. Barcelona: Deusto.

Solomou, Solomos. "Business Cycles". A: Joel Mokyr (ed.). *The Oxford Encyclopedia of Economic History*, vol. 1, p. 301-307.

Stiglitz, Josep (2009). *Freefall. Free Markets and the sinking of the global economy*. Nova York: W. W. Norton & Company, Inc. [Nova edició actualitzada a Penguin Books, 2010].

Temin, Peter. "Great Depression". A: Joel Mokyr (ed.). *The Oxford Encyclopedia of Economic History*, vol. 2, p. 459-466.

—(2008). "Real Business Cycle Views of the Great Depression and Recent Events: A Review of Timothy J. Kehoe and Edward C. Prescott's «Great Depressions of the Twentieth Century»". *Journal of Economic Literature*, 46, 3, p. 669-684.

Tortella, Gabriel; Núñez, Clara Eugenia (2009). *Para comprender la crisis*. Madrid: Gadir.

Varoufakis, Yanis (2011). *The Global Minotaur: America, the True Origins of the Financial Crisis and the Future of the World Economy*. Londres: Zed Books.

—(2016). *And the Weak Suffer What They Must? Europe's Crisis and America's Economic Future*. Nova York: Nation Books.

Zuckerman, Gregory (2009). *The Greatest Trade Ever: The Behind-the-Scenes Story of How John Paulson Defied Wall Street and Made Financial History*. New York: Crown Business.

CAPITALISME GLOBAL I DESIGUALTAT ECONÒMICA¹

Joan Esteban Marquillas

Professor d'investigació 'ad honorem' de
l'Institut d'Anàlisi Econòmica, CSIC

Els països avançats han estat experimentant un enorme increment de la desigualtat al llarg de les últimes dècades i de manera accelerada des de la darrera crisi. Les tradicionals polítiques redistributives, l'estat del benestar, no poden corregir suficientment aquest procés. En bona part, aquesta incapacitat es deu a la important pèrdua de sobirania dels països com a resultat del procés de globalització. Examinarem, primer, els factors que impulsen aquest increment de la desigualtat i les seves conseqüències i, finalment, presentarem algunes reflexions sobre possibles polítiques compensatòries.

1 Globalització i democràcia

La globalització de l'economia, especialment la llibertat de moviment del capital, ha invertit la tradicional jerarquia de poder. Ara són les empreses les que posen condicions als

governos nacionals. Hem vist repetides experiències de les multinacionals que han considerat establir-se aquí a canvi d'exempcions fiscals, canvis legislatius i moltes altres formes d'obtenir avantatges que, finalment, paga el contribuent. De fet, vivim en una situació paradoxal en la qual empreses privades mesuren la vàlua dels governs (segons els seus criteris). Qualsevol govern, fins i tot els de països avançats i rics, tremola davant la possibilitat que Standard & Poor's, Moody's o Fitch Group els rebaixin el ràting. És més, fins i tot avisen que, si el govern pren una mesura que a ells no els agrada, rebaixaran el ràting i així acaben determinant la política econòmica dels països.

Ens trobem, per tant, en una situació greu i amb uns governs amb capacitats d'intervenció molt limitades. I això, no només per les pressions que acabo d'esmentar, sinó també perquè la dreta va guanyant la batalla ideològica i cultural contra més redistribució, contra més impostos.

Vivim en una societat capitalista. Això vol dir que comencem per deixar que el mercat distribueixi els drets sobre el producte social i responsabilitzem l'Estat amb la tasca de corregir després els aspectes més extrems del que dona el mercat. Això inclou des de la necessitat d'atorgar renda a les persones de més de 65 anys perquè el mercat no els dona res o suplementar els baixos salaris oferint medicina i educa-

¹ Basat en la conferència al Center for Advanced Studies de la Universitat de Munic en el cicle "Capitalism and Democracy" el juny del 2016. Posteriorment he presentat aquestes reflexions també al CaixaForum, a la Universitat Pablo de Olavide i al Cercle d'Economia.

ció gratuïtes, o els mateixos subsidis d'atur. La renda, tal com l'assigna el mercat, es coneix com la renda de mercat i la que resulta després dels impostos i les transferències socials (excloent-ne el valor de la sanitat i l'educació) s'anomena renda disponible. El paper de l'Estat és, doncs, transformar la distribució de la renda de mercat en la de la renda disponible.

I això ens porta a una primera observació important. Els economistes i els polítics s'han concentrat molt en la desigualtat de la distribució de la renda disponible, implícitament prenent la distribució de les rendes de mercat com un terra ferm sobre el qual construir l'estat del benestar. Tal com veurem, aquest sòl no és, en absolut, ferm i són els canvis que hi observem la principal explicació de les actuals tensions en l'estat del benestar. Insisteixo, la desigualtat en el benestar de les persones no només depèn de la progressivitat de la política redistributiva dels governs, sinó que està profundament condicionada per l'evolució de la distribució de les rendes de mercat.

2 L'enriquiment dels superrics

El tema de la desigualtat ha esdevingut un tema candent, tant en la discussió política com en el treball acadèmic. Aquesta atenció a la redistribució ha estat en part impulsada pels treballs de Piketty, Atkinson i Saez sobre la creixent concentració de renda en l'1% més ric de la població dels països avançats. L'èxit del recent llibre de Piketty, *Capital in the 21st Century*, és un clar indicador de l'interès generat.

Els darrers anys veiem que organitzacions internacionals, com ara l'OCDE o l'FMI –les quals mai no s'havien preocupat per la desigualtat– han elaborat un seguit d'estudis sobre aquesta qüestió i les seves causes. Especialment, després de la publicació del treball *Divided We Stand* (OCDE, 2013). Aquesta preocupació ha arribat també als mitjans de comunicació i, per tant, al públic. Ja en una entrevista publicada a *The New York Times* el 26 de novembre de 2006, el conegut milionari Warren Buffet declarava que “és clar que hi ha conflicte de classes; però és la meua classe, la dels rics, la que està en guerra, i l'estem guanyant”. Més recentment, el *Washington Post* del 28 d'abril de 2014 deia: “L'afirmació que els Estats Units estan dividits pel conflicte de classes pot semblar sorprenent a gent que creu que no hi ha classes als Estats Units”. També *Time*, el 25 de març de 2013, titulava un article “La revenja de Marx: com el conflicte de classes està conformant el món”.

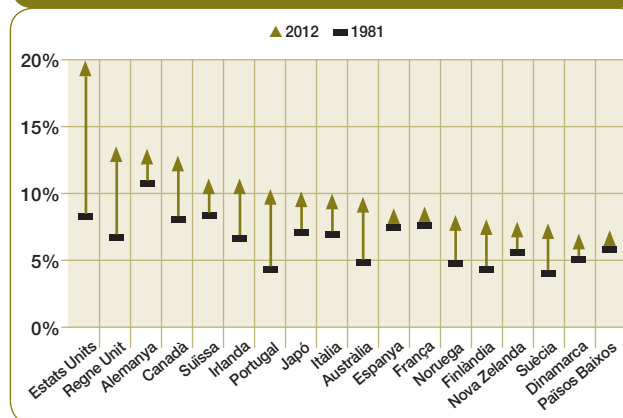
“La desigualtat en el benestar està profundament condicionada per l'evolució de la distribució de les rendes de mercat”

Vull destacar, però, les declaracions de Johann Rupert, CEO de Cartier, a CNN/Money, el 10 de juny de 2015, en què deia que no podia dormir pensant que “la creixent desigualtat farà esclatar la lluita de classes”. Afegia que la robotització deixaria sense feina milions de persones i que només el 0,1% de la població es quedaria amb tot. Concloïa dient “no sé quina mena de contracte social tenim ara, però n'hem de trobar un de millor”. Crec que aquesta reflexió sintetitza prou bé l'atzucac en què es troba la nostra societat. De fet, aquesta és una preocupació que el mateix Marx anticipava en els seus *Grundrisse*.

És inqüestionable que aquesta concentració de renda en tan poques mans és una informació crucial per temes fiscals. Quan ens diuen que es reduiran els tipus marginals de l'impost sobre la renda i que això afecta molt poca gent, no ens diuen que, com que són tan rics, això tindrà un impacte substancial en la recaptació.

Com d'important és aquesta concentració de renda en l'1% més ric? L'OCDE ens dona les dades següents sobre l'evolució els darrers 30 anys del percentatge de renda que va a parar a les seves mans.

Creixement de les rendes més altes. Percentatge de la renda de l'1% més ric en total abans d'impostos 1981-2012 (o el més proper)



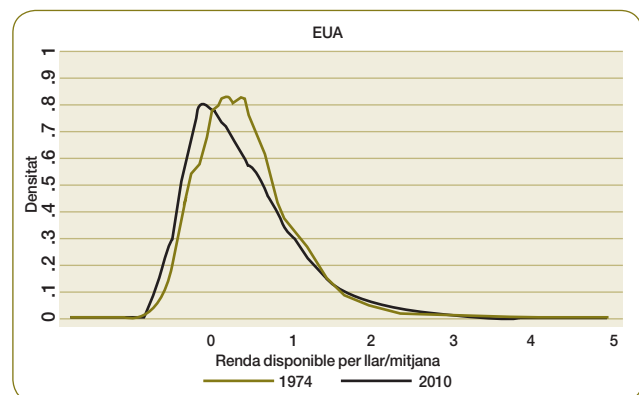
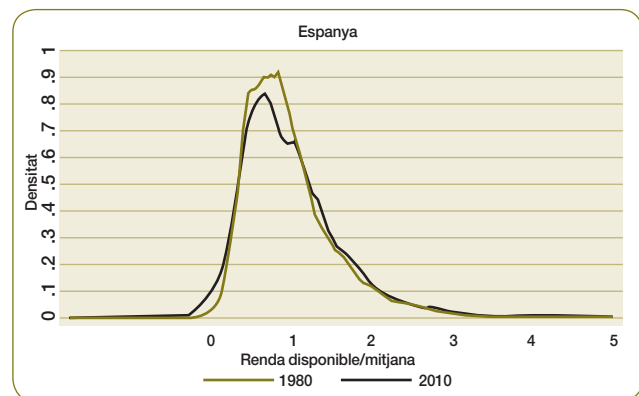
A Espanya, França i els Països Baixos no hi ha hagut un canvi molt important. Però als altres països hi ha hagut canvis substancials. El lideratge és dels EUA, on han passat de controlar el 8% de la renda el 1981 al 20% el 2012. Un canvi realment impressionant.

Això no obstant, és l'enriquiment dels superrics la transformació socialment més significativa de la nostra societat? Ara argumentaré que hi està havent un canvi molt ampli i profund que redissenya tota la societat.

3 Desigualtat de rendes disponibles i de mercat

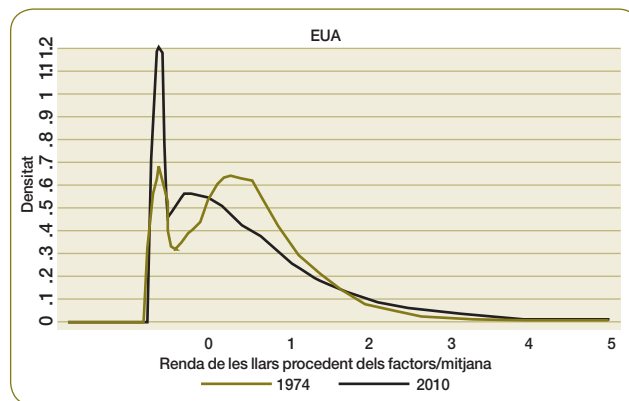
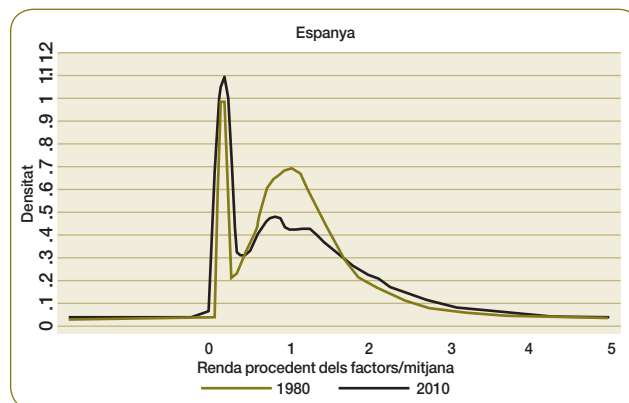
Comencem per veure com ha canviat la distribució personal de la renda disponible a Espanya i als EUA. De fet, els canvis són els mateixos a Anglaterra o Alemanya.

Utilitzem les dades del Luxembourg Income Study, especialitzat en l'homogeneïtzació de les dades de distribució personal de la renda dels països de l'OCDE. La renda està normalitzada per la renda mitjana. Per tant, el valor 2, per exemple, vol dir una renda el doble de la renda mitjana. El període cobert va des de la segona meitat dels anys 70 fins al 2010.



En tots dos casos veiem un augment de la pobresa amb un increment del percentatge de la població amb rendes properes a zero. També observem un increment, el de la població de persones amb rendes més altes.

Però la transformació realment profunda és en el canvi que experimenta en el mateix període la distribució de les rendes de mercat.



Tant als EUA com a Espanya (i també a Anglaterra o Alemanya) observem que la massa de població que rep la renda mitjana ha disminuït d'una manera molt significativa. La classe mitjana ha minvat notòriament. A més, aquesta població ha anat cap a rendes més baixes i, en una petita proporció, cap a rendes més altes. Podem, doncs, concloure que els canvis en la distribució de la renda personal van molt més enllà del que estiguin acumulant els superrics. Es tracta d'una transformació profunda de l'estructura social. A més, posa de manifest que el problema fonamental és entendre l'evolució de tota la distribució de les rendes de mercat.

Aquests gràfics palesen el problema de forma manifesta. El volum d'intervenció redistributiva necessària per corregir la

distribució de les rendes de mercat al començament del període era molt més petit en relació amb el que ara es necessita.

El 1980 el gruix de la població rebia del mercat la renda mitjana, però ara hi ha una bona part que s'ha fet més pobre. És l'evolució de les retribucions de mercat la que posa en tensió l'estat del benestar.

Es pot argumentar que el creixement de la població que rep una renda de mercat propera a zero està produït per l'augment de l'esperança de vida. Cada cop és més important el pes dels jubilats. És evident que aquest envelliment demanda una transferència més important de rendes actuals a transferències futures. Però a causa de la pressió ideològica, avui sembla inviable augmentar els impostos per finançar aquestes transferències futures.

L'estat del benestar està també sota pressió perquè les rendes elevades (típicament de capital i lloguers) troben maneres legals –i no tant– d'evitar la tributació sobre la renda. A Espanya, per exemple, segons l'Informe de l'Agència Tributària, el 86% de la recaptació per l'impost sobre la renda el 2015 provenia de rendes salarials. Però les rendes salarials, el mateix any, representaven només el 46% del PIB. Sense un canvi en profunditat en la persecució del frau fiscal és difícil plantejar un augment dels impostos perquè, finalment, poca cosa redistribuiran.

La debilitat dels governs democràtics davant dels interessos empresarials també s'ha fet palesa en l'impost sobre societats. Als EUA ha baixat des del 42% el 1960 fins al 22% el 2013. Aquesta és aproximadament la taxa actual de l'impost de societats a Espanya. Per tant, ens trobem amb un Estat amb una capacitat molt limitada per a la redistribució que s'enfronta a una necessitat creixent de corregir els pagaments cada cop més desiguals que atorga el mercat.

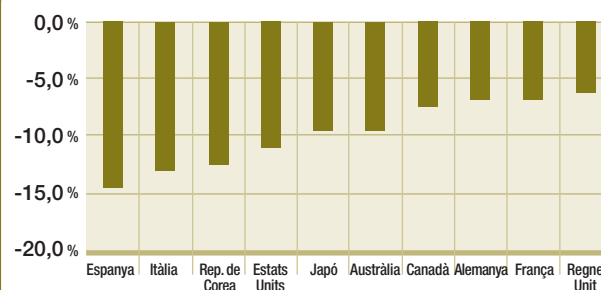
4 Alguns factors que expliquen aquesta evolució

Ja he esmentat que l'envelliment de la població –és a dir, l'increment de la proporció de gent que queda fora del mercat per l'edat– és un factor que s'ha de tenir en compte per explicar l'augment del pes de les rendes pròximes a zero. Però hi ha altres factors i més importants. Cal dir, però, que, en termes generals, no és fins recentment que els investigadors s'han preocupat d'analitzar els determinants de la dinàmica de les rendes de mercat.

El progrés tècnic i l'automatització semblen responsables de fer el treball cada cop menys indispensable per a la producció, si més no el treball no qualificat. En l'estudi recent de Goos, Manning i Salomon, "Explaining Job Polarization: Routine-Biased Technological Change and Offshoring" (*American Economic Review*, 2014), demostren la creixent polarització de les ocupacions dins de la UE. Cada cop més gent treballa en les vuit ocupacions més ben pagades. Però també una part creixent de la població treballa en les quatre pitjor pagades.

Aquesta polarització té lloc dins d'una caiguda general del pes dels salaris dins del PIB, fruit d'aquest procés d'automatització. Aquesta caiguda és un fet xocant per als economistes perquè ens havien ensenyat que la participació dels salaris en el PIB era una constant. La figura següent reflecteix amb claredat la intensitat d'aquesta caiguda, molt especialment a Espanya. Està extreta de l'informe conjunt de l'OCDE, l'OIT, l'FMI i el Banc Mundial *The Labour Share in G20 Economies* publicat el 2015.

Canvis en els percentatges laborals en els països membres del G20 (i Espanya). Panell A. Economies avançades 1970-2014



Al blog Pro-Market de la Universitat de Chicago, el 16 de novembre de 2016, el professor Luigi Zingales presenta el treball d'un estudiant seu, Simcha Barkai, sobre la distribució funcional de la renda.² Descomponen les rendes no salarials entre retribució al capital –diguem-ne el cost de llogar el capital– i els beneficis estrictes. Obtenen que el pes dins del PIB de la retribució del capital també disminueix. En canvi, del 1984 al 2014 els beneficis han passat del 2 al 16% del PIB. Un augment extraordinari. Què ha permès aquest enorme increment

² <https://promarket.org/responsible-declining-labor-share-output-michael-porter/>.

dels beneficis? Segons Zingales la raó és que cada cop hi ha menys competència efectiva entre empreses i això permet beneficis que en un mercat competitiu no existirien.

5 Per què ens preocupa la desigualtat de rendes?

Una primera raó és d'ordre moral. Una bona part de la societat no vol viure enmig d'una desigualtat extrema, encara que ells personalment no corrin cap risc de caure en la pobresa. És clar que darrere d'aquests arguments morals pot haver-hi motivacions més pràctiques. Però aquesta no sembla que sigui la raó per la qual l'FMI o l'OCDE dediquen tants estudis a la desigualtat.

També és motiu de preocupació que la desigualtat pugui engendrar una conflictivitat social que pot resultar molt costosa i posar en risc les institucions polítiques. Aristòtil, a *La política*, ja ens avisa de la incompatibilitat entre democràcia i llibertats, d'una banda, i desigualtat econòmica excessiva, de l'altra. De fet, aquest lligam entre desigualtat i conflicte social ha estat present en les ciències socials des de Marx fins a Sen. Hi ha alguna possibilitat que, tal com anticipa la premsa, aquesta desigualtat sigui l'esquer d'una nova etapa de lluita de classes?

Per molt que sembli un lligam perfectament raonable, basant-se en l'evidència empírica disponible, ni els politòlegs ni els economistes han aconseguit trobar una relació incontestable entre desigualtat i conflictivitat social. De fet, examinant totes les guerres civils i els conflictes violents interns als països des de la fi de la Segona Guerra Mundial, s'observa que la majoria estan motivats per raons no econòmiques com ara l'ètnia, la religió o el nacionalisme.

Certament les delimitacions entre grups ètnics o religiosos són molt més clares que entre classes socials. La recerca s'ha centrat darrerament en el paper de les divisions ètniques com a causa de la conflictivitat social. Això no obstant, en un treball amb L. Mayoral i D. Ray³ basat en tots els conflictes interns en tots els països des del 1960, obtenim que les divisions ètniques són significatives només quan van lligades a guanys econòmics o polítics. Per tant, les dades semblen donar suport a la idea que les diferències ètniques només tenen un paper instrumental. Una de les raons de l'ús instrumental d'aquests factors

identitaris no econòmics⁴ és que l'elit del grup majoritari està interessada a promoure el conflicte social ètnic, religiós o nacionalista per evitar que pugui esclatar un conflicte de classe. Aquest argument podria explicar l'èxit dels arguments xenòfobs intentant definir la divisió social entre locals i immigrants.

Una tercera raó és més pràctica i es fixa en les conseqüències econòmiques de la desigualtat sobre l'eficiència. Aquest és un tema que va atraure molt l'atenció dels investigadors en l'àrea de creixement econòmic fa una dècada. En resum, el nucli de l'argument és el següent:⁵ el fet que hi hagi persones amb rendes molt baixes fa que no puguin fer front als costos d'una educació superior o posar en marxa iniciatives potencialment molt rendibles. Com més àmplia és la desigualtat més alt és el percentatge de capacitat productiva que no pot desenvolupar-se i expressar-se. El fet que els mercats de capital siguin imperfectes i demanin col·laterals importants barra als pobres la possibilitat d'explotar les seves capacitats de forma plena.

La desigualtat també pot tenir efectes negatius en crear una "trampa de la desigualtat". L'argument és senzill. Les rendes baixes típicament es consumeixen en la seva integritat i essencialment demandant béns de producció local: lloguers, transport, serveis, aliments no processats. En canvi, les rendes altes dediquen una part creixent dels ingressos a l'estalvi i el seu consum més elevat inclou una bona part de productes d'importació. Si es redueixen les rendes baixes es deprimeix la demanda dels béns i serveis produïts localment, i això redueix més les rendes dels que subministren aquests béns locals, típicament també amb una renda modesta. Per tant, des d'aquesta perspectiva, el creixement de l'economia hauria d'anar acompanyat d'una reducció de la desigualtat.

Vista la dinàmica del progrés tècnic i de la robotització que provoca que una part creixent de la població quedi progressivament exclosa (o limitada) del mercat, quines polítiques semblen apropiades per evitar aquests efectes negatius de la desigualtat?

6 Què cal fer?

La resposta a la pregunta què cal fer està condicionada per l'extraordinària pressió exercida per la ideologia liberal, prego-

3 J. Esteban, L. Mayoral i D. Ray (2012). "Ethnicity and Conflict: an Empirical Study". *American Economic Review*.

4 L'argument està extret de J. Esteban i D. Ray (2008). "On the Saliency of Ethnic Conflict". *American Economic Review*.

5 Vegeu J. Esteban i D. Ray (2006). "Inequality, Lobbying and Resource Allocation". *American Economic Review*.

Una política alternativa podria ser la de posar un impost sobre el capital i utilitzar la recaptació per crear un fons social

nant la minimització del paper de l'Estat i la liberalització dels controls actualment existents.

El problema que acabem de descriure sembla justificar la proposta d'establiment d'una renda bàsica universal, però des d'una perspectiva diferent. No es tracta d'un problema de justícia sinó de la correcció d'unes disfuncions dels mercats amb efectes negatius sobre la distribució i sobre el nivell general de renda.

Però aquesta política no és exempta de problemes i, a més, no és l'única via per a una redistribució eficaç.

Un primer problema és com es finança aquesta transferència universal. És cert que parcialment substituiria altres transferències monetàries que actualment existeixen, com les pensions no contributives. Però, en tot cas, caldrien més recursos. Si els recursos s'han d'obtenir per la via dels impostos sobre la renda o sobre el consum, no aconseguiríem resoldre el problema, ja que a Espanya fins i tot l'impost sobre la renda és de fet regressiu. El que cal és transferir de les rendes del capital cap a la població general. I sense una reforma fiscal i un atac seriós a la defraudació no sembla que es pugui arribar gaire lluny.

La segona reflexió sobre la renda universal bàsica és el possible efecte de desincentiu per a la participació en el mercat de treball. És evident que, atesos els salaris existents, l'incentiu per treballar serà més baix. Amb tot, crec que aquest argument ha de ser qualificat. Es diria que on l'efecte desincentiu pot ser més clar és en el mercat del treball no qualificat. Però aquí, precisament, hem argumentat que més aviat hi ha excés d'oferta d'aquest tipus de treball.

Finalment, hi ha un aspecte que no he vist discutit sobre aquesta qüestió. Es tracta del fet que pot fomentar una actitud molt més tancada respecte a la població immigrant. És cert que ara consumeixen serveis públics gratuïts i afortunadament això no està generant una oposició significativa per

part de la població. Però potser la gent es tornaria més restrictiva si es tractés de transferències monetàries al seu compte bancari.

També es poden considerar altres vies alternatives per a aquesta redistribució necessària. Una d'aquestes vies podria ser l'ampliació de béns i serveis subministrats gratuïtament per l'Estat. Per exemple, a Espanya hi ha una oferta molt limitada d'habitatges protegits amb lloguers fortament subventionats. Això alliberaria renda per ser gastada en béns majoritàriament locals.

Un enfocament diferent és considerar que el problema no és tant de desigualtat de renda com de desigualtat en la distribució de la riquesa. Per exposar clarament l'argument, imaginem que la propietat dels béns de capital està igualitàriament distribuïda entre la població. La qüestió de si el treball és més o menys necessari i cada cop el pes dels beneficis dins del PIB és més important deixaria de ser rellevant perquè no modificaria la renda percebuda per un concepte o l'altre. És la desigualtat en la distribució de la propietat la que provoca que la reducció de la massa salarial esdevingui un problema.

Per tant, una política alternativa podria ser posar un impost sobre el capital i utilitzar la recaptació per crear un fons social de participacions sobre el capital de les empreses privades.⁶ Els beneficis que produís aquest fons públic de participacions en empreses privades podria ser la base per a les transferències universals. Eventualment les transferències no requeririen d'un impost sobre la renda de les persones. De fet, ja un liberal com John Stuart Mill havia advocat per l'establiment d'un impost sobre les herències. Aquest anivellament inicial de tothom tindria, a més, l'avantatge de donar incentius a tots per rendir al màxim. Malauradament, els impostos sobre les herències directes són pràcticament nuls aquí. ■

6 És el que actualment fa el Govern de Noruega amb les rendes obtingudes de l'extracció de petroli.

UNA TEORIA FINANCERA DE LA INVERSIÓ

Josep Maria Bricall
Catedràtic d'Economia, UB

A començaments del 1999, Wynne Godley va publicar l'article "Seven Unsustainable Processes. Medium-Term Prospects and Policies for the United States and the World". Després de reportar els tres grans equilibris financers –el balanç financer privat, el ròssec del qual compara els ingressos i les despeses del conjunt del sector privat; el relatiu a les administracions públiques, i el compte corrent de la balança exterior–, feia notar: "com tots els estudiants saben, aquests tres balanços mostren una identitat comptable i, per tant, han de sumar zero". Com que aquestes equacions impliquen les respectives variacions en els estocs de deutes o actius de cada un dels sectors, conclouia que "la intuïció subjacent és que els dèficits públics i la balança de pagaments excedent generen ingressos i originen actius financers per al sector privat, mentre que els excedents pressupostaris i una balança de pagaments deficitària li resten ingressos i destrueixen actius financers". Per tant, a partir de l'estat de les finances públiques nord-americanes d'aquells anys i del dèficit exterior, podia afirmar "com que l'impuls de

l'economia depèn de l'endeutament privat, l'economia real dels Estats Units és a mercè del mercat de valors en un grau inusual. Qualsevol accident podria tenir un efecte molt més gran sobre la producció i l'ocupació ara que en el passat. Un llarg període d'estancament als Estats Units, més encara, una recessió, tindria importants conseqüències per a la resta del món, que sembla estar en funció, de manera força irresponsable, dels Estats Units com a gastadors en darrera instància indefinidament".

El que esdevindria el 2008 no el va sorprendre gaire. A "The US Economy: is There a Way Out of the Woods?", W. Godley –juntament amb altres autors– va escriure el novembre del 2007: "No és fàcil ara recordar l'atmosfera d'autocomplaença que embolcallava el debat públic a l'entorn del 1999. L'economia havia gaudit de set anys d'expansió raonablement suau i ràpida sense inflació. El pressupost era de superàvit i l'Oficina de Pressupost del Congrés (CBO) encara en pronosticava un augment. Els Estats Units estaven suposadament en possessió d'una nova economia i els bons temps havien arribat per quedar-s'hi. S'havia abolit el cicle econòmic [...], s'havia renunciat del tot a l'ús regulador de la política fiscal. I l'excedent pressupostari era vist com una cosa naturalment bona".

L'apel·lació a variables d'implicacions financeres per comprendre la situació havia tingut un precedent en la crisi dels 30 del segle passat: Irving Fisher anotava (Fisher, 1933: 341): "tinc ac-

tualment la ferma convicció que en els grans auges i en les depressions, aquests dos mals econòmics –la malaltia del deute i la malaltia del nivell de preus (o malaltia de dòlar)– en són les causes més importants que totes les altres juntes. Els altres són factors d'una importància més petita i, en general, quan la tenen es deu a la combinació d'un o d'ambdós factors dominants. D'aquesta manera, l'excés d'inversió i l'excés d'especulació, tot i ser importants, serien molt menys greus si no haguessin estat possibles gràcies als diners manllevats. És a dir, el sobreendeutament fa importants la sobreinversió o l'excés d'especulació. El mateix és cert pel que fa a un excés de confiança. Crec que l'excés de confiança poques vegades perjudica si no és quan entabana les seves víctimes i les sumeix en el deute”.

2. En l'actual crisi, s'ha fet retret als economistes d'una certa incapacitat per preveure'n l'aparició, justament quan l'etapa coneguda com a Gran Moderació –de mitjan dècada dels 80 fins al 2007– semblava configurar un període d'estabilitat i de control de la volatilitat del cicle econòmic. Per exemple, l'economista en cap del Banc d'Anglaterra, Andrew Haldane, no s'ha amagat de dir que la professió està en crisi (*Financial Times*, 6 de gener de 2017); ja en una altra ocasió havia observat que “l'anàlisi econòmica es justifica precisament per la importància que hauria de donar als costos socials de les situacions extremes. I això interessa particularment a la política econòmica aplicable a aquestes situacions” (Haldane, 2016).

No crec que aquesta imprevisibilitat sigui una característica particular del pensament econòmic; en la majoria de les altres aventures científiques apareixen fenòmens no identificats a partir dels estàndards canònics habituals. D'això, no se'n pot pas culpar només els economistes. Tampoc no em sembla raonable culpar una incontrolada temptació pel formalisme analític dels seus efectes deleteris sobre la capacitat de diagnosticar-ne els mals: mai no cal rebutjar els intents d'enfortir el rigor de les pròpies especulacions a menys que aquesta fiabilitat més gran ho sigui al preu de fer recular davant la peresa de revisar, quan calgui, les hipòtesis de partida o el mateix marc de referència teòric.

Més aviat convindria que ens preguntéssim si l'adopció del mercat pres com a objecte d'estudi tant en els aspectes microeconòmics com en els aspectes macroeconòmics no està comprometent els resultats d'aquest estudi. És molt possible que prendre el mercat com a referència final del que succeeix a l'economia real acabi anul·lant l'exploració de les variables que expliquen precisament la funcionalitat d'aquest mercat. Perquè, en

darrer terme, el que s'hauria de pretendre és conèixer de la millor manera possible el moviment de l'economia i com el capitalisme afaïçona el procés d'acumulació de capital per tal d'estalviar-nos sorpreses inútils. Hyman Minsky definia aquest desenvolupament del capital com un fenomen que no se circumscriu a les decisions d'inversió, sinó que en el seu itinerari incorpora els avenços tecnològics, l'augment de la productivitat del treball, les infraestructures públiques i privades, les innovacions i el progrés de la formació i dels coneixements humans.¹

3. Sobre Hyman Minsky, el setmanari *The Economist* s'hi va referir així el propassat mes de juliol: “Des de l'inici de la seva carrera acadèmica en la dècada de 1950 fins al 1996, any en què va morir, Hyman Minsky va treballar en una relativa foscor. La seva recerca sobre les crisis financeres i les seves causes va atraure uns pocs seguidors i va merèixer una minsa atenció del corrent majoritari del pensament econòmic: aquest mateix setmanari el va citar una sola vegada –ben escadussera– mentre era viu. Així va romandre fins al 2007, quan la crisi d'hipoteques d'alt risc als Estats Units va entrar en erupció. Tot d'una, semblava que tothom apuntava a uns escrits que intentaven donar sentit al caos. Els corredors van escriure notes als clients sobre el «moment Minsky» que planava sobre els mercats financers. En els seus discursos, els banquers centrals s'han referit a les seves teories. I ha acabat esdevenint una estrella mediàtica pòstuma, amb molt espai a les columnes, que n'airegen les idees. *The Economist* l'ha esmentat en almenys 30 articles des del 2007”.

Minsky no va donar resposta a una situació anòmla de l'economia ni tampoc no va reaccionar a propòsit de certs esdeveniments colpidors, com ho podria haver fet la *Teoria general* de John Maynard Keynes. Més aviat en el seu plantejament va voler explicar teòricament una realitat subjacent, amagada sota unes capes exteriors que predisposaven a la satisfacció general, com al·ludia el fragment abans transcrit de W. Godley. Però aquesta realitat, oculta i perillosa, acabaria per presentar-se a escena palesant uns aspectes que permetrien de reconciliar la teoria amb la tradició de la *dismal science*. Minsky no va anunciar res ni va preveure res; només va proposar-se no badar.

1 Per això, “seguint Keynes, el problema econòmic s'identifica amb el desenvolupament del capital de l'economia més que no pas amb la definició knightiana de l'assignació de recursos donats entre usos alternatius. El focus es troba en el procés d'acumulació de l'economia capitalista que es desplega en el temps real [...], per tant, en el procés pel qual la inversió és finançada” (Minsky, 1992b: 2).

Amb tot, parlar de “moment Minsky” no deixa de ser un primer pas per arraconar-ne l’anàlisi a un cas particular d’una teoria general incommovable i inatacable que necessita de tant en tant que algú aportí l’ajut analític davant de situacions no previstes per incorporar-lo amb anestèsia al cos central. Aquesta és una pràctica que es va assajar amb algunes de les innovacions teòriques de la *Teoria general* de Keynes, envescant-les com a situacions particulars. Minsky podria acabar esdevenint el lenitiu d’una anomalia, quan el que pretén és, precisament, destacar un tret fonamental del capitalisme: “un aspecte colpidor del capitalisme –que ja havia estat identificat per Marx i per Keynes– ha estat la seva incapacitat per mantenir una aproximació propera a la plena ocupació en extensos períodes de temps” (Minsky, 1994a: 156).

Minsky va privilegiar el tractament de la inversió. Fixar-se en el comportament de la inversió no té res d’estrany, pel seu caràcter de variable independent en el conjunt de l’economia, independent certament de l’estalvi. Per la seva banda, el consum “no és un factor actiu i determinant (sinó passiu i determinat)”, mentre que la inversió –ja per a Keynes– explica les fluctuacions de la demanda real i introdueix la incertesa en l’economia (Minsky, 1975a: 41, 77, 81).

El caràcter prioritari atribuït a aquesta variable presenta una altra vessant. La inversió suposa un intercanvi entre diner del present i diner del demà. En el present, és necessari per afrontar els *inputs* que permeten obtenir el producte de la inversió; en el futur, s’espera que afloïxi segons els beneficis que s’acumularan en els actius de capital de les empreses. A causa d’aquest finançament, les unitats de producció carreguen amb uns passius que esdevenen compromisos adquirits de pagament de diners en dates específiques o quan es donin certes condicions, de la mateixa manera que els actius generen una sèrie temporal d’ingressos presumibles de caixa (Minsky, 1992b: 2; Minsky, 1982: 4). Aquest aspecte financer que acompanya tota decisió sobre inversió –a causa de la seva dimensió temporal– és, sense dubte, l’aspecte innovador de Minsky en relació amb el que havia significat la publicació de la *Teoria general*.

La importància d’aquests aspectes financers li mostren a Minsky el caràcter inestable de l’economia.

Keynes va descriure el “vel del diner” que s’interposa entre l’actiu real i el propietari de l’empresa com una característica especial del món modern (*Essays in Persuasion*, 1931: 151, citat a

“L’augment de la capacitat productiva d’una empresa es pot plantejar acudint a béns de capital ja existents o adquirint-ne de nous”

Minsky, 1992b: 3). Aquest “vel del diner” al qual Keynes es refereix no té res a veure amb el vel del diner de la teoria quantitativa de la moneda per a la qual els intercanvis són en darrer terme de mercaderies per mercaderies. “El vel de Keynes implica que el diner es connecta amb el procés de finançament a través del temps. Una part del finançament de l’economia pot estructurar-se segons uns compromisos datats de pagament en els quals els bancs juguen un paper central. Els fluxos de diners van, primerament, dels dipositants als bancs i, seguidament, dels bancs a les empreses: més endavant de les empreses als bancs i dels bancs als seus dipositants. Al començament, els intercanvis ho són per al finançament de la inversió, i, posteriorment, els intercanvis compleixen els compromisos prèviament expressats en el contracte de finançament. En el món del “vel del diner” de Keynes, el flux de diners cap a les empreses respon a les expectatives de beneficis futurs i els fluxos de diners procedents de les empreses són finançats pels beneficis realitzats” (Minsky, 1992b: 3-4).

Aquesta aposta sobre el futur situa els agents econòmics en un ambient d’incertesa que es resisteix a ser examinat a través de probabilitats clares i precises. Com ja Keynes havia advertit, és difícil definir la incertesa perquè “les estratègies d’inversió per a aquells que controlen els actius sovint s’obtenen tractant les situacions incertes com si fossin dòcils a l’anàlisi emprada d’acord amb distribucions de probabilitat ben definides. Però un cop es manifesta l’aleatorietat associada a la incertesa, els valors corresponents a aquesta estratègia financera esdevenen inapropiats” (Minsky, 1992a: 18; Minsky, 1996: 2). En dues situacions aquesta incertesa té una especial notabilitat: “en l’elecció de la cartera per part de les entitats financeres, les empreses i les famílies, i en les opinions que es tenen sobre el rendiment futur dels béns de capital invertits per part d’empreses, accionistes i entitats de finançament industrial” (Minsky, 1975a: 90).

“El procés es caracteritza per la seva inestabilitat. Aquest és un tret de l’economia contemporània, no com a conseqüència de forces malignes externes sinó com a resultat normal del procés econòmic; només quan s’accepta aquesta possibilitat teòrica

s'està en condicions de saber què cal fer per prevenir-la" (Minsky, 1982: 5; Minsky, 1986: 5).²

Per això Minsky va definir la seva teoria com una teoria de la inversió sobre els cicles econòmics i una teoria financera de la inversió (De Antoni, 2006: 157).

Doble sistema de formació dels preus

4. El fonament de l'anàlisi de Minsky cal cercar-lo en l'obra de Keynes, quan va evidenciar l'existència d'un doble sistema de formació de preus en el capitalisme. Això vol dir que el desenvolupament del capital postula dues classes de mercats. Mentre que un primer tipus de mercat afecta els actius de capital, un segon tipus de preus pertoca als productes, que són el resultat dels processos corrents de producció, dintre dels quals cal mencionar singularment els preus dels béns de producció que han estat obtinguts per les empreses corresponents.

L'augment de la capacitat productiva d'una empresa es pot plantejar acudint a béns de capital ja existents (per la via de fusions, per exemple) o bé adquirint nous béns de capital (la inversió). Això dependrà dels preus que estan disposats a pagar els empresaris que decideixen la inversió i dels preus que exigiran aquells que produeixen. En aquest segon cas –com tots els preus de la producció corrent– els preus es fixen d'acord amb els costos de producció amb l'escreix d'un marge per al benefici.

Els preus dels actius de capital –més volàtils i incerts (De Antoni, 2006: 157)– obeeixen tota una altra lògica. Afecten tant els actius de capital real emprats per les empreses en la producció com els instruments financers que les empreses han emès per tal d'obtenir el control dels béns de capital fix o circulant que necessiten (Minsky, 1975a: 141; Minsky, 1994a: 157). Els preus que els inversors estan disposats a pagar depenen de l'actualització dels futurs rendiments nets atribuïbles a la decisió d'inversió –el valor actual dels beneficis esperats (Minsky, 1975a: 143)–. Són, per tant, preus actuals corresponents a uns corrents futurs de rendes, segons l'estat de les expectatives a llarg termini (Minsky, 1982: 80).

Una part d'aquest finançament podrà emprar els fons interns de la mateixa empresa; tanmateix, en la mesura que "el preu

d'una unitat de capital superi o iguali el preu d'una unitat del bé d'inversió per a l'empresa que els produeix" (Minsky, 1975a: 143.), l'operació és raonable que prossegueixi més enllà dels fons propis de l'empresa, cosa que exigirà que l'empresa hagi de manllevar, comprometent així futures trameses de caixa per compensar els prestadors (Tymoigne, 2010). Per tant, la demanda d'inversió es produirà si el valor dels fluxos de futurs rendiments (sobre el cost) esperats supera les sortides pels compromisos contrets (Keynes, 1936: 133-135).

En aquest escenari, Minsky hi fa intervenir el factor risc. Qui ha manllevat per finançar l'operació està sotmès a un risc creixent segons la magnitud de la inversió, a mesura que les seves decisions centrades en un determinat objectiu renuncien a la diversificació que ofereixen altres alternatives. A més, com que l'augment de la inversió s'haurà d'abordar apel·lant més fons externs, perillarà el marge de garantia. El risc del deutor té un caràcter subjectiu (Minsky, 1975a: 45) i el preu que estarà disposat a pagar tendirà a caure a partir d'un cert llindar.

Però el risc possible persegueix també el creditor, el financer que ha fet possible l'operació inversora. Es tracta del risc creixent que preocuparà el banquer i el creditor en general, que prendrà la forma d'un premi pel risc cada cop més gran que assumeixi i que s'afegirà a la taxa d'interès que cal aplicar al préstec. Per tant, caldrà matisar l'afirmació anterior sobre la determinació del volum d'inversió en el sentit que "la inversió s'efectuarà fins al punt en què el preu del capital, afectat pel risc del manllevador, iguala el preu d'oferta de la inversió augmentat per incloure el risc del prestador" (Minsky, 1982: 82).

No cal remarcar que els riscos atribuïbles a prestadors i prestataris sumeixen el procés en la incertesa. Però, d'això, en parlarem en la secció següent.

5. He mencionat que l'existència del sistema de dos preus ja es troba a Keynes (Kregel, 1992). En el *Treatise on Money* va distingir, d'una banda, les equacions pertanyents al nivell de preu dels béns de consum influït per la demanda de consum en relació amb l'oferta i, per tant, per les conductes sobre l'estalvi i, de l'altra, el nivell de preus de béns d'inversió, que estaria afectat per l'actitud del públic en relació amb l'atresorament. En canvi, des de la *Teoria general* el problema de la inversió es considera d'acord amb l'eficàcia marginal del capital –que registraria les expectatives futures de guanys– i la funció de preferència de la liquiditat, que lligaria la decisió de

2 La inestabilitat financera és una conseqüència de les institucions financeres capitalistes i aquesta inestabilitat es transmet a la renda real, a l'ocupació i a l'estabilitat dels preus (Minsky, 1982: 1).

la inversió amb els actius líquids, com a expressió del paper de pont en el temps que exerceix el diner entre el moment actual i el futur.³ Cal adonar-se que per a Keynes la preferència per la liquiditat expressa la relació entre el diner i el nivell de preus dels actius de capital (Minsky, 1982, p. 80). A *John Maynard Keynes*, Minsky escriu “l’element clau sobre el qual fa frontissa la demanda especulativa de moneda ve determinat per la mesura amb què es recorre a préstecs per finançar l’adquisició d’una activitat, el preu de la qual està subjecte a oscil·lacions: els preus que s’esperen de tal activitat i les condicions de manllevar a préstec són les dues variables que determinen la demanda especulativa de moneda” (Minsky, 1975a: 99-100; Minsky, 1982: 210).⁴

Hipòtesi de la inestabilitat financera

6. La inestabilitat de l’economia és efecte de la inevitable introducció de les variables financeres en el món de les decisions sobre inversió. És a dir, “en un món on les condicions financeres no s’immesceixen en les decisions d’inversió, la productivitat tècnica dels actius de capital i el seu preu d’oferta determinen la inversió. Els canvis en la inversió tendiran a ser regulars i suaus. El diner i les finances no entrarien en la determinació de res important per a una economia. Només aquella formulació del procés d’inversió que incorpori l’existència d’institucions finan-

3 Com assenyala J. Kregel, “els canvis importants en el valor monetari dels actius i dels passius es donen independentment dels canvis que puguin succeir en la capacitat productiva real subjacent i poden ser explicats a través de la preferència per la liquiditat que comporta una caiguda en el preu dels passius en la mesura que els agents viren la tinença dels seus passius financers cap a actius més líquids. Això llavors es vessa en els passius de les empreses, que són actius dels bancs, i això fa que els bancs redueixin els compromisos a fi de restaurar la liquiditat en els seus balanços” (Kregel, 1992: 94).

4 La teoria keynesiana es pot interpretar com una teoria de dos nivells de preus on la quantitat de diner opera directament sobre el nivell de preus dels actius de capital i, en canvi, la taxa de salari afectaria els nivells dels preus de productes corrents. Pel que fa als primers, l’ajustament dels preus es verifica en termes de preus d’actius i passius de manera que la inversió és procedent fins que els preus dels actius de capital s’abaixen fins als preus dels passius, en particular el diner (Kregel, 1992: 94-95) de manera que “els preus dels actius existents s’ajustaran sempre a les variacions de les expectatives relatives al valor probable del diner” (Keynes, 1936: 142). O dit altrament, la funció de la taxa d’interès és modificar els preus en diner d’altres actius de capitals a fi d’igualar l’atracció de disposar-ne i l’atracció de reservar diner (Keynes, 1973: 213), de manera “que els preus varien fins que l’eficiència marginal dels altres actius s’adapta a la taxa d’interès” (Keynes, 1973: 103).

ceres pot ser capaç d’explicar l’observada inestabilitat de la inversió” (Minsky, 1986: 215). Aquest caràcter financer de l’operació d’inversió queda palès perquè entre els determinats del preu dels actius de capital –o, més exactament, dels preus dels passius financers (Kregel, 1992: 94)– hi planegen els motius que poden reclamar la liquiditat, com s’acaba d’esmentar en l’apartat precedent.

D’on es desprèn el caràcter incert del procés de finançament. Més enllà del que va considerar James Tobin en la comparació entre la taxa interna de rendiment de la inversió (demanda) i la taxa d’interès a satisfer per al seu finançament, Minsky insisteix especialment en la incertesa. “Les variables més directament afectades per la variació de visions sobre el futur són les variables financeres, com l’avaluació dels mercats dels preus dels actius de capital, els preus dels actius financers i la conducta en relació amb les estructures del passiu tant dels homes de negocis com dels seus banquers. Quan s’adopta una perspectiva financera, el temps no pot ser interpretat merament com una addició de mercaderies a l’economia. En la teoria keynesiana el temps és el temps de calendari i el futur és sempre incert. Així, doncs, la inversió i les decisions del seu finançament es fan davant d’una radical incertesa i aquesta incertesa implica que els punts de vista sobre el futur poden experimentar canvis considerables en curts períodes de temps. En particular, canvis de les visions del futur afecten els preus relatius dels actius de capital i els instruments financers, així com la relació entre els preus dels actius de capital i els preus del producte corrent” (Minsky, 1982: 62).⁵ Aquest és el panorama on es dibuixen les conductes de les unitats econòmiques –en especial, empreses i bancs– en el descabellament del conjunt de l’economia. Proposo de contemplar-ne els elements analítics següents (Minsky, 1982: 4-6 i 17; Minsky, 1975a: 89; Minsky, 1986: 196; Hannsgen i Young-Taft, 2015: 4-5):

a) El doble sistema de preus explica el comportament de la inversió. Atès l’estat dels recursos disponibles, la inversió, juntament amb altres magnituds de la demanda (consum dels empresaris, estalvi dels treballadors, impostos i despeses públiques i ròssec de la balança en compte corrent), determina la demanda efectiva i, en conseqüència, el nivell d’ocupació. Del

5 Per això, els cicles econòmics poden ser considerats com una “dansa entre aquests dos preus”, per bé que el preu d’una unitat de diner s’hagi fixat en la unitat (Minsky, 1986: 160). Amb el matis sobre l’especial contingència dels compromisos derivats del caràcter extern d’una part dels fons emprats per l’empresa.

“La inestabilitat de l'economia és efecte de la inevitable introducció de les variables financeres en el món de les decisions sobre inversió”

producte obtingut se'n separa el que correspongui per a pagaments d'acord amb els compromisos adquirits.

b) Els comportaments d'estalvi i d'inversió disposen dos residus que pesaran en períodes vinents: una variació en l'estoc de capital real i un canvi en l'estoc d'actius financers i de passius. El volum de demanda efectiva corrent carrega per tant amb el llegat de la passada activitat financera i dels requeriments financers i condicions sobre el futur funcionament de l'economia. Aquests requeriments i condicions queden afaïçonats pel comportament de les institucions financeres i els usos i costums dels mercats financers (Minsky, 1982: 97). És decisiva, doncs, l'evolució de la relació deute-renda, tant en raó de la variació dels deutes concrets com de la variació del creixement del nivell de renda.

c) El conjunt de les conductes està determinat per l'estat de les expectatives sobre el futur. Ens hauríem de fixar en alguns trets d'aquestes conductes. Per exemple, en el caràcter gregari dels comportaments en els mercats financers. Així mateix, la impossible base científica de les prediccions sobre el futur obliga els decisors a acudir a convencions com, per exemple, que les condicions actuals del mercat són una bona guia amb vista al futur. Finalment, a mesura que el temps pren les seves distàncies, s'esvaeix el record del passat i de les crisis patides, embaltant les unitats cap a formes de finançament més arriscat.

d) La incertesa dona relleu a la xarxa de seguretat que garanteix certs passius per la garantia legal que els ha estat atorgada, ben en particular, el diner.

e) Els agents i unitats implicats en aquests processos sofreixen un procés d'adaptació que els duu a transformar-se fins al punt de canviar la seva naturalesa. Per exemple, les empreses han pres la forma de corporacions, la tasca fonamental de les quals té una dimensió financera molt per sobre de la que abans tenien els empresaris individuals o societaris anteriors. Pel que fa als mercats financers, han estat capaços de tintar el capitalisme actual com un capitalisme amb predomini dels gestors financers (*money market capitalism*).

7. Si bé Keynes es va fixar en les pertorbacions existents en la crisi dels anys 30, la preocupació de Minsky s'adreça preferentment a períodes on sembla dominar una certa eufòria.

Per explicar la dinàmica d'aquesta eufòria introdueix dos conceptes clau: el concepte de fragilitat i el de marge de seguretat.

La fragilitat deriva d'una inestabilitat endògena que Minsky considera la conseqüència paradoxal de la mateixa estabilitat del sistema. El procés desplega una erosió successiva dels marges de seguretat observats amb la finalitat de cobrir els possibles errors comesos en les expectatives. Aquests marges poden prendre la forma d'un excedent significatiu entre el que s'espera com a rendiments i el que s'ha compromès com a pagaments o, en el cas dels bancs, entre el que s'ha prestat i el que cal per encarar la inversió o la provisió de garanties subsidiàries, per exemple. Però el procés –inicialment estable– acaba erosionant els marges de seguretat i incita cap a taxes més altes de palanquejament.

Per comprendre millor l'estabilitat inestable d'una economia, Minsky ens presenta tres formes de finançament –successives– que deixen el seu rastre en l'estructura financera de les unitats econòmiques, que poden qualificar-se, llavors, segons la presència d'aquestes formes (Minsky, 1982: 16-32).

Una primera forma predispone a la tranquil·litat per tal com sembla agençar les condicions que la garanteixen. Em refereixo al finançament cobert (*hedge financing*), que preveu raonablement que en el futur els rendiments del capital invertit superaran en un cert marge el pagament dels compromisos deguts als deutes que s'han hagut d'assumir. Aquest marge de seguretat entre els dos fluxos protegeix de les possibles alces de la taxa d'interès i de canvis sobrevinguts en els mercats financers. Un alt marge de seguretat l'assegura el fet de disposar d'una part dels actius en forma d'actius líquids o molt fàcilment liquidables. En aquesta primera forma de finançament, les unitats corresponents solen caracteritzar-se pel pes important en el passiu de fons propis i d'endeutaments a llarg termini en consonància amb els requeriments del procés de producció o de percepció de les rendes.

Un segon tipus de finançament és el finançament especulatiu (*speculative financing*). La unitat especula que en certs períodes futurs els compromisos pels deutes incorreguts poden superar en valor els que es puguin obtenir per rendiments de

l'explotació dels béns de capital: és a dir, els compromisos pels serveis del deute es mouen a ritmes superiors als dels ingressos esperables, cosa que els dificulta encarar el principal. El caràcter especulatiu d'aquest finançament es justifica perquè caldrà procedir a refinançar l'operació. L'existència de períodes crítics com el que s'acaba d'esmentar no obsta perquè, en el seu conjunt i en l'horitzó temporal de tota l'operació o operacions, els ingressos puguin encarar sense problemes els serveis del deute i el retorn del principal. Normalment els períodes que experimenten dificultats solen ocórrer durant els primers anys. L'aparició d'aquests dèficits pot empènyer la unitat a endeutar-se a curt termini per operacions d'un horitzó més llarg; tanmateix el refinançament del deute, les noves emissions o la disminució de les reserves de caixa poden alleujar els creditors, especialment els banquers. Aquestes tensions aconsellen les unitats de mantenir una reserva de caixa superior a la recomanada a les unitats anteriors on el finançament està cobert i de tenir a punt la col·laboració dels bancs per poder superar les pertorbacions.

Finalment, Minsky introdueix un tercer tipus de finançament, el finançament conegut com a Ponzi. L'honor de passar a la posteritat en la denominació d'aquest tercer tipus de finançament l'ha tingut Charles Ponzi (1882-1949), un cèlebre estafador nord-americà d'origen italià. La característica d'aquesta forma és que els ingressos previstos no arriben a cobrir ni les despeses d'interessos ni el retorn del fons manllevats i, per tant, la supervivència obliga a continuar manllevant per encarar els compromisos: el deute s'enfilà davant d'ingressos minsos i insuficients. Si empresaris, banquers i altres prestadors s'avenen a participar en un finançament Ponzi podria ser perquè, en un futur, han estimat positiu el valor actual de la suma dels ingressos de caixa i dels pagaments; es manlleva per mantenir uns actius que no rendeixen o ho fan molt poc amb l'expectativa que en una data ulterior el valor en el mercat de l'actiu posseït bastarà per redimir deutes i encara permetre un guany acceptable. També cal assenyalar que hi ha una tipus respectable de finançament Ponzi, quan es tracta de finançar projectes d'inversió de molt llarga gestació, en què, si bé domina un finançament cobert, en canvi hi ha llargs períodes previsiblement molt negatius. A la fi, un finançament de tipus Ponzi redueix els fons propis per l'augment dels deutes sense cap augment d'actius.

Òbviament una economia on hi ha una presència important de formes especulatives i Ponzi és molt sensible a les varia-

“En un cert moment els bancs deixaran de prestar unitats Ponzi. Quan els bancs paren de fer-ho, l'economia es col·lapsa”

cions de la taxa d'interès i als canvis d'expectatives respecte als rendiments futurs perquè “una pujada de la taxa d'interès pot transformar un valor net positiu en un de negatiu. Si la solvència importa per al funcionament normal d'una economia, grans augments i grans oscil·lacions de la taxa d'interès impactaran greument en l'economia” (Minsky, 1982: 28).

Tanmateix, la relativa presència de cada una d'aquestes modalitats i la progressiva reducció dels marges de seguretat corresponen a una seqüència on l'estabilitat condueix a la inestabilitat, com abans s'ha previngut. D'un augment esperat dels beneficis –suposat permanent– en un ambient de confiança i de previsió d'una oferta elàstica de recursos (De Antoni, 2006: 161), se'n dedueixen certs efectes com la generosa formació de fons interns de finançament. Decreix el sentiment de risc i, per tant, augmenta el preu que estan disposats a pagar els inversors per l'adquisició de nous béns de capital, mentre que disminueixen les condicions tant del manllevador com del prestador: es dona el marc que empeny la inversió i augmenta el pes del finançament extern, sobretot quan els beneficis esperats superen a curt termini els guanys que es preveïen. Un finançament majoritàriament cobert ofereix prou incentius per augmentar l'endeutament i augmentar –sobretot si la taxa d'interès ho afavoreix– la proporció de finançament a curt termini en plantejar-se el refinançament del deute. A partir de noves oportunitats d'inversió es generen inversions que procuren beneficis extraordinaris, les bombolles de deute tendeixen a inflar-se cada cop més i més de pressa fins causar deutes no productius (Fisher, 1933: 348). Keynes ho havia advertit: “l'auge és una situació en la qual l'optimisme excessiu triomfa per sobre d'una taxa d'interès que, mirada fredament, podria semblar excessiva” (Keynes, 1936: 322).

Si un volum important de deutes a curt termini acaba per finançar activitats que postulen llargs períodes de gestació i si les institucions financers permeten renovar els crèdits o ampliar-los, qualsevol incident com ara l'augment de la taxa d'interès, una caiguda imprevista dels guanys sobre els que s'esperaven

o menys optimisme sobre el futur dels fluxos de caixa poden conduir a l'aparició del finançament Ponzi amb la corresponent erosió dels marges de seguretat.

La reducció dels marges de seguretat fa que qualsevol disminució dels resultats respecte dels que en principi s'havien esperat obligui a canviar els plans de les unitats, cosa que suposa un retard en els pagaments, la renovació difícil de préstecs, liquidació d'inventaris, venda de filials, pèrdua de les garanties prestades, etcètera. La seva persistència agreuja la situació fins desembocar en una deflació en què el descens dels preus i la feblesa general del món empresarial fa impossible atendre les obligacions (Kregel, 2008; Randall Wray, 2011).

En un cert moment els bancs deixaran de prestar unitats Ponzi. Quan els bancs paren de fer-ho, l'economia es col·lapsa: és la deflació de deutes (*debt deflation*) d'Irving Fisher en què la fallida d'uns provoca la dels altres dins d'una bola de neu de fallides.

'Money manager capitalism'

8. Els bancs han estat –i, en gran part, encara ho són– les entitats fonamentals del sistema financer. Minsky assenyala alguns fets per comprendre l'actual situació als Estats Units, condicionada per la resposta que van haver de donar a l'experiment del monetarisme practicat des del 1979 fins al 1982. El descabellament d'alternatives als bancs i la tendència a situar els passius fora del seu balanç han estat efectes d'una política que ha desplaçat l'activitat tradicional de mediació per operacions de compra i venda de valors (*originate to distribute*) i de prestació de serveis financers als seus clients (Minsky, 1972: 5-6). Ja em vaig referir a aquesta qüestió a *Cinco ensayos sobre la crisis* (Bricall, 2013).

Com qualsevol altra unitat econòmica, el capteniment dels bancs amb vista als beneficis esperona el palanquejament i promou innovacions per escapar de les exigències imposades per la competència o per una possible regulació. En relació amb les unitats no financeres, els bancs i similars exhibeixen una tendència impertorbable al palanquejament per tal com l'esmentat objectiu els empeny a acréixer els dipòsits i altres formes de passiu al mateix ritme que el valor nominal dels seus actius (Minsky, 1972: 5-7) per compensar una rendibilitat més baixa dels actius de cara als guanys del capital propi, tot reforçant el risc de transformació de la maduresa per un termini més baix dels compromisos del passiu i un més termini

llarg per a la realització de certs actius. En les entitats, l'augment de la cotització dels actius pot induir-les a endeutar-se sense per això degradar la relació entre el valor dels recursos propis i el valor dels recursos aliens, palesant el caràcter procíclic d'una relació que els aboca a l'endeutament en els estats d'eufòria progressiva.

Una altra constant és la cursa de la innovació: la maximització de noves fonts de beneficis, la competència de concurrents i els límits imposats per les regulacions administratives per enquadrar els negocis financers i prevenir futures tensions de liquiditat predisposen les entitats financeres a una cursa irrefrenable per innovar els productes, estructurar els processos, oferir modalitats i prendre formes jurídiques que els permetin saltar les constriccions o adreçar-se altrament als mercats (Minsky i Campbell, 1988: 6; Kregel, 2014: 7). Al report del 2016, el Bank for International Settlements (BIS) va alertar encara sobre els perills que ja van suposar el 2008 les relacions poc o molt indirectes entre bancs i entitats financeres menys regulades a causa dels inevitables compromisos que acaben arrossegant les entitats bancàries en crisi de liquiditat (BIS, 2016, II i V).

Aquesta doble tendència suara esmentada ha suposat canvis institucionals i polítics en el quadre on opera el sistema. En particular, Minsky i Campbell van assenyalar "el canvi de la negociació dels actius líquids en la dècada de 1960 per operacions amb passius en la dècada de 1970", així com "la disminució dels marges de seguretat que s'utilitzen per esmortir les fluctuacions en els fluxos d'efectiu" (Minsky i Campbell, 1987: 255). Minsky i Campbell, per tant, van argumentar que la competència pels guanys ha transformat una estructura financera inicialment robusta en un sistema fràgil i ha fet obsoleta l'estructura de garanties que s'havia establert després de la crisi dels 30.

La fragilitat esmentada es manifesta en diversos camps. Per exemple, en la forma com es duu a terme l'avaluació del risc per part de les entitats financeres. Aquesta avaluació que descansava en l'historial del manllevador i en les garanties que proporcionava la nova inversió planejada, l'ambient d'eufòria l'ha confiat a la validació del risc per obra de la mateixa expansió. A més, la generalització de l'activitat financera segons la pràctica d'*originate to distribute* ha encetat una nova causa d'erosió dels marges de seguretat. J. Kregel ha observat que la crisi de les *subprime* es deu més a la subestimació

del risc practicada pels mètodes de les agències de classificació del risc que a la conseqüència directa de la inestabilitat provocada endògenament (Kregel, 2008: 13-16). També, la restauració o l'assoliment de la liquiditat exigida per l'autoritat monetària o per una prudent gestió del banc duu aquest a vendre actius –potser en mercats estrets– per augmentar la seva liquiditat, fet que pot abaixar els seus preus i conduir a una profunda depressió (Minsky i Campbell, 1987: 255; Kregel, 2014: 8).

9. Aquests trets justifiquen el qualificatiu de *money manager capitalism* atribuït a l'actual fase del capitalisme.⁶

Des del final de la dècada dels 70 del segle passat, el sistema ha deixat de pivotar a l'entorn dels bancs i s'ha decantat per donar més pes al mercat on les unitats econòmiques – principalment les empreses i els governs– es procuren els mitjans de finançament de manera directa per l'intercanvi entre operadors (prestataris i prestadors). El conjunt de fluxos originats –especulatiu o productiu– constitueix un mercat que ha esdevingut incontrolable en massa ocasions. L'expressió de Minsky suggereix mercats altament institucionalitzats i professionalment gestionats, tot i l'aparença de descentralització. “Bancs gegants de milers de milions de dòlars” i “institucions bancàries *fringe* i de mercats” semblaria que haurien de “permetre a les autoritats exercir un millor maneig de les operacions” d'aquests grans bancs i dels seus vincles amb “institucions financeres no bancàries i diversos mercats financers a curt termini” (Minsky, 1975b: 1-2) que dibuixen xarxes de creixent connectivitat i complexitat (Haldane, 2017).

Tant Keynes com Schumpeter van compartir una visió de l'economia com una “economia monetària de producció” (Minsky, 1992c: 113). Però, si per a Schumpeter els bancs jugaven en l'economia el paper dels antics magistrats d'Esparta, els *ephors*, pel paper jugat en el disseny del que s'havia de finançar, ara semblaria que els correspon l'expressió de Keynes sobre el desenvolupament del capital quan aquest esdevé un subproducte de les activitats d'un casino (Keynes, 1936: 113).

⁶ Si en una primera etapa el capitalisme va ser comercial pel paper preponderant de què gaudia el finançament de béns per a la producció i el comerç, en una segona fase es podria parlar d'un capitalisme financer pel pes adquirit pel capital fix i altres costos no laborals en el finançament. Més modernament el capitalisme gerencial (*managerial*) hauria destacat el paper de bancs comercials i d'inversió en el finançament de la inversió.

Política econòmica

10. La hipòtesi sobre la fragilitat financera fonamenta la recomanació d'un sistema de política econòmica orientada a vorajar crisis recurrents (Kregel, 2014: 4). La incertesa que nia en l'economia de mercat pot trobar en les institucions dels governs i en els bancs centrals els pal·liatius per superar-la (Minsky, 1996: 2; 1986: 324).

Minsky aconsella emprendre una política discrecional:⁷ proposa un conjunt de mesures (la despesa pública i els plans de suport a l'ocupació i als ingressos) definides com a *big government* i apunta al manteniment dels preus dels actius a través del descompte, nucli de la política de *big bank* (Kregel, 2008: 24).

Big government. *A Stabilising an Unstable Economy* (1986: 160), Minsky, referint-se al doble sistema de preus abans exposat, escriu que “un problema crucial de la política econòmica és ajustar l'economia de manera que els dos nivells de preus procurin un volum apropiat d'inversió: això exigeix que tant els fluxos realitzats com els fluxos esperats siguin prou alts perquè els preus dels actius de capital excedeixin els preus d'oferta dels béns d'inversió. Què és el que determina el benefici és una qüestió clau per entendre com funciona la nostra economia”.

En un altre lloc (Minsky, 1982: 83), prossegueix “les visions actuals sobre beneficis futurs determinen la inversió actual i les decisions sobre la inversió”, però al mateix temps la garantia de beneficis es troba en la mateixa inversió, ja que l'excedent econòmic neix d'ella i la distribució de la renda entre salaris i beneficis ve determinada pel mateix procés econòmic (Minsky, 1986: 169).

El caràcter derivat de la distribució a partir del procés d'acumulació va ser remarcat per M. Kalecki en postular la dependència dels beneficis respecte de la inversió, observant respecte això que, mentre que els treballadors despenen allò que guanyen, els capitalistes guanyen allò que despenen.

⁷ Se sol refiar en instruments que prenen la forma de postular regles de conducta o determinar determinades relacions en forma de requeriments mínims de capital, límits de palanquejament i amortidors de liquiditat. Però l'extraordinària mal-leabilitat i capacitat de reacció del sistema i la diversitat històrica dels excessos de sobreendeutament (Minsky, 1992a: 20) fan dubtar seriosament de qualsevol mesura que descansi en pilots automàtics.

Cap doctrina, cap visió que redueixi l'economia a l'estudi de la recerca d'equilibris i de sistemes estables no pot tenir cap rellevància duradora

Es pot generalitzar l'expressió de Kalecki dient que les despeses d'inversió de les empreses, el dèficit del sector públic i el net de les exportacions són l'origen dels beneficis dels empresaris.⁸

El raonament no expressa només una identitat en la mesura que suposem que el motor del capitalisme és l'acumulació de capital i, doncs, la inversió representa la variable independent que explica les relacions suara esmentades. Del que s'acaba d'exposar es dedueix que una reducció en la magnitud de la inversió afecta negativament els beneficis aconseguits. El dèficit públic pot ser emprat com a compensador i alleugerir la situació per conquerir els beneficis: aquí rau la idea del *big government* (per a diferents formes d'exercici a partir de Minsky, vegeu Randall Wray, 2009).⁹

Big bank. Les dues referències d'una política financera són garantir el finançament del desplegament del capital i proveir

8 Aquesta possible paradoxa té una fàcil explicació. El cost de la producció nacional depèn –bàsicament– dels salaris satisfets i de partides similars, del valor del que s'ha hagut d'importar de l'exterior i del que suposen els impostos. Els ingressos que perceben les empreses depenen de la demanda que els ha estat adreçada, és a dir, de les despeses de consum, de la inversió, de la despesa pública i de les vendes netes a l'exterior. Els beneficis es generen per la diferència entre els ingressos dirigits a les empreses i els costos de producció. Si se suposa que el consum equival als salaris i rendes similars, és fàcil comprovar que la possibilitat de beneficis dependrà del valor de les inversions decidides pels empresaris, del dèficit públic i del superàvit exterior: en definitiva, de decisions relativament autònomes tant d'empresaris (apostant sobre el futur), del govern (com a responsable de la política econòmica) i d'importadors exteriors, situats per tant fora del país.

La basta equiparació del volum de salaris i altres ingressos amb el consum té fàcil correcció. Si suposem que no tots els salaris es gasten, l'equivalència podria quedar compensada amb el consum dels empresaris amb càrrec als seus beneficis distribuïts. Si és el cas, la diferència entre els dos conceptes suposaria augments en els beneficis –si el consum dels empresaris supera el no consum dels treballadors– o disminucions, en sentit contrari.

9 És interessant de remarcar les observacions fetes per Minsky sobre la política de dèficits públics de Reagan que, apuntant a disciplinar l'Administració pública, es va embarcar en una política de retallada dels ingressos públics; però aquests dèficits no van poder estimular els beneficis i la producció perquè el colossal dèficit comercial va escampar-los en l'economia exterior (Minsky, 1992a: 27).

un mecanisme segur de pagaments (Minsky, 1994b: 10). Les crisis econòmiques urgeixen que l'autoritat monetària assumi la plena responsabilitat per a l'estabilitat del sistema financer, en preferència a les funcions que se li solen assignar quan la crisi no ha fet acte de presència (Kregel, 2014: 9). Per a Minsky, és important que tota regulació o supervisió sobre les entitats financeres sigui revisada freqüentment i que es concordi amb l'evolució del mercat i de les estructures financeres, tot recomanant la presentació d'informes periòdics per tal que les autoritats estiguin a l'aguait dels canvis institucionals en curs que podrien influir sobre l'estabilitat del sistema financer (Minsky, 1975b: 150; Kregel, 2014: 6).

Les dificultats i les fallides bancàries procedeixen de la interdependència entre els compromisos de pagament i les transaccions necessàries i la liquiditat ha d'adaptar-se a allò que demana la correcta gestió del banc o les provisions de regulació (Minsky i Campbell, 1988: 255). Per tal de fer-ho, els bancs centrals han d'intervenir activament com a prestadors en darrera instància sempre que la combinació de les estructures financeres, les obligacions financeres i el flux de beneficis condueixi a una crisi dels mercats financers. La intervenció ha de prendre la forma de refinançar en condicions favorables les entitats financeres amenaçades o els mercats. Aquesta operació garanteix la capacitat dels bancs de finançar l'activitat i protegeix algunes pràctiques financeres no bancàries (Minsky, 1981: 51). Minsky va defensar aquesta mesura davant de la crítica probable de la premsa i de declaracions demagògiques que observarien que finalment fora el contribuent qui pagaria les greus conseqüències de la fallida dels bancs: aquest "pagament" evita la catàstrofe de la depressió i prevenir-la i contenir-la és una funció pròpia del govern (Minsky, 1995: 9).

"La història no condueix a la fi de la història"

L'anàlisi de partida i la política que se'n dedueix dona compte de la dinàmica del sistema econòmic i la seva possible transformació. Minsky va aprendre del seu mestre, Joseph Alois Schumpeter, "que les societats són criatures que evolucionen i que no poden ser congelades en el temps ni reduïdes a formulacions matemàtiques estables és encara més rellevant avui dia. Cap doctrina, cap visió que redueixi l'economia a l'estudi de la recerca d'equilibris i de sistemes estables no pot tenir cap rellevància duradora. El missatge de Schumpeter és que la història no condueix a la fi de la història" (Minsky, 1992c: 104). ■

Referències

- Bank for International Settlements** (2016). *86th Annual Report. 1 April 2015-31 March 2016*. [caps. II i V]. Basilea, 26 de juny de 2016.
- De Antoni, E.** (2006). "Minsky on Financial Instability". A: P. Arestis; M. Sawyer (ed.). *A Handbook of Alternative Monetary Economics*.
- Fisher, I.** (1933, octubre). "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions". *Econometrica*, vol. 1, núm. 4, p. 337-357.
- Giles, Chris** (2017, 6 de gener). "Bank of England's Haldane admits crisis in economic forecasting". *Financial Times*.
- Godley, W.** (1999, gener). *Seven Unsustainable Processes. Medium-Term Prospects and Policies for the United States and the World*. Annandale-on-Hudson, Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College.
- Godley, W.; Papadimitriou, D. B.; Hannsgen, G.; Zezza, G.** (2007, novembre). *The U.S. Economy: is there a way out of the Woods?* Annandale-on-Hudson, Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College.
- Hannsgen, G.; Young-Taft, T.** (2015, juny). *Inside Money in a Kaldor-Kalecki-Steindl Fiscal Policy Model: The Unit of Account, Inflation, Leverage and Financial Fragility*. Annandale-on-Hudson, Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College.
- Haldane, A.** (2016, novembre). *The Dappled world*. Londres: Banc d'Anglaterra.
- Haldane, A.** (2017, gener). *From economic crisis to crisis in economics*. OECD Insights.
- Keynes, J. M.** (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. [Traducció al català: *Teoria general de l'ocupació, l'interès i el diner*. Barcelona: Edicions 62, 1987].
- Keynes, J. M.** (1973). *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. XIV). Nova York: Macmillan-Sant Martin Press.
- Kregel, J. A.** (1992, novembre). "Minsky's «two price» theory of financial instability and monetary policy: Discounting versus open market intervention". A: S. M. Fazzari; D. B. Papadimitriou (ed.). *Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky*. Nova York: M. E. Sharpe.
- Kregel, J. A.** (2008, gener). *Minsky's cushions of Safety. Systemic risk, and the crisis of the US Subprime Market*. Annandale-on-Hudson, Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College.
- Kregel, J. A.** (2014, abril). *Minsky and the Dynamic Macropprudential Regulation*. Annandale-on-Hudson, Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College.
- Minsky, H.** (1972). *A perspective on Money*. Annandale-on-Hudson, Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College [Hyman Minsky Archive, 1.1].
- (1975a). *John Maynard Keynes*. Nova York: Columbia University Press. [Traducció a l'italià, 1987. Torí: Boringhieri].
- (1975b). *Suggestions for a cash flow oriented*. Conference on Bank Structure and Competition. Federal Reserve Bank of Chicago. May 2-1975. Annandale-on-Hudson Nova York: Levy Economics Institute of Bard College [H. Minsky Archive, paper 17].
- (1981, 21 de desembre). *The Breakdown of the 1960s Policy Synthesis*. Telos, vol. 50. Annandale-on-Hudson, Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College. [H. Minsky. Archives, paper 166].
- (1982). *Can "it" happen again?* Londres/Nova York: Routledge.
- (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. (2008) Mc-Graw Hill.
- (1992a, gener). *Reconstituting the United States's Financial Structure. Some fundamental Issues. Minsky*. Annandale-on-Hudson, Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College.
- (1992b, maig). *The Financial Instability Hypothesis*. Annandale-on-Hudson, Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College.
- (1992c). "Schumpeter and Finance". A: S. Biasco; A. Roncaglia; M. Salvati (ed.). *Market and Institutions in Economic Development: Essays in Honour of Paulo Sylos Labini*. Annandale-on-Hudson, Nova

York: St. Martin's Press/Levy Economics Institute of Bard College. [Hyman Minsky Archive].

—(1994a). "Full Employment and Economic Growth as an objective of Economic Policy: some thoughts on the limits of capitalism". A: P. Davidson; J. A. Kregel (ed.). *Employment, Growth and Finance. Economic Reality and Economic Growth*. Aldershot: Edward Elgar.

—(1994b). *Regulation and Supervision*. Annandale-on-Hudson Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College. [H. Minsky Archive, paper 443].

—(1995). *Reforming Banking in 1995. Repeal of the Glass Steagall Act. Some Basic Issues*. Annandale-on-Hudson Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College. [H. Minsky Archive, paper 59].

—(1996, abril). *Uncertainty and the Institutional Structure of capitalist Economies*. Annandale-on-Hudson Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College.

Minsky, H.; Campbell, C. (1987). *How to get off the back of the Tiger, or, Do initial Conditions Constrain Deposit Insurance Reform*. Proceedings A Conference on Bank Structure and Competition. Federal Reserve Bank of Chicago. Annandale-on-Hudson Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College. [H. Minsky Archive].

Minsky, H.; Campbell, C. (1988). *Getting off the Back of a Tiger: The Deposit Insurance Crisis in the United States*. Working Paper 121, Departament d'Economia, Universitat de Washington. Annandale-on-Hudson, Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College. [H. Minsky Archive].

Randall Wray, L. (2009, abril). *The Return of Big Government*. Annandale-on-Hudson, Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College.

Randall Wray, L. (2011, març). *Minsky Crisis*. Annandale-on-Hudson Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College.

The Economist (2016, 30 de juliol). "Minsky's moment".

Tymoigne, E. (2010). *Minsky's two-price theory of investment*. Minsky Summer School.

TEORIES SOBRE LES CRISIS FINANCERES

Guillermo de la Dehesa

President honorari del CEPR, Centre for Economic
Policy Research, Londres

Les crisis financeres han estat recurrents al llarg de la història, i la majoria degudes a grans bombolles financeres que posteriorment esclataven. Bons exemples en són la de les tulipes a Amsterdam, el 1637, en la qual es van arribar a pagar, a preus d'avui, fins a 3.000 dòlars per un bulb especial. La de la Mississippi Company, el 1719, un hòlding d'empreses d'origen francès comprades pel financer i matemàtic escocès John Law, que va pujar i després es va desplomar. La South Sea Company, el 1720, fundada pel duc d'Oxford, Robert Harley, que havia de tenir els drets exclusius sobre el comerç d'esclaus i béns amb les colònies espanyoles després del Tractat d'Utrecht, del 1715, que va fer que les seves accions assolissin les 1.500 lliures per després desplomar-se.

Ja al segle XX, l'enfonsament de la borsa de Nova York va donar lloc a la Gran Depressió del 1929, amb 13 milions d'aturats (25%), una caiguda del PIB mundial del 15% i del comerç mundial del 50%. Va ser estudiada per John Maynard Keynes, que va explicar que era deguda únicament a una manca de demanda de béns i serveis, cosa que es traslladava a menys demanda de

treball, i que el que calia fer era donar ocupació als aturats amb salaris modestos per poder sortir-ne.

Keynes va aconseguir demostrar, així mateix, que, en contra del que pensaven els clàssics, la inversió no augmenta, encara que caigui el tipus d'interès, quan s'enfonsen les borses i hi ha un augment de les fallides.

Moltes d'aquestes bombolles que van esclatar van ser recopilades per Charles P. Kindleberger el 1978 i, després de morir i juntament amb Robert Z. Aliber, el 2005, en el seu llibre titulat *Manias, Panics and Crashes*.

Kindleberger rebutjava els models que provaven de demostrar que hi havia bombolles racionals, ja que eren "un altre intent fallit d'intentar elevar la tècnica econòmica per sobre del sentit comú".

Avui, estem, per fi, sortint de "la primera gran crisi financera del segle XXI", que dona títol al llibre que vaig publicar el 2009, de gairebé 600 pàgines, a Alianza Editorial, i espero i desitjo que passi molt temps abans no arribi la següent.

Però hi ha hagut altres grans economistes, com George Akerlof, Joseph Stiglitz o Michael Spence, guanyadors, cada un, del Premi Nobel d'Economia, el 2001, per haver demostrat les inconsistències, ineficiències i fallades dels mercats financers i d'altres mercats, derivades de l'existència d'una "informació asimè-

trica”, per la qual una part sap més que l'altra sobre una determinada transacció, fet que origina problemes de “selecció adversa”, de “comportament de ramat”, de “contagi” i de “risc moral”.

Sense oblidar Herbert Simon, Premi Nobel d'Economia el 1978, que ja va plantejar les dificultats de prendre decisions correctes en les empreses, així com les grans fallades de l'economia neoclàssica a l'hora d'explicar-les. Així mateix, Maurice Allais, Premi Nobel el 1988, per haver demostrat les “paradoxes d'Allais”, per les quals decisions d'inversió que semblaven correctes no ho eren en absolut i portaven irremeiablement grans pèrdues. Igual com els tres premis Nobel d'Economia del 2002, Daniel Kahnemann, Vernon Smith i Amos Tversky, que van demostrar, des del punt de vista de la teoria psicològica, que la racionalitat dels agents és limitada a l'hora de prendre decisions i més encara en situacions d'alta incertesa.

Així mateix, Paul Krugman, Premi Nobel d'Economia del 2008, ha contribuït a desmitificar que els mercats financers siguin “eficients”, amb la seva hipòtesi del valor “panglossià”, en al·lusió al doctor Pangloss, suposat deixeble de Gottfried Leibniz (o el mateix Leibniz) en el *Càndid* de Voltaire, publicat el 1759. L'esmentat valor només es pot aconseguir quan es viu en “el millor dels mons”, amb referència a Leibniz, o el que és el mateix, sota una situació de “risc moral”, per la qual hi ha un incentiu enorme a prendre risc sense límit, ja que, si es guanya, s'aconsegueix un retorn o benefici extraordinari (panglossià) i, si es perd, acaba pagant-lo un altre, normalment el contribuent.

Segons Krugman, en aquestes situacions, les decisions d'inversió no es prenen basant-se en les taxes de benefici que poden semblar realistes, sinó en les que es poden donar en “condicions ideals”.

Malgrat totes aquestes ensopegades successives, el pensament econòmic teòric contemporani ha estat capaç de progressar ràpidament, desenvolupant nous models com la hipòtesi de les expectatives racionals (REH, per les sigles en anglès), que va ser proposada per John Muth (1961) i desenvolupada pel premi Nobel Robert Lucas el 1972. I posteriorment, la hipòtesi dels mercats eficients (EMH), desenvolupada per Eugene Fama (1970), que mostrava que és impossible superar el preu del mercat perquè aquest ja incorpora i reflecteix tota la informació disponible i rellevant i que no es pot comprar una determinada acció a un preu barat, ja que els preus reflecteixen totalment les expectatives dels inversors.

Aquesta teoria ha tingut un gran oposició per part d'altres economistes, ja que la majoria dels inversors basen les seves expectatives en ingressos i preus passats i no els futurs, quan els preus estan basats en les expectatives dels inversors i, per tant, només funciona quan els preus passats influeixen sobre els preus futurs. D'una banda, per a aquells que creuen que els mercats segueixen un “camí eficient” i, d'altra banda, per a aquells que donen suport a l’“anàlisi fonamental”, i només compren si l'empresa cotitzada té un balanç sòlid, amb baix nivell de deute i amb beneficis per acció per sobre d'altres empreses cotitzades.

El 2013, Eugene F. Fama, Lars Peter Hansen i Robert J. Shiller van guanyar el Premi Nobel d'Economia pels seus treballs sobre els mercats financers, malgrat sostenir posicions contradictòries o fins i tot contràries entre ells mateixos. Eugene Fama, per les seves aportacions a la racionalitat dels mercats financers i per demostrar que el preu, en cada moment, reflecteix tota la informació disponible i perquè la decisió conjunta dels inversors facilita l'assignació de capital als seus usos més eficients. Tot això malgrat que la Gran Recessió del 2008-2013 ja havia mostrat el contrari. Robert Shiller i Lars Peter Hansen, per haver refutat les teories de Fama. Ara bé, cal tenir en compte que Fama tenia raó en el comportament dels mercats a curt termini i que Robert Shiller tenia raó en els comportaments del mercat a llarg termini.

Lars Peter Hansen ha desenvolupat models estadístics sobre les desviacions aparents del comportament racional dels inversors, sobre les desviacions dels preus dels actius davant els preus reals i sobre l'impacte de la psicologia sobre els preus dels actius financers. Tots ells mostren que és molt difícil, o gairebé impossible, predir els preus reals en el curt termini i més difícil encara beneficiar-se de les desviacions de preus del seu suposat valor real, tenint en compte a més els costos de transacció en què s'incorre en comprar i vendre actius.

Robert Shiller (2015) ha demostrat com les bombolles sorgeixen inicialment per una confluència inusual de factors que les precipiten. La majoria d'aquests factors són històries ingènues, basades en teories també ingènues i no contrastades. Una vegada que esdevenen de domini públic, les bombolles adquireixen proporcions monumentals a través de mecanismes amplificadors que es retroalimenten (*feedbacks*), com ara el *feedback* del preu al preu; el del preu al PIB i de tornada al preu; el del preu als beneficis corporatius i de tornada al preu; el del preu als estàndards dels préstecs i de tornada al preu, etcètera.

“Les enquestes a inversors mostren que les accions cotitzades són la millor inversió davant de qualsevol altra”

Des d'aleshores, les enquestes a inversors mostren que les accions cotitzades són la millor inversió davant de qualsevol altra. Una cosa semblant succeeix amb els preus dels habitatges després d'anys de caiguda dels preus. De sobte, es crea un mecanisme de retroalimentació que fa que hi hagi una coincidència en què la millor inversió possible és en habitatges, com va passar als EUA després de la gran crisi financera, per la qual cosa, immediatament, el preu de l'habitatge es dispara.

Un altre exemple real mostrat per Shiller (2015) és que la confiança de l'inversor institucional tendeix a ser més elevada que la de l'inversor individual, però si la de l'institucional repunta, la de l'individual acaba també repuntant. Així mateix, mostra com també hi ha una retroalimentació en les caigudes de la borsa, ja que sempre hi ha la confiança que cal comprar en el moment més baix de l'índex, la qual cosa, finalment, evita que continuï caient.

És a dir, la revolució d'aquesta “psicologia del comportament”, a partir dels anys 90, està basada en la sociologia d'Emile Durkheim (1893), en la memòria col·lectiva de Maurice Halbwachs (1925), en la psicologia social d'Irving Janis (1971) i, més recentment, en la teoria prospectiva (*prospect theory*) d'Amos Tversky i Daniel Kahneman (1979), que han esdevingut una “epidèmia social”, gràcies als mitjans de comunicació i a Internet.

Així mateix, han aparegut la biologia poblacional, l'epidemiologia i l'anomenada neuroeconomia, que intenten explicar com funciona la presa de les decisions humanes, és a dir, l'habilitat de processar múltiples alternatives i acabar seleccionant un curs d'acció determinat. Aquesta especialització de la neurociència estudia la conducta econòmica per entendre millor la funció del cervell i estudia el cervell per desenvolupar models teòrics sobre la conducta de les persones (G. Lowenstein, S. Ricks i J. Cohen, 2008). Entre d'altres, l'excés de confiança, d'il·lusió, de raonament inconseqüent o d'inatenció racional de Christopher Sims (2003). L'egoisme, l'excés d'identitat, l'ancoratge en la primera informació rebuda o l'heurística representativa d'Amos Tversky i Daniel Kahneman (1972).

Segons Robert Shiller (2015) hi ha altres efectes que, entre el 1982 i el 2000, han precipitat aquestes tendències, com ara la web mundial, el triomfalisme, la cultura afavoridora de l'èxit en els negocis, la reducció dels impostos sobre els guanys de capital als EUA, el *baby-boom*, la considerable expansió dels mitjans de comunicació, les anàlisis optimistes –que resulten sempre més atractives–, els plans 401(k) als EUA, el gran creixement dels fons d'inversió, la caiguda de la inflació, l'augment del comerç i el ressorgiment de les oportunitats de joc.

A més, Shiller assenyala que, més recentment, han aparegut la nova teoria de la societat de propietaris i el *Greenspan put*, que, davant de cada caiguda de la borsa dels EUA, augmentava ràpidament la liquiditat per evitar-la. Tanmateix, han desaparegut la web mundial després de l'esclat de la bombolla de les punt com, el 2000; el canvi de republicans a demòcrates quan ambdues cambres, Congrés i Senat, van acabar en mans dels demòcrates entre el 2008 i el 2014, i, finalment, la desaparició de Deng Xiaoping el 1997 i de Boris Ieltsin el 2007.

En tot cas, segons Shiller, hi ha innovacions que el sector privat ha anat desenvolupant i que poden millorar notablement la resistència a la retroalimentació d'aquestes potencials bombolles que exploten, com ara les següents a l'hora de compartir el risc en el finançament dels habitatges: amb hipoteques l'apreciació de les quals es comparteix, amb associacions per compartir en el mercat de l'habitatge, amb hipoteques contínues, amb associacions per compartir la responsabilitat de les hipoteques, amb hipoteques lligades als preus de l'habitatge i amb altres contractes per compartir riscos de deute. Així mateix, amb la utilització dels mercats de derivats per als riscos dels preus dels habitatges i altres riscos macro, com ara rendes ocupacionals. A més, es poden utilitzar assegurances sobre els canvis de valor de l'habitatge i assegurances de vida lligades als índexs de les rendes salarials. Hi ha també el mercat d'emissions de deute sobirà lligades al PIB i emissions d'accions lligades al PIB, acords per compartir el risc intergeneracional en la Seguretat Social i noves unitats de mesura avalades pels governs com a cistelles i unitats de foment.

Finalment, s'estan utilitzant avui dades massives (*big data*) per a la gestió del risc, sistemes impositius d'indexació de la desigualtat i pressupostos millorats perquè les agències reguladores puguin lluitar millor contra els “fraus per a ximplés”. Esperem que aquestes noves tendències que venen dels EUA s'apliquin a Europa com més aviat millor. ■

SOBRE ELS ESTATS UNITS I LES PERSPECTIVES GLOBAIS¹

Nouriel Roubini

Universitat de Nova York

i president de Roubini Global Economics

El primer comentari que hauria de fer a l'inici és que he estat franc sobre el fet que crec que tindrem una recessió, però en cert sentit això xoca amb l'evidència acadèmica. Prakash Loungani ha fet alguns dels treballs capdavaners en aquest sentit, en mostrar que els pronosticadors solen ser bastant dolents, o dolentíssims en realitat, a l'hora de preveure una recessió. Ell va escriure un article el 2001 que arribava a la conclusió següent: "L'història de fracassos de predicció d'una recessió és pràcticament immaculat". Així que, atès que jo diria que no soc un pronosticador professional, és possible que jo ho faci bé. Potser aquesta és la manera en què ho justifico. La conjectura en l'article de Prakash era que generalment els pronosticadors, mercès a una sèrie de biaixos professionals, tendeixen a

ser essencialment massa optimistes i, per tant, quan hi ha un gran punt d'inflexió del cicle econòmic, tendeixen a no veure'l. Així que tal vegada el fet de no ser un pronosticador professional em permetrà acabar dient alguna cosa correcta.

Resum dels principals punts de la xerrada

Tot seguit resumiré els punts principals aquí, just al principi, i després hi entraré amb una mica més de detall. Aquests són essencialment els cinc punts que he formulat aquests darrers temps.

- U: hi ha el risc que la desacceleració del creixement dels Estats Units que estem observant ara, aquest any, acabi en una recessió a principis del proper any. Així que tindrem un aterratge forçós en lloc de l'aterratge suau que la majoria de la gent es pensa. El consens continua sent d'un aterratge suau.
- Dos: argumentaré que la Fed alleujarà les taxes d'interès en algun moment d'aquesta tardor o hivern, ja que hi ha més senyals sobre la recessió, però aquest alleujament no evitarà la recessió. La recessió tindrà lloc independentment de l'alleujament de la Fed.
- Tres: hi ha l'opinió que, si els Estats Units entren en una lleu desacceleració o en una de greu, la resta del món podria desvincular-se'n, amb la recuperació del creixement d'Àsia i d'Europa mentre els Estats Units desacceleren. Per diverses raons crec que el món no es desvincularà d'un aterratge for-

1 Traducció de la transcripció del seminari impartit al Fons Monetari Internacional el 7 de setembre de 2006.

ços dels Estats Units. Com diuen, quan els Estats Units estenen, la resta del món es refreda. Jo crec que fins i tot quan els Estats Units es ralentinzen el món es refreda.

- Quatre: la meua anàlisi té implicacions també per als mercats. Els actius de risc tindran un rendiment inferior als Estats Units i a la resta del món, i no només als mercats de renda variable sinó també en productes bàsics i d'altres.

- Cinc: el punt final és sobre la insostenibilitat del dèficit en el compte corrent dels Estats Units; el risc que essencialment en algun moment els estrangers estiguin menys disposats a finançar els Estats Units. En la història que els explicaré avui els xocs en l'economia porten a l'esgotament del consumidor, però també poden desencadenar que els estrangers s'allunyin dels actius en dòlars.

Així que aquests són els cinc punts principals. Jo diria que el primer és el fonamental perquè, si es creuen el primer, llavors els altres deriven més o menys lògicament d'aquest.

Tres forces a la baixa i l'esgotament del consumidor als Estats Units

Quines són les tres principals forces a la baixa en l'economia dels Estats Units que al meu entendre desencadenaran aquesta recessió –primer una greu desacceleració i després una recessió–?

- La primera és la fallida del sector de l'habitatge. Anomenar-ho caiguda o aterratge suau en aquests moments és massa educat. Quan es miren tots els indicadors de l'habitatge –no els enumeraré tots–, estan tots baixant molt fortament en picat. Ara també hi ha evidència que els preus de l'habitatge estan caient per primera vegada des de la dècada de 1930, i els preus de futurs també reflecteixen ara una expectativa de caiguda de preus.

- El segon punt és que hem tingut els últims anys un xoc de preus de l'energia. Com sabem, això té potencialment efectes estagflacionaris sobre l'economia. L'augment del preu del petroli és una font potencial d'inflació i el fet de ser un impost sobre la renda també té efectes negatius sobre el creixement.

- El tercer factor a la baixa són els efectes retardats dels augments dels tipus d'interès de la Fed. Com vostès saben, els tipus d'interès dels fons de la Fed han pujat de l'1% fins al

L'augment del preu del petroli és una font potencial d'inflació i el fet de ser un impost sobre la renda també té efectes negatius sobre el creixement

5,25% els últims tres anys, i fins i tot els tipus a llarg termini han estat pujant durant l'últim any. Han caigut una mica les últimes setmanes amb l'expectativa de desacceleració, però són significativament més alts del que eren. L'any passat el debat va ser sobre l'enigma dels bons o el que l'impulsa. Avui dia els tipus han pujat prop de cent punts bàsics, fins i tot en l'extrem llarg de la corba de rendiment.

Així que existeixen aquestes tres forces a la baixa, i argumentaré que forces similars van estar presents també en recessions anteriors.

Aquestes forces a la baixa essencialment al meu entendre estan provocant l'esgotament del consumidor. No només els consumidors nord-americans estan afectats pels xocs de l'habitatge, el petroli i els tipus d'interès, sinó que també s'han enfrontat a salaris reals estables o a la baixa, i un creixement del sector de l'ocupació relativament mediocre els últims mesos. Els consumidors dels Estats Units han tingut durant alguns anys zero estalvis agregats, per la qual cosa estan consumint més que els seus ingressos. Tenen ràtios de deute relativament altes, crèdits al consum, targetes de crèdit, hipoteques d'habitatge, etcètera. I ara també tenen elevades i creixents ràtios de servei del deute, ja que els tipus d'interès han anat pujant i s'han revaloritzat les seves hipoteques d'interès variable i etcètera. Per tant, no és d'estranyar que els últims indicadors de la sensació de seguretat dels consumidors caiguin bruscament. El consumidor es troba en un estat d'ànim relativament baix o baixíssim perquè aquests xocs es produeixen en una situació en la qual hi ha vulnerabilitats subjacents.

Comparació amb les recessions passades

Fem ara un cop d'ull al passat perquè crec que és interessant comparar el passat amb el present per esbrinar el que podria succeir a continuació.

Comencem amb la recessió del 2001: quines en van ser les causes? En primer lloc, el més important, la bombolla de la

borsa tecnològica que havia portat a la sobreinversió en béns tecnològics va esclatar. Hi va haver una bombolla de preus, que va portar a la sobreinversió i a una capacitat augmentada i, després, va seguir l'esclat de la inversió.

En segon lloc, també vam tenir un minixoc del petroli. El petroli estava pujant des de les desenes baixes fins a les desenes altes. L'any 2000 va ser el començament de la segona intifada entre israelians i palestins i altres tensions a l'Orient Mitjà. Així que hi va haver una mena de xoc del petroli.

I després, en tercer lloc, la Fed va ajustar els tipus d'interès entre els anys 1999 i 2000 en 175 punts bàsics, amb la taxa dels fons federals que va arribar fins a 6,5.

Un punt crucial aquí és que ara sabem que el punt àlgid del cicle econòmic va ser el març del 2001, sis mesos abans de l'11 de setembre, per la qual cosa l'11S certament no va causar la recessió. És possible que l'empitjorés durant un temps, però en realitat el fons de la recessió va ser dos mesos després de l'11 de setembre, per la qual cosa l'11 de setembre va tenir un efecte marginal i temporal.

Vegem ara la recessió prèviament al 1990-1991. Allà, una altra vegada, hi va haver essencialment una bombolla immobiliària –béns immobles d'ús comercial en lloc de per a l'habitatge– i, llavors, un esclat, que va portar després a la crisi bancària de les *savings and loans*. Això va portar a una crisi creditícia en el sistema bancari.

També hi va haver un ajustament monetari per part de la Fed per contrarestar la pressió inflacionària que hi havia hagut a la fi dels 80. I un xoc del petroli que va seguir a la invasió iraquiana de Kuwait. Una vegada més, el punt àlgid del cicle econòmic va ser el juny del 1990 abans de la invasió, que va tenir lloc l'agost. Però certament aquest xoc va exacerbar la recessió econòmica.

Gravetat de la propera recessió

He estat argumentant no només que hi haurà una recessió el proper any, sinó també que aquesta recessió serà més greu que la que vam tenir el 2001, que va ser relativament suau (només dos trimestres). Tanmateix, no va ser lleu pel que fa al xoc que va tenir en l'ocupació: durant dos anys, posteriorment a la recessió, hi va haver pèrdua de llocs de treball. Així que va ser una recuperació de la pèrdua de llocs de treball, primer, i després, durant un temps, va continuar sent una re-

“Els estalvis han estat negatius, i l'única manera que es pot consumir més del que s'ingressa és reduint els actius o augmentant els passius”

cuperació sense millora de l'ocupació; només després del 2005 el creixement en l'ocupació va ser significatiu.

Per què penso que la propera recessió serà més greu?

Primer, perquè penso que els efectes de l'esclat de l'habitatge seran més grans que els de l'esclat de la tecnologia, per les raons que els explicaré en uns minuts.

En segon lloc, el petroli està més a prop de 70 [dòlars per barril] que de 20. I diré per què és important això.

I la Fed s'ha ajustat en més de 175 punts bàsics del que va fer abans de l'última recessió. Per descomptat, la principal advertència aquí és que el que importa no és només el canvi, sinó també el nivell, tant en termes nominals com reals. En aquells moments, el punt àlgid va ser del 6,5%, ara és del 5,25% i, en termes reals, es podria fins i tot argumentar que els tipus reals d'avui són potser més baixos del que ho eren el 2000 atès que la inflació és lleugerament superior. Per tant, són advertències rellevants, però l'ajustament monetari ha estat significatiu. No tenim la liquiditat que teníem fins fa dos anys.

Permetin-me que expliqui el perquè de la importància que el petroli avui dia estigui a 60 o 70, quan no importava quan anava augmentant cada vegada més, per exemple el 2004-2005. Hem vist que el petroli va passar de 10 a 20, després a 30 i després a 60. La gent estava preocupada per una desacceleració, i això no va succeir, així que per què hauríem de preocupar-nos pels preus del petroli? Potser podríem viure amb el petroli a 70 o fins i tot més alt.

Crec que les raons per les quals no vam tenir una desacceleració llavors, malgrat els creixents preus del petroli, van ser dues. Una era que els preus del petroli eren alts a causa de la forta demanda del creixement econòmic global a l'Índia, la Xina, els Estats Units i d'altres. I, dos, mentre va haver-hi un xoc del petroli, les condicions monetàries van ser molt fàcils.

Al cap i a la fi, fins fa dos anys els tipus d'interès eren de l'1% a curt termini, i l'habitatge era molt efervescent.

Avui dia, en canvi, els preus del petroli són elevats, en part, a causa d'una mena de restriccions en el subministrament; no hi ha molt excés de capacitat. I hi ha aquests xocs geopolítics: un dia és l'Iraq, l'endemà és l'Iran, l'endemà és Veneçuela, l'endemà és Rússia o Nigèria. La situació, doncs, es veu bastant lletja en termes de subministrament.

Així que ara mateix tenim un triple cop. En el passat el petroli estava alt, però els tipus eren baixos i el mercat de l'habitatge era efervescent. Avui el sector de l'habitatge ha esclatat, els preus de petroli són alts i els tipus d'interès han augmentat, en pujar fins al 5,25%. Per això crec que, aquesta vegada, el xoc del petroli importa més del que ho faria en condicions diferents.

L'esclat del sector de l'habitatge vs. l'esclat del sector de la tecnologia

Per què crec que un esclat del sector de l'habitatge serà més greu pel que fa a les seves macroimplicacions que l'esclat del sector de la tecnologia?

Afirmo que els efectes directes d'una caiguda de la inversió residencial seran similars o més grans que la caiguda de la inversió de béns tecnològics del 2000-2001. Al pas que estem observant ara mateix, podria ser que la inversió residencial caigués entre aquest any i el proper any al voltant del 2% del PIB. Això és similar a la caiguda directa de la inversió en béns tecnològics durant els dos anys anteriors a la recessió prèvia.

Per descomptat, la gent diu que l'habitatge és només el 6% del PIB, mentre que el consum n'és el 70%. Així que una recessió ha de basar-se no només en l'efecte directe de l'esclat de l'habitatge, sinó també en els efectes indirectes. Permetin-me esmentar-ne tres.

- En primer lloc, crec que els efectes indirectes són importants, ja que els efectes de la riquesa de l'habitatge són més alts perquè, a diferència de les accions del sector tecnològic, l'habitatge és una fracció significativa de la riquesa d'una llar. L'any 2000 va haver-hi la gran bombolla de les accions del sector tecnològic. Aquestes accions estaven a mans d'un grup de gent a Silicon Valley, *day traders* i algunes llars, tot i que el consumidor mitjà no les tenia de manera general. Però,

com sabem, al voltant del 50% de la riquesa de les famílies avui dia és l'habitatge.

- En segon lloc, l'altre punt que és rellevant aquí és que els estalvis han estat negatius, i l'única manera que es pot consumir més del que s'ingressa és o bé reduint els actius o bé augmentant els passius. No hi ha molts actius líquids que les famílies dels Estats Units puguin reduir perquè la meitat de la riquesa està compromesa en plans d'estalvi a llarg termini i l'altra meitat és essencialment il·líquida en l'habitatge. Per tant, l'única manera de fer que la riquesa sigui líquida és utilitzant casa teva com el teu propi caixer automàtic, i això és exactament el que ha succeït els últims anys. L'any passat es van retirar o extreure gairebé 800.000 milions de dòlars de capital de l'habitatge. D'aquestes quantitats, gairebé 200.000 milions de dòlars van ser per al consum, uns altres cent van ser per a millores de casa i la resta, essencialment per a balanços financers –reduir el deute de la targeta de crèdit– i etcètera. Ha estat crucial retirar capital de l'habitatge per poder sostenir aquesta despesa i consum excessius sobre els ingressos. Si aquest efecte desapareix, perquè els preus de l'habitatge s'anivellen i després cauen, llavors hi haurà un problema significatiu per mantenir el consum.

- La tercera raó per la qual crec que l'esclat de l'habitatge serà més important que l'esclat tecnològic és que el sector de la tecnologia no era molt intensiu en treball. Hi havia feines d'alta qualificació i alt valor agregat en el sector de la tecnologia, mentre que el creixement de l'ocupació en l'habitatge ha estat molt més important. He estimat que entre el 30 i el 40% de l'augment de l'ocupació des del 2001 ha estat a causa de l'habitatge directament o indirectament. Així que la caiguda de l'habitatge tindrà un efecte molt més significatiu sobre l'ocupació.

Per què l'alleujament de la Fed no pot prevenir una recessió?

Fins i tot si la meua anàlisi fins ara és correcta, la pregunta és si realment podem predir quan començarà la recessió. Tal com va demostrar Prakash Loungani, és molt difícil, i moltes altres evidències també suggereixen que encertar les corbes del cicle econòmic no és fàcil. No és fàcil fer-ho d'hora, sobretot perquè sabem que les crisis són sovint molt sobtades i ràpides.

Prenem com a exemple el 2000. L'economia creixia com boja, fins al segon trimestre s'estava sobreescalfant, amb un

creixement del 5%, i la Fed estava preocupada per la inflació. I arribat el quart trimestre, la taxa de creixement va arribar fins a zero, i el primer trimestre del 2001 vam tenir la recessió. Així que, essencialment, la recessió va ser molt ràpida, inesperada, i va ser dirigida per l'esclat de la tecnologia, juntament amb els altres dos xocs que he esmentat.

El punt interessant aquí és, una vegada més, que la Fed va fallar completament tant a predir com a reaccionar ràpidament a la recessió perquè no esperaven que la recessió tingués lloc. Fins i tot si tornéssim a mirar les actes del Comitè Federal del Mercat Obert (FOMC per les sigles en anglès) de setembre-novembre del 2000, essencialment la Fed continuava estant preocupada més per la inflació que per la desacceleració del creixement, i encara tenien al novembre un biaix restrictiu. Per descomptat, després d'això les vendes de Nadal van arribar a finals del 2000 i van ser un desastre total. Els mercats es van obrir després de Nadal el 2 de gener, el Nasdaq es va esfondrar, a la Fed li va entrar el pànic i aquell mateix dia –entre les reunions del FOMC per primera vegada en anys– van decidir retallar els tipus d'interès. Així que això és el que va passar. El canvi va trigar sis mesos i la Fed ho va fer del tot malament.

En la situació actual, fins i tot si la Fed comencés a alleujar per evitar una recessió, al meu entendre no impedirà la recessió. Per què? Una vegada més, mirin l'any 2000. La Fed essencialment va deixar d'ajustar-se sis mesos abans que comencés la recessió, el juny del 2000, i després es va alleujar molt agressivament tan aviat com hi va haver senyals del començament de la recessió.

Però, per què llavors la Fed no va poder evitar la recessió? Perquè essencialment va haver-hi un excés de béns de capital. La Fed va reduir els tipus d'interès del 6,5 fins a l'1% entre el 2001 i el 2004, i la inversió real va caure un 4% del PIB entre el 2000 i el 2004. Va haver-hi un enorme excés de béns de capital i, si es té aquest excés, s'ha de resoldre (els tipus d'interès no importen efectivament).

El que està succeint en l'actualitat, en canvi, és que en lloc d'un excés de productes de tecnologia, tenim un excés d'habitatges, i també un excés de béns de consum duradors. Per què els béns de consum duradors? Perquè un munt de béns duradors són essencialment coses com ara electrodomèstics i mobles, que estan altament correlacionats amb l'habitatge. I les vendes d'automòbils, que s'han estimulat a través d'un munt

d'incentius, per la qual cosa hi ha massa cotxes en relació amb la necessitat. Així que tenim un excés tant en l'estoc d'habitatges com de béns de consum duradors. Fins i tot si la Fed fora a alleujar –i, com he dit, crec que la Fed ho farà a la tardor o a l'hivern un cop hi hagi un senyal més fort de recessió–, no evitarà la recessió, exactament per la mateixa raó per la qual l'alleujament de la Fed no va funcionar el 2001. Sempre que hi ha un excés, ja sigui de béns de capital, habitatge o béns duradors, la demanda d'aquests béns es torna insensible als tipus d'interès fins que l'excés es resol. Essencialment, en aquesta situació, alleujar és com empènyer una corda, no té cap efecte.

És per això que crec que, en aquest punt, és més aviat tard, i el que està fent la Fed no comportarà una gran diferència. Podria alleujar una mica la desacceleració o la recessió, però no les impedirà. Si entrem en una recessió, hi entrarem independentment del que la Fed pugui fer a partir d'ara.

Els mateixos errors es van cometre en el passat. Quan la Fed va començar l'alleujament el 2001, durant un temps tothom va començar a dir que tindriem un aterratge suau, que evitariem una recessió. Fins i tot el març del 2001, el 95% dels economistes encara no preveia cap recessió per al 2001. Però la recessió va començar el març del 2001. Així que l'esperança que la Fed vindria al rescat no va funcionar llavors, i no crec que funcioni aquesta vegada.

Poden uns altres components de la demanda agregada prendre el relleu? Si ens fixem en els components de la demanda agregada, veig que els senyals són exactament els que considero preocupants. Tenim les xifres del PIB del segon trimestre, així que sabem què està succeint en la demanda agregada.

- La inversió residencial està caient a una taxa anualitzada de 9,8, i penso que ara tothom opina que caurà a un ritme molt més alt els propers trimestres. La meva estimació és que podria caure durant els propers dos o tres trimestres a una taxa anualitzada del 20% o més. Aquesta és la primera observació. Així, doncs, hi ha un esclat en l'habitatge. Això està bastant clar en aquest punt. Crec que s'ha demostrat que aquells que argumentaven que hi hauria un aterratge suau en l'habitatge estaven equivocats.

- En segon lloc, quan s'observen els components del consum, ja es veu que el consum durador no està creixent en absolut. Essencialment és pla. Això de nou es correlaciona

“En l'actualitat, en lloc d'un excés de productes de tecnologia, tenim un excés d'habitatges i també de béns de consum duradors”

amb l'esclat de l'habitatge. Es troba en automòbils, en mobles, en electrodomèstics. Aquest és el vincle directe.

● En tercer lloc, els inventaris estan a l'alça perquè el creixement de les vendes s'ha estat desaccelerant i la producció no ha disminuït encara. Hi ha l'acumulació d'inventaris típica. I en realitat la revisió de la variació del PIB de 2,5 a 2,9 va ser deguda, en part, a aquest ajust d'inventari. Si ens fixem en el creixement de les vendes en comptes del creixement del PIB, el creixement de les vendes ara és de fins al 2,3%, no el 2,9%. Així que crec que de nou és a la baixa. Un cop l'ajustament de l'inventari comença, llavors s'ha de retallar la producció, i ho veurem la segona meitat d'aquest any.

● En quart lloc, les exportacions netes ja no són un obstacle per al creixement com ho han estat durant els últims anys, però tampoc no són realment un estímul. Ningú no creu realment, atès el que ha succeït amb el dòlar, que hi haurà una millora radical ara com ara en la balança comercial. Així que aquesta no arrossegirà i no serà realment un estímul. I la meua opinió és, en realitat, que la millora de la balança comercial real podria ser un senyal un altre cop d'una desacceleració econòmica. Generalment sabem que, quan l'economia està a l'alça, el compte corrent tendeix a empitjorar, mentre que en recessió tendeix a millorar. El fet que ara les importacions siguin estables, prop d'un creixement zero, és un senyal que la desacceleració és a prop. Així que, per a mi, és un senyal que en realitat les coses estan empitjorant.

● El consum públic és feble o gairebé pla. No s'aprecia cap moviment per aquesta part i no se'n pot esperar molta demanda.

● La inversió no residencial omplirà el buit a mesura que disminueixi el consum d'habitatge? Aquest és l'argument que molts han fet servir. Però si ens fixem en les xifres del segon trimestre, la inversió real en equipament i *software* va caure. És cert que les empreses avui dia són molt rendibles. El repartiment dels beneficis ha estat elevat, a un nivell sense precedents, i disposen de molta liquiditat. Però hi ha una mena de vaga d'inversió

perquè essencialment les empreses tenen una gran quantitat de beneficis, un munt de diners en efectiu, però miren la demanda futura, de la construcció i el consum, etcètera, i en veuen l'excés. Ells veuen que, essencialment, no hi ha gaire creixement de la demanda. En tot cas, hi ha una desacceleració, així que per què cal augmentar la capacitat en una situació en què s'espera una desacceleració de l'economia? Per descomptat, si no hi ha motius per invertir més, el que succeeix és que, en lloc d'invertir aquests diners, els estan distribuint entre els accionistes. Hi ha hagut l'últim any, aproximadament, la millor bonança de recompra d'accions en la història dels Estats Units. Estem parlant de centenars de milers de milions de dòlars. Si les empreses tinguessin alguna oportunitat de fer inversions productives, en lloc de retornar els diners als accionistes, farien servir aquests diners per a alguna activitat productiva. I això no està succeint. Crec que és un senyal de les preocupacions del sector corporatiu quan mira endavant.

Indicadors informals i formals del risc de recessió

La meua anàlisi s'ha basat en un tipus d'observacions circumstancials. No soc un pronosticador professional i no utilitzo un model macro global de grans dimensions. Tot i així vaig dir que la probabilitat d'una recessió era del 70%. Si em pregunten d'on vaig obtenir aquesta xifra: simplement del meu nas, seré molt honest sobre això. Crec que dir del 50% és de covards, significa que no s'està segur. Així que si es té el coratge de creure que hi haurà una recessió, cal dir un valor més alt que aquest, i aquí és d'on ve el 70%.

Així que el meu model és com una “prova d'olor”² o una “prova de l'ànec”:³ si sembla una recessió i es mou com una recessió i rauca com una recessió, hauria de ser una recessió. O podem pensar-hi com si fos la famosa “prova de l'obscenitat”, em refereixo al Tribunal Suprem de Justícia, quan va dir: “No puc definir l'obscenitat o la pornografia, però les reconec quan les veig”. Així, doncs, veig una recessió que es basa en aquesta anàlisi i es basa en informació i evidència històriques.

Però, per descomptat, hi ha indicadors més formals d'un risc de recessió. Algunes persones, Jonathan Wright a la Fed, per

2 Smell test, en anglès, un mètode informal per determinar si una cosa és autèntica, creïble o ètica fent servir el sentit comú personal.

3 Duck test, en anglès, terme humorístic que es refereix a un mètode de raonament que sosté que una persona pot identificar un subjecte desconegut observant les característiques habituals d'aquest subjecte.

exemple, han estat analitzant la corba de rendiment de la inversió. Si s'insereixen les xifres en l'equació de la corba de rendiment, s'obté una probabilitat del 44% d'una recessió. Hi ha una sèrie d'indicadors anticipats que estan mostrant afebliment, fins i tot si encara no mostren una alerta vermella, sinó només una alerta groga.

Hi ha també índexs anticipats més sofisticats, com els que Anirvan i els seus col·legues han desenvolupat a l'ECRI (Economic Cycle Research Institute), i també estan mostrant algunes febleses, però ell mateix explicarà més sobre el que diuen aquests models. Així que certament els indicadors formals estan mostrant una probabilitat creixent d'una desacceleració, però encara no una alta probabilitat de recessió.

Permetin-me fer aquí un matís relacionat amb les conjectures que es poden desprendre del que la Fed ha estat fent recentment. S'han aturat, i el seu argument ha estat que, mentre la inflació està una mica per sobre del seu interval objectiu de comoditat de l'1 al 2%, augmentarà durant un temps i llavors caurà a la meitat de l'interval. Però si ens fixem en els models macro que han estat utilitzats per la Fed i altres persones, per exemple Larry Meyer a MacroAdvisers, basat en un sofisticat enfocament de la corba de Phillips ampliada o en un enfocament diferent, no hi ha manera que es pugui obtenir una caiguda tan forta en la inflació fins al centre de l'interval a no ser que la taxa d'atur augmenti considerablement, prop d'un 6%, la qual cosa significaria essencialment una recessió. Així que la meua lectura és que o bé la Fed no creu en el seu pronòstic que la inflació caurà –però això seria imprudent, i no crec que Bernanke o la resta del FOMC siguin un colom de la inflació–, o bé realment creuen en el seu pronòstic d'inflació, però estan assumint una desacceleració més alta de l'economia del que oficialment diuen en públic.

Essencialment, qualsevol tipus de model macro bàsic dirà que no es poden tenir ambdues coses. O es creu que la inflació caurà perquè hi ha una recessió o un avís d'aterratge forçós, o bé s'ha d'augmentar el pronòstic d'inflació. No té sentit creure que hi haurà un aterratge suau amb un creixement proper al 3% i que la inflació subjacent tornarà a ser de l'1,5%. Així que crec que o bé hi ha una petita contradicció aquí o bé la Fed està més preocupada per la magnitud de la desacceleració del que diu en públic.

Ara, perquè crec que tindrem una recessió lletja, actualment em preocupa menys que a d'altres, potser fins i tot que el Fons,

El consumidor nord-americà, quan la situació es torna crítica, demana més préstecs. No retalla el consum i continua acumulant deute

el risc d'inflació per als Estats Units. Crec que durant la recessió els preus dels productes bàsics s'enfonsaran, hi haurà una enorme distensió en el mercat de treball i una desacceleració dels salaris –totes les raons estàndards de per què, malgrat els alts preus del petroli, no tindrem una inflació més alta, llevat, per descomptat, d'un xoc addicional del petroli per raons geopolítiques. Per tant, a part d'això, tots els preus dels productes bàsics –incloent-hi el petroli– cauran durant la desacceleració, per això em preocupa menys la inflació que a d'altres.

Aterratge suau

Per descomptat, hi ha tot un seguit d'arguments a favor de l'aterratge suau que se senten tots els dies. El consens del mercat és que hi haurà un aterratge suau.

El primer argument és que s'ha demostrat que tots aquells que han estat colpejant el consumidor nord-americà estaven repetidament equivocats. El consumidor sempre ha demostrat ser molt més resistent. Quan la situació es torna crítica, demana més préstecs. Si ha de fer alguna cosa, no retalla el consum i continua acumulant el deute de les targetes de crèdit.

Algunes persones diuen que els preus del petroli ara estan caient per sota dels 70 dòlars el barril, i això és una bona notícia. Algunes persones diuen que l'efecte riquesa de la caiguda de l'habitatge serà modest. Diuen que encara hi ha diversos trillions de dòlars del patrimoni de l'habitatge sense explotar i que la gent pot demanar prestat. Algunes persones suggereixen que la generació d'ingressos continua sent força sòlida, tant mitjançant l'ocupació com a través dels salaris reals.

Un altre argument que s'ha esgrimit és que les condicions monetàries i creditícies no són tan ajustades, i els tipus a llarg termini en realitat han estat caient les últimes setmanes. Així que hi ha evidències d'un cert alleujament.

I, finalment, la gent ha dit que la història demostra que cal una crisi creditícia per provocar una recessió, i ara tenim un ajust monetari, però no tenim una crisi creditícia.

M'agradaria aprofundir sobre aquest últim argument. Podem tornar més endavant als altres arguments, però crec que aquest és important.

La pregunta que vull fer és: cal una crisi creditícia o monetària per a una recessió? La meua resposta és: no necessàriament. La primera observació que faig aquí és que ja hi ha hagut un ajust, un 4,25% a l'extrem curt i cent punts bàsics a l'extrem llarg. Així que ja no estem enmig d'aquest fangueig de liquiditat. En segon lloc, és cert que, quan es miren les enquestes, les condicions de subministrament de crèdit no s'han endurit. No es veu cap senyal d'un ajust real d'estàndards i de prestats per part dels bancs per a l'habitatge o el que sigui. Però veiem certament que la demanda de crèdit, especialment en l'habitatge, està començant a caure, per tant és una caiguda de la demanda de crèdit, no una crisi creditícia.

Crec que el punt crucial consisteix en el fet que no cal realment un ajustament creditici perquè hi hagi un esclat de l'economia. L'any 2000, l'esclat del sector tecnològic es va produir sense una crisi creditícia. Correcte? No va ser perquè la Fed apugés el tipus al 6,5, és només que hi havia una bombolla i en algun moment la gent es va adonar que les seves punts com no valien res. I quan van decidir que era una bombolla, aquesta va esclatar; el rendiment d'aquesta inversió va resultar ser molt més baix del que s'esperava anteriorment i, per tant, vam tenir un esfondrament de la inversió. Així que una vegada que va esclatar la bombolla, va haver-hi un període de subinversió per resoldre l'excés de capacitat. Això pot succeir sense que calgui cap mena de crisi creditícia o crisi monetària. Per descomptat, cert ajustament monetari podria ser, essencialment, el punt d'inflexió per punxar la bombolla, però no cal realment una crisi creditícia molt greu per aconseguir aquest tipus de cicle. Cada vegada que hi ha un esclat que ve d'una bombolla que va malament, pot haver-hi una caiguda significativa en la inversió immobiliària, independentment dels tipus d'interès.

Avui penso que el mateix succeeix essencialment amb l'habitatge. Una vegada que l'esclat de la bombolla immobiliària es produeixi, hi haurà una caiguda en els preus, una caiguda en la demanda de crèdit. Per descomptat, en aquest punt –després que la crisi hagi ocorregut en el sentit de la caiguda de l'activitat econòmica real en el sector de l'habitatge– es produiran alguns ajustos crediticis perquè hi haurà quantitats creixents de morositat, incompliments i execucions hipotecà-

ries. El mateix va succeir amb la crisi de les *savings and loans*. Primer tens la bombolla, després l'esclat, totes aquestes propietats es van quedar potes enlaire, i així, en aquest moment, hi ha la crisi creditícia perquè la Fed va decidir aplicar mà dura i va dir "prou d'això". Jo diria que en realitat els reguladors, als Estats Units, han estat relativament laxos durant els últims anys. Han permès totes aquestes coses imprudents, com ara hipoteques de taxa d'interès zero o amortització negativa, coses que eren una bogeria i que no han solucionat gairebé res o res. Així que és la mateixa història que als anys 80.

Essencialment, la qüestió aquí és que l'esclat de la bombolla immobiliària comercial dels anys 80 va conduir a un esclat i, finalment, a una crisi creditícia i a la crisi de les *savings and loans*, que va contribuir a la recessió del 1990. I la meua preocupació avui és que l'esclat de la bombolla immobiliària –no l'hem vist encara– conduirà a problemes bancaris sistèmics més amplis. Començarà amb els prestadors *subprime* –ja tenen problemes a causa dels augments de la morositat i les execucions hipotecàries– i després es transmetrà a altres bancs i institucions financeres de tot el país.

Repercussions financeres de l'esclat de l'habitatge

Això em porta a la pregunta: quins són els riscos financers i bancaris sistèmics de l'esclat de l'habitatge? Això és una cosa que la gent, tot just ara, està començant a pensar. I una de les qüestions importants aquí és: on es concentra el risc de les hipoteques de l'habitatge, vist que hi ha una enorme quantitat de risc hipotecari en aquest moment i milers de milions de dòlars de deute hipotecari?

Crec que, en part, continua sent el sistema bancari el que directament o indirectament suporta aquest risc; directament, perquè una bona part de les hipoteques figura encara en els seus llibres de comptabilitat, i indirectament, perquè van llançar part d'aquest risc hipotecari i van entrar en un intercanvi de valors garantits per hipoteques (*MBS o mortgage-backed security* en anglès), i a la pràctica suporten part del risc a través dels MBS. Una altra part, per descomptat, es va distribuir com a risc a gestors d'actius i fons de cobertura, que sostenen muntanyes d'aquests valors garantits per hipoteques. Aquests gestors podrien tenir problemes i, llavors, les contraparts d'aquests fons de cobertura, que són institucions d'alt palanquejament –en el sentit de *prime brokers* o bancs d'inversió–, també podrien tenir problemes. No es pot descartar

que hi hagi efectes sistèmics si una d'aquestes institucions d'alt palanquejament se'n va en orris.

I, per descomptat, una bona part d'aquest risc creditici està ara en mans de les empreses patrocinades pel Govern (GSE), Fannie Mae i Freddie Mac, que tenen realment milers de milions de milions de dòlars de risc de crèdit hipotecari. A més d'això, per descomptat, també estan suportant el risc de mercat dels canvis en els tipus d'interès. Part del deute d'aquestes empreses patrocinades pel Govern els últims anys ha estat adquirida també per bancs centrals estrangers, de manera que els impactes es podrien transmetre a la resta del món, però la major part encara roman al país, així doncs està en algun lloc del sistema i no crec que s'hagi dispersat gaire.

Per tant, hi ha un risc significatiu que, si ara hi ha un esclat d'habitatge real, aquest no sigui només un xoc sectorial, sinó que condueixi a una recessió en tota l'economia, i la caiguda de l'habitatge podria conduir a un problema sistèmic per al sistema financer. De nou, en la dècada de 1980 la gent va dir que la crisi de les *savings and loans* només era un xoc a escala regional. És així? Que era només a Texas i etcètera. Però es va convertir en un dels factors que van conduir a la recessió nacional i a la crisi de les *savings and loans*, una crisi que va costar als contribuents nord-americans 200.000 milions de dòlars.

La prima que les GSE imposen per proporcionar les garanties es basa en l'experiència històrica basada en el fet que sempre hi ha xocs regionals. Un va ser a Texas, l'altre a Califòrnia, una altra vegada va ser a Boston o a Nova York. Una prima de 20 punts bàsics es fonamenta correctament en taxes d'incompliment que es basen en els xocs regionals. Aquesta vegada penso que tindrem una crisi immobiliària nacional més que no pas sectorial o regional. Els preus no cauen en les dues costes, estan caient fins i tot al Mitjà Oest. Així que els riscos reals, des d'un punt de vista sistèmic, crec que són molt més grans que els que hi havia en el cas de la dècada de 1980, per descomptat, condicionats a tenir una recessió.

L'altre punt que crec que és crucial aquí és que la capacitat de les polítiques macro per evitar una recessió aquesta vegada serà molt més limitada que el 2001. Recordin el que va passar el 2001: hi va haver un alleujament molt agressiu de la Fed i també d'altres bancs centrals. La Fed es va tornar agressiva, reduint els tipus del 6,5 a l'1%, i hi va haver un

alleujament fiscal agressiu –i diria que fins i tot imprudent– d'un superàvit del PIB del 2,5% l'any 2000 a un 3,5 de dèficit el 2004. I, per descomptat, el dòlar va caure dràsticament entre els anys 2002 i 2004, i això també va ajudar. En aquest moment, recordem que l'economista en cap del Fons, Rogoff, va dir que el que havia passat als Estats Units, pel que fa a política macroeconòmica, era la millor recuperació que es podia comprar amb diners, ho va dir sarcàsticament i crec que tenia tota la raó.

Malauradament avui no es pot fer servir el mateix truc. L'alleujament monetari estarà limitat per les pressions inflacionàries que encara hi ha. No crec que puguin reduir els tipus d'interès fins a l'1, vist on som en termes d'inflació (potser 200 punts bàsics és tot el que la Fed pot retallar i això no marcarà una gran diferència). L'alleujament fiscal està limitat pel fet que tenim un enorme dèficit pressupostari, ara estructural. Està millorant de manera cíclica, però empitjorarà un cop entrem en una recessió, i tenir un dèficit encara més alt serà encara més imprudent, per la qual cosa no es pot fer el que es va fer el 2001.

I la caiguda del dòlar crec que és limitada perquè el dòlar ja ha caigut fortament en relació amb les monedes flotants: la lliura, l'euro, el dòlar canadenc. Si la Xina no mou el seu tipus de canvi pel motiu que sigui, llavors la resta d'Àsia no es mourà i, per tant, hi ha límits pel que fa a fins a quin punt pot caure el dòlar en aquestes condicions.

Permetin-me acabar explicant per què penso que la recessió dels Estats Units conduirà a una greu desacceleració la resta del món. No espero una recessió global, crec que serà una desacceleració. Una vegada més, l'opinió de consens avui dia és la d'una "desvinculació" del creixement mundial del creixement dels Estats Units. Hi ha qui diu que hi ha prou impuls en la demanda interna a Àsia –al Japó, a Corea, a la Xina i a l'Índia– que si els Estats Units entressin en una greu desacceleració, aquests països se'n desvincularien. També hi ha qui assenyala Europa –on en aquest moment hi ha més bones expectatives de creixement– i diu que la seva capacitat de recuperació no es basa precisament en les exportacions netes, sinó en la demanda interna. Per tant, el món s'acabarà desvinculant dels Estats Units.

Soc molt escèptic en aquesta qüestió pels motius següents:

- En primer lloc, l'afebliment del dòlar tindrà efectes deflacionaris a la resta del món. Recordin el que va passar el 2004-

Hi ha un risc significatiu que, si ara hi ha un esclat d'habitatge real, no sigui només un xoc sectorial, sinó que condueixi a una recessió

2005: l'euro va passar de 120 a 136 i el creixement, el 2005, a la zona euro va caure a només l'1,2%, així que sí que va tenir un efecte significatiu.

● Segona observació: els vincles comercials amb els Estats Units continuen sent molt importants, tant directes com indirectes. Alguns països depenen directament del comerç amb els Estats Units –la Xina, el Canadà, etcètera– i d'altres, indirectament. Per exemple, hi ha qui diu que l'Amèrica Llatina estarà bé malgrat que hi hagi una desacceleració dels Estats Units perquè no exporten massa béns als Estats Units directament, sinó que principalment exporten productes a la Xina. Però si hi hagués una greu recessió als Estats Units, és segur que la Xina se'n veuria afectada negativament. I si hi ha una desacceleració greu a la Xina, la seva demanda de béns cau i, per tant, l'Amèrica Llatina quedarà tocada. Per tant, aquests són uns importants desafiaments comercials indirectes que també són significatius. O fem un cop d'ull a l'est d'Àsia, que ara potser no ven tan directament als Estats Units, sinó que en la seva majoria exporta components a la Xina: una vegada més, es veurà indirectament afectada per una desacceleració dels Estats Units i de la Xina. Quan el consumidor de primer i últim recurs i el productor de primer i últim recurs desacceleren severament, és a dir, els Estats Units i la Xina, hi ha problemes a la resta del món.

● Tercera observació: el xoc de petroli és tant un xoc per a la Unió Europea, el Japó i Àsia com ho és per als Estats Units, perquè depenen de les importacions de petroli tant, si no més, que els Estats Units.

● Una altra observació: les polítiques monetàries s'estan ajustant a tot arreu. El BCE i el Banc del Japó amb prou feines han començat i, certament, després de l'agitació el maig i el juny, fins i tot els mercats emergents ara s'estan ajustant. Així que aquesta quantitat de liquiditat que existia fa uns anys s'està reduint considerablement. I, com he dit, el paper de les polítiques macro que contrarestin la desacceleració és limitat. El 2001, no només la va reduir la Fed, sinó que el Banc del Japó

va arribar fins a zero i, fins i tot, el BCE va arribar, encara que massa lent i massa tard, al 2%. I tothom va tenir un alleujament fiscal, massiu als Estats Units, i el dèficit del 10% al Japó, i fins i tot a Europa tots van trencar els seus límits de creixement i estabilitat. Aquest cop, la política monetària ha de ser més ajustada, i tothom s'està ajustant a causa de la inflació. I atès el desordre fiscal existent en tot el G7, potser amb l'excepció del Canadà i el Regne Unit, no es pot tenir molt alleujament fiscal. I els canvis en els tipus de canvi són un joc de suma nul·la: el dòlar podria caure molt en relació amb les monedes flotants, però això seria negatiu per a la resta del món.

● Un parell de punts més. U, crec que, si bé la bombolla de l'habitatge és potser més greu als Estats Units que en altres parts del món, coneixem els treballs que algunes persones han fet a la Fed i a l'FMI i en altres llocs i que mostren que també hi ha bombolles immobiliàries a Europa i en altres parts del món. Podem estar en una situació en la qual l'esclat de bombolles de l'habitatge condueixi a una desacceleració en altres parts del món. Dos, una sèrie de mesures en relació amb la confiança que tenen els negocis i els consumidors en altres països també està baixant. Sé que els senyals procedents d'Europa i del Japó són mixtos, se'n poden veure d'optimistes, però crec que també es pot argumentar molt bé que les bases de la recuperació en aquestes dues regions són relativament fràgils i que, essencialment, si hi hagués una desacceleració als Estats Units, aquests països no serien tan forts en termes de demanda interna com la gent es pensa.

● Finalment, els mercats emergents. Per descomptat que van fer un munt de reformes, que van posar les coses en ordre –a escala macroeconòmica, estructural i financera– després de la crisi de l'última dècada, ho sabem tots. Però també van tenir molta sort, admetem-ho. No és així? En una economia mundial en la qual ja hi havia un alt creixement global –s'espera el 5% aquest any–, preus elevats dels productes bàsics i tipus d'interès molt baixos fins fa dos anys, difícilment un mal crèdit se n'anirà en orris. Vull dir, prenem com a exemple un país com l'Equador, fins i tot amb els preus del petroli a 70, ha canviat de president set vegades els últims vuit anys. Llavors, què passaria si el petroli estigués a 40 o a 30 en comptes de 70? En aquest sentit, crec que uns quants d'aquests països realment han obtingut guanys del fet que aquesta condició global hagi estat tan ideal com ha pogut, però un món on el creixement desaccelera, els preus dels productes bàsics cauen i ara l'interès puja, serà dur, i tots vostès saben millor que jo quins

d'aquests països són els més vulnerables. Per descomptat, aquells que tenen una macroeconomia més feble i estan més exposats a vulnerabilitats externes sofriran més a causa de la pressió de les dificultats financeres –per no dir d'una pura crisi– que aquells que tenen millors fonaments.

Conclusions

Per tant, per concloure, la meua opinió és que el risc d'un aterratge forçós és molt alt per a l'economia dels Estats Units. Veig essencialment una recessió per al proper any. Li dono una probabilitat molt alta. Sostinc que l'habitatge d'avui, com l'esclat de la tecnologia el 2000-2001, tindrà un efecte macroeconòmic; no tindrà només un efecte sectorial. Sostinc que els consumidors nord-americans són ara a prop d'un punt d'inflexió ateses totes les vulnerabilitats de les quals he parlat. Sostinc que hi haurà un alleujament de la Fed, per la qual cosa el moviment següent serà una retallada, però no evitarà una recessió. I, finalment, sostinc que la resta del món no podrà desvincular-se dels Estats Units, fins i tot encara que no experimenti una recessió absoluta com els Estats Units. Així que acabaré amb aquesta nota alegre. Gràcies. ■

ALGUNES REFLEXIONS DISPERSES SOBRE ELS MODELS DSGE¹

Jordi Galí

CREI, UPF i Barcelona GSE

Els últims anys, diversos comentaristes han manifestat la seva preocupació i han expressat les seves crítiques sobre l'ús extensiu de models dinàmics, estocàstics, d'equilibri general (models DSGE, d'ara endavant) en macroeconomia.² Les preocupacions dels crítics semblen agreujades pel fet que els bancs centrals no han ignorat completament aquests models, i molts d'ells han desenvolupat els seus propis models DSGE interns i els han utilitzat en exercicis de previsió³ i d'avaluació de polítiques. Si bé algunes de les crítiques estan clarament fora de lloc i reflecteixen una falta de coneixement dels recents desenvolupaments en la matèria, la importància d'alguns crítics i l'atenció dels mitjans de comunicació als punts de vista d'aquests, com-

binades amb l'escepticisme públic generalitzat sobre la utilitat de l'economia, han desvetllat l'examen de consciència entre els macroeconomistes.⁴ Aquesta nota ofereix una mostra dels meus punts de vista (canviants) sobre algunes d'aquestes controvèrsies.

Què caracteritza els models DSGE?

Permetin-me començar amb una pregunta: hi ha alguna cosa inherentment incorrecta sobre l'ús de models DSGE en la macroeconomia? Atesa la naturalesa dels fenòmens macroeconòmics i, en particular, de les fluctuacions econòmiques, és natural que els models desenvolupats per explicar-los siguin dinàmics, estocàstics i d'equilibri general. Els models estàtics necessàriament haurien d'abstreure's de tots els vincles intertemporals i no podrien tractar conceptes centrals com la taxa d'interès, la inversió o els dèficits pressupostaris. Si bé la bibliografia conté alguns exemples de models deterministes de fluctuacions econòmiques, les propietats d'aquests models estan en contradicció amb les de les fluctuacions observades, que tenen un component clarament imprevisible. Finalment, l'ús generalitzat d'una anàlisi d'equilibri general és una conseqüència del reconeixement que els fenòmens macroeconòmics impliquen, per la seva mateixa naturalesa, la interacció d'un

1 Aquest article és una traducció de l'article inclòs a Refet S. Gürkaynak; Cédric Tille (2017). *DSGE Models in the Conduct of Policy: Use as Intended*, Vox CEPR's Policy Portal, [eBook] VoxEU.org.

2 Vegeu, per exemple, Krugman (2009), Stiglitz (2011) i Romer (2016), entre d'altres.

3 Vegeu, per exemple, Smets *et al.* (2010).

4 Vegeu, per exemple, "Symposium: Macroeconomics after the Financial Crisis". *Journal of Economic Perspectives*, vol. 24, núm. 4 (tardor del 2010).

gran nombre d'agents que operen simultàniament en diversos mercats (béns, mà d'obra, financer). Dit d'una altra manera: si els models desenvolupats a la frontera de la macroeconomia fossin models estàtics (o deterministes o d'equilibri parcial), no constituïria aquest fet l'objectiu de totes les crítiques?

Sota l'encapçalament general de models DSGE es pot trobar una gran varietat de marcs analítics, des dels models primerencs, utòpics, de cycle econòmic real (RBC, per les sigles en anglès) fins als esforços més recents per incorporar friccions financeres, heterogeneïtat o aprenentatge en un model de referència neokeynesià. Qualsevol persona que s'oposi a l'enfocament del DSGE per modelar la realitat macroeconòmica, entesa en un sentit ampli, trobarà difícil d'oferir un enfocament alternatiu que es pugui convertir en la metodologia central de la macroeconomia. D'altra banda, és clar que qualsevol model particular o elecció de model pot ser objecte de crítiques. Aquesta crítica, ja sigui centrada en les prediccions empíriques contrafactuals d'un model o en la inversemblança d'alguns dels seus supòsits, ha de continuar sent el motor del progrés en la macroeconomia. No cal dir que tal crítica serà particularment benvinguda si va acompanyada de propostes constructives per reemplaçar els elements del model que es consideren defectuosos, encara que aquest requisit no és certament indispensable.

Permetin-me que, a continuació, ofereixi una dosi d'autocrítica. Hi ha dues característiques de les formulacions estàndards dels models DSGE que, personalment, veig com una cotilla: (i) el supòsit d'un consumidor representatiu de vida infinita i (ii) l'estacionarietat inherent en la majoria dels models existents. A continuació ofereixo breus reflexions sobre aquests punts, així com referències a alguns esforços recents per superar les seves implicacions restrictives.

L'agent representatiu de vida infinita

La majoria dels macroeconomistes considera el supòsit d'un consumidor representatiu de vida infinita, generalitzat en la bibliografia, tan convenient com inofensiu, com a mínim sempre que l'objecte d'estudi no siguin els temes relatius a la distribució d'ingressos o la desigualtat, com és el cas en moltes recerques sobre les fluctuacions econòmiques. No obstant això, i motivada per les polítiques monetàries extremes observades en moltes economies avançades, una onada d'articles recents ha introduït diferents formes d'heterogeneïtat de les llars (combinades amb mercats financers incomplets) per analitzar una varietat de temes que estan fora de l'àmbit dels models amb un

“És sorprenent que els models estàndards no siguin adequats per a l'anàlisi d'aquests fenòmens i la seva interacció amb la política monetària”

consumidor representatiu. Aquestes inclouen l'estudi dels efectes distributius de la política monetària (Gornemann *et al.*, 2016), el paper de l'heterogeneïtat en la transmissió de la política monetària (Kaplan *et al.*, 2016) i la seva capacitat per explicar el trencaclosques dels anuncis de política monetària (*forward guidance puzzle*) (McKay *et al.*, 2016) per esmentar només tres exemples ben coneguts. La capacitat que tenen les versions calibrades d'aquests models per explicar gran part de les dimensions de les distribucions observades dels ingressos, la riquesa i les carteres és força impressionant. També és bastant convincent el cas presentat en aquests documents a favor de la presència d'una interacció no menyspreable entre aquesta heterogeneïtat i els efectes de les intervencions en polítiques monetàries. En el costat negatiu, els exigents requisits informàtics associats amb l'anàlisi d'aquests models i la consegüent naturalesa de caixa negra d'algunes de les seves prediccions poden constituir un obstacle perquè siguin adoptades de manera generalitzada, tant a l'aula com en els àmbits de decisió de les polítiques macroeconòmiques. Al meu entendre, una interessant via de recerca consistiria a avaluar si les representacions estilitzades de l'heterogeneïtat (per exemple, en forma de models de dos agents, com a Galí *et al.*, 2007) poden ser capaces d'aproximar les prediccions positives i les normatives de models més rics, sense una pesada càrrega computacional.

Menys discutides però igualment d'importantes són, al meu entendre, les fortes implicacions del supòsit d'un consumidor representatiu per al tipus de fenòmens que poden (i no poden) ser justificats pels models DSGE estàndards, més enllà de la dimensió de desigualtat emfatitzada en els documents esmentats. Permetin-me comentar breument dues d'aquestes implicacions. En primer lloc, l'equació d'optimalitat intertemporal del consumidor representatiu implica un estret vincle entre la taxa d'interès real i la taxa de descompte temporal del consumidor, juntament amb una trajectòria de creixement equilibrat. Aquesta relació exclou la possibilitat d'una taxa natural d'interès persistentment negativa, amb els consegüents desafiaments que aquesta última plantejaria sobre una política monetària orientada a l'estabilitat de preus, a causa del límit inferior

zero (ZLB per les sigles en anglès) sobre les taxes d'interès nominals. En segon lloc, la suposició d'un consumidor representatiu de vida infinita descarta l'existència de bombolles racionals en equilibri. Això es deu al fet que la presència d'aquestes bombolles violaria la condició de transversalitat del consumidor, atès que les bombolles d'equilibri (i) haurien d'estar creixent a la taxa d'interès i (ii) haurien de ser adquirides per la llar representativa (ja que no hi ha ningú més al voltant per adquirir-les!). Vista l'evidència sobre l'important paper exercit pels augments i les caigudes dels preus dels actius, probablement impulsades per les bombolles, com un factor que està darrere de les crisis financeres, és sorprenent que els models estàndards no siguin adequats per a l'anàlisi d'aquests fenòmens i la seva interacció amb la política monetària.

Dos documents recents proporcionen exemples de models que parlen d'aquestes qüestions mitjançant la introducció de generacions sobreposades d'individus de vida finita en models DSGE de preus rígids. Com es mostra a Eggertsson i Mehrotra (2014), aquest marc permet analitzar les implicacions per a la política monetària d'una trampa de liquiditat persistent, que resulta d'una disminució (potencialment permanent) de la taxa natural o de l'adopció per part d'aquesta de valors negatius com a resultat d'un xoc de despallanquejament o una caiguda del creixement demogràfic, entre altres possibilitats. Utilitzant un marc analític similar, Galí (2014) mostra que les bombolles dels preus dels actius poden sorgir en equilibri, amb fluctuacions que causin una volatilitat que redueixi el benestar fins i tot en absència de xocs fonamentals. En aquest context es poden analitzar les implicacions de regles alternatives de política monetària sobre les fluctuacions i el benestar, ja que l'evolució de les bombolles no és independent de les taxes d'interès.

Les desviacions del supòsit d'un consumidor representatiu de vida infinita poden tenir implicacions que vagin més enllà dels dos aspectes abans esmentats. Així, Del Negro *et al.* (2015) estudien l'impacte dels consumidors de vida finita en l'anomenat *trencaclosques dels anuncis de política monetària (forward guidance puzzle)*. Una altra via de recerca potencialment interessant que, pel que jo sé, continua estant inexplorada, té a veure amb les conseqüències d'un marc de generacions solapades sobre la teoria fiscal del nivell de preus, atès que sota certes hipòtesis aquest marc permetria la possibilitat de *rollovers* de deute permanents en equilibri (o, en altres paraules, l'absència d'una condició de transversalitat ben definida en la restricció pressupostària intertemporal del govern).

Estacionarietat

Permetin-me tornar a la meua segona preocupació. L'anàlisi estàndard basada en models DSGE generalment se centra en equilibris que prenen la forma de fluctuacions lineals estacionàries impulsades per xocs exògens. Aquest és també el cas en les variants d'aquells models que permeten friccions financeres de diferents tipus i que s'han tornat molt populars com a resultat de la crisi financera (per exemple, Bernanke *et al.*, 1999; Christiano *et al.*, 2014). La introducció de friccions financeres en aquests models sovint condueix a una amplificació dels efectes dels impactes no financers. També deixa lloc a fonts addicionals de fluctuacions relacionades amb la presència de friccions financeres (per exemple, els xocs de risc en la referència anterior). No obstant això, el tipus de fluctuacions generades per aquests models tendeix a excloure, per construcció, alguns dels fenòmens macroeconòmics més interessants associats a les crisis financeres i que són inherentment no estacionaris o no lineals. Aquests fenòmens són el boom econòmic i financer que sovint precedeix les crisis financeres, amb una acumulació gradual de desequilibris financers que condueix a un eventual col·lapse caracteritzat per impagaments, aturades sobtades de fluxos de crèdit, disminució de preus d'actius i una forta contracció en la demanda agregada, la producció i l'ocupació. Per contra, els models existents de crisis financeres generalment busquen aquest últim en *un gran xoc exogen* que incideix en l'economia inesperadament i desencadena una gran recessió, possiblement amplificada per un mecanisme d'acceleració financera incorporat en el model.

Un esforç recent per desfer-se de les cotilles de la linealitat i de l'estacionarietat, encara que en el context d'un model real, es pot trobar a Boissay *et al.* (2016). En aquest article els autors analitzen un model amb informació asimètrica en el mercat interbancari, en el qual una seqüència de petits xocs porta una economia cap a una regió amb equilibris múltiples, incloent-hi equilibris caracteritzats per una congelació en el mercat interbancari, un col·lapse creditici i una prolongada recessió. No cal dir que crec que aquest és un camp en el qual encara queda molta feina per fer, idealment en el context dels models monetaris i, possiblement, en conjunció amb els esforços abans esmentats per introduir bombolles en els preus dels actius.

En un treball recent sobre models de DSGE, Olivier Blanchard (2016) conclou que "si bé hi ha moltes raons perquè els actuals models DSGE no agradin [...] són eminentment millorables i centrals per al futur de la macroeconomia". No sabria com discrepar-ne. ■

Referències

- Bernanke, Ben S.; Gertler, Mark; Gilchrist, Simon** (1999). "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework". A: John B. Taylor; Michael Woodford, (ed.). *Handbook of Macroeconomics* vol. 1C. Amsterdam: Elsevier, p. 1341-1393.
- Blanchard, Olivier J.** (2016). *Do DSGE Models Have a Future?*. Peterson Institute of International Economics, PB 16-11.
- Boissay, Frédéric; Collard, Fabrice; Smets, Frank** (2016). "Booms and Banking Crises". *Journal of Political Economy*, vol. 2, núm. 124, 489-538.
- Christiano, Lawrence J.; Motto, Roberto; Rostagno, Massimo** (2014). "Risk Shocks". *American Economic Review*, vol. 1, núm. 104, p. 27-65.
- Del Negro, Marco; Giannoni, Marc P.; Patterson, Christina** (2015). "The Forward Guidance Puzzle". Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports.
- Eggertsson, Gauti; Mehrotra, Neil** (2014, octubre). "A Model of Secular Stagnation". NBER Working Paper núm. 20574.
- Galí, Jordi; López-Salido, J. David; Vallés, Javier** (2007). "Understanding the Effects of Government Spending on Consumption". *Journal of the European Economic Association*, vol. 1, núm. 5, p. 227-270.
- Galí, Jordi** (2014). "Monetary Policy and Rational Asset Price Bubbles". *American Economic Review*, vol. 3, núm. 104, p. 721-752.
- Gornemann, Nils; Kuester, Keith; Nakajima, Makoto** (2016). "Doves for the Rich, Hawks for the Poor? Distributional Consequences of Monetary Policy". *International Finance Discussion Papers* 1167. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Gürkaynak, Refet S.; Tille, Cédric** (2017). "DSGE Models in the Conduct of Policy: Use as Intended". *Vox eBook*, VoxEU.org.
- Kaplan, Greg; Moll, Benjamin; Violante, Giovanni L.** (2016, gener). "Monetary Policy According to HANK". *NBER Working Paper Series* 21897. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- Krugman, Paul** (2009, 2 de setembre). "How did economists get it so wrong?". *New York Times Magazine*.
- McKay, Alisdair; Nakamura, Emi; Steinsson, Jon** (2016). "The Power of Forward Guidance Revisited". *American Economic Review*, vol. 10, núm. 106, p. 3133-3158.
- Romer, Paul** (2016). *The Trouble with Macroeconomics*. Disponible a https://law.yale.edu/system/files/area/workshop/leo/leo16_romer.pdf.
- Smets, Frank; Christoffel, Kai; Coenen, Gunter; Motto, Roberto; Rostagno, Massimo** (2010). "DSGE models and their use at the ECB". *SERIEs*, (1-2), 51-65.
- Stiglitz, Joseph** (2011). "Rethinking Macroeconomics: What Failed and How to Repair It". *Journal of the European Economic Association*, vol. 4, núm. 9, p. 591-645.

TENEN FUTUR ELS MODELS DSGE?¹

Olivier Blanchard

Peterson Institute for International Economics

Els models DSGE han arribat a exercir un paper dominant en la recerca macroeconòmica. Alguns els veuen com el senyal que la macroeconomia s'ha convertit en una ciència madura, organitzada al voltant d'un nucli comú microfundat. Uns altres els veuen com un atzucac perillós.

Crec que la primera afirmació és exagerada i la segona és incorrecta. Considero que els actuals models de DSGE són seriosament defectuosos, però són eminentment millorables i centrals per al futur de la macroeconomia. No obstant això, per millorar, han d'esdevenir menys insulars i utilitzar un corpus molt més ampli de recerca econòmica. També han de ser menys imperialistes i acceptar compartir escenari amb altres enfocaments de la modelització.

¹ Traducció de l'article "Do DSGE Models Have a Future?", publicat a Peterson Institute for International Economics, Policy Brief 16-11 (agost del 2016).

Per a aquells que no són macroeconomistes o per a aquells macroeconomistes que han viscut en una illa deserta durant els últims 20 anys, aquí hi ha un breu repàs. DSGE significa *dynamic stochastic general equilibrium* (és a dir, equilibri general dinàmic estocàstic). Els models són realment dinàmics, estocàstics i caracteritzen l'equilibri general de l'economia. Constitueixen tres opcions de modelització estratègica: primer, el comportament dels consumidors, empreses i intermediaris financers, quan són presents, deriva formalment de microfonaments. En segon lloc, l'entorn econòmic subjacent és el d'una economia competitiva, però amb una sèrie de distorsions essencials afegides, des de les rigideses nominals fins al poder de monopoli o als problemes d'informació. En tercer lloc, el model s'estima com un sistema, en lloc d'equació per equació com en generacions anteriors de models macroeconòmics. El model DSGE més antic, que representa una economia sense distorsions, va ser el model de cicle econòmic real desenvolupat per Edward C. Prescott i se centrava en els efectes dels xocs de productivitat. En encarnacions posteriors, un conjunt més ampli de distorsions, i un conjunt més ampli de xocs, ha arribat a exercir un paper més important i els actuals models DSGE s'entenen millor com a versions a gran escala del model neokeynesià, que emfatitza les rigideses nominals i el paper de la demanda agregada.²

² Atès que no hi ha un model DSGE estàndard, el model desenvolupat per Frank Smets i Rafael Wouters (2007) continua sent-ne una referència estàndard. Vegeu Linde, Smets i Wouters (2016) per a una avaluació recent amb diverses referències.

Hi ha moltes raons per les quals els actuals models DSGE no agraden.

Primera: es basen en supòsits poc atractius. No només la simplificació de les suposicions, com ha de fer qualsevol model, sinó suposicions profundament en desacord amb el que sabem sobre els consumidors i les empreses.

Tornem al model de referència neokeynesià, del qual deriva l'estructura òssia dels DSGE. El model es compon de tres equacions: una equació que descriu la demanda agregada; una equació que descriu l'ajustament de preus i una equació que descriu la regla de la política monetària. Com a mínim les dues primeres són descripcions de la realitat fortament errònies, així la demanda agregada es deriva com la demanda de consum de consumidors previsors i de vida infinita. Les seves implicacions, en relació tant amb el grau de previsió com amb el paper que tenen els tipus d'interès a l'hora de tòrcer el camí del consum, estan fortament en desacord amb l'evidència empírica. L'ajustament de preus es caracteritza per una equació d'inflació prospectiva, que no captura la inèrcia fonamental de la inflació.³

Els actuals models DSGE expandeixen el model neokeynesià de moltes maneres, permetent la inversió i l'acumulació del capital, la intermediació financera, les interaccions amb altres països, etcètera. No obstant això, les equacions de demanda agregada i ajustament de preus continuen sent centrals, encara que són modificades per ajustar-se millor a les dades. En el primer cas, per exemple, permetent que una proporció de consumidors siguin consumidors que viuen en la "precarietat", els quals simplement consumeixen els seus ingressos. En el segon cas, mitjançant la introducció d'una indexació retrospectiva dels preus, que, gairebé per suposició, genera inèrcia d'inflació. No obstant això, ambdues són reparacions en lloc de caracteritzacions convincents del comportament dels consumidors o del comportament dels que estableixen els preus i salaris.

Segona: el seu mètode estàndard d'estimació, que és una barreja de calibratge i estimació bayesiana, no és convincent.

3 Més específicament, l'equació que caracteritza el comportament dels consumidors és la condició de primer ordre del corresponent problema d'optimització i es coneix com l'equació d'Euler. L'equació que caracteritza el comportament dels preus deriva d'una formalització que ofereix Guillermo Calvo i per això es coneix com a *Calvo pricing*.

Els models s'estimen més com a sistema que no pas equació per equació com en els models macroeconòmics anteriors. No obstant això, arriben amb un nombre molt gran de paràmetres que cal estimar, de manera que l'estimació clàssica del sistema complet és inviable. Per tant, s'estableix una sèrie de paràmetres *a priori*, a través del calibratge. Aquest enfocament seria raonable si aquests paràmetres estiguessin ben establerts empíricament o teòricament. Per exemple, sota la suposició que la funció de producció és de Cobb-Douglas, fer servir la participació del treball com l'exponent del treball en la funció de producció pot ser raonable. Però la llista de paràmetres triats a través del calibratge sol ser molt més gran i l'evidència, sovint molt més borrosa. Per exemple, davant les diferències substancials en el comportament de la inflació entre països, l'ús dels mateixos paràmetres estàndards de Calvo (els paràmetres que determinen l'efecte de la desocupació sobre la inflació) en diferents països és altament sospitos. En molts casos, l'elecció de dependre d'un conjunt estàndard de paràmetres és simplement una forma de desviar la culpa per l'elecció dels paràmetres cap als investigadors anteriors.

Els paràmetres restants es calculen mitjançant l'estimació bayesiana del model complet. Aquí hi ha dos problemes. Un és estàndard en qualsevol estimació del sistema. L'especificació errònia de part del model afecta l'estimació dels paràmetres en altres parts del model. Per exemple, la falta d'especificació de la demanda agregada pot conduir a estimacions incorrectes de l'ajustament de preus i salaris, i així successivament. I ho fa de maneres que són opaques per al lector. L'altre problema ve de la complexitat del mapatge dels paràmetres cap a les dades. L'estimació clàssica és, de fet, inviable i la funció de versemblança, massa plana entre moltes dimensions. L'estimació bayesiana semblaria ser certament la manera adequada de procedir, si realment tinguéssim valors *a priori* justificadament òptims per als coeficients. Però, molts cops, la justificació de valors *a priori* òptims és en el millor dels casos feble i les estimacions reflecteixen més aviat els valors *a priori* de l'investigador que no pas la funció de versemblança.⁴

4 En alguns casos, les estimacions de màxima versemblança dels paràmetres són ben identificats però molt inversemblants en termes teòrics. En aquest cas, valors bayesians òptims *a priori* menen cap a estimacions més versemblants. És clar que, tot i així, el problema en aquest cas ve d'una especificació incorrecta del model i que els valors bayesians òptims *a priori* són un cop més una reparació més que no pas una solució.

“Considero que els actuals models de DSGE són seriosament defectuosos, però són eminentment millorables i centrals per al futur de la macroeconomia”

Tercera: mentre que els models poden ser utilitzats formalment per a finalitats normatives, les implicacions normatives no són convincents. Una força potencial important dels models DSGE és que, en la mesura en què es deriven de microfonaments, poden utilitzar-se no només per a finalitats descriptives, sinó també per a finalitats normatives. De fet, l'enfocament únic en el PIB o el creixement del PIB en molts debats sobre polítiques és enganyós: els efectes en la distribució o les distorsions que afecten la composició més que no pas la grandària de l'*output*, o els efectes de les polítiques actuals sobre l'*output* futur més que no pas l'actual, poden ser tan importants per al benestar com els efectes sobre el PIB actual. Sigui testimoni de la importància de les discussions sobre la creixent desigualtat als Estats Units o sobre la composició de l'*output* entre la inversió i el consum a la Xina. El problema, a la pràctica, és que la derivació dels efectes del benestar depèn de la forma en què s'introdueixen les distorsions en el model. I, sovint, per raons de funcionalitat, aquestes distorsions s'introdueixen de maneres que són analíticament convenients però que tenen implicacions en el benestar no convincents. Per prendre un exemple concret, els efectes adversos de la inflació sobre el benestar en aquests models depenen principalment dels seus efectes sobre la distribució dels preus relatius, ja que no totes les empreses ajusten els preus nominals al mateix temps. La recerca sobre els beneficis i els costos de la inflació suggereix, no obstant això, una gamma molt més àmplia d'efectes de la inflació sobre l'activitat i, al seu torn, sobre el benestar. Després d'examinar en un document recent (Blanchard, Erceg i Linde, 2016) les implicacions en el benestar de diverses polítiques a través d'una funció de benestar *ad hoc* que reflecteix les desviacions entre l'*output* i el potencial i entre la inflació i l'objectiu i a través de la funció de benestar implicada pel model, vaig arribar a dues conclusions. En primer lloc, l'exercici de derivar la funció de benestar internament consistent va ser útil a l'hora de mostrar possibles efectes del benestar que no havia considerat, però va concloure que l'*ex post* era probablement rellevant. En segon lloc, de les dues, encara estava més segur de les conclusions de la funció de benestar *ad hoc*.

Quarta: els models DSGE són mals dispositius de comunicació.

Un document DSGE típic afegeix una distorsió particular a un nucli existent. Comença amb una derivació altament basada en l'àlgebra del model, després passa per l'estimació i acaba amb diverses simulacions dinàmiques que mostren els efectes de la distorsió sobre les propietats d'equilibri general del model.

Aquestes semblarien, certament, les característiques d'una ciència madura: basada en un organisme científic ben entès, acordat, i que n'explora modificacions i extensions. I, certament, tenir un nucli comú enriqueix la discussió entre aquells que de fet produeixen aquests models i n'han extret, a través de moltes simulacions, algun sentit del seu entramat (deixant de banda si el nucli comú és el correcte, tema plantejat anteriorment en la primera crítica). Però, per als lectors més casuals, sovint és extremadament difícil entendre el que una distorsió particular fa per si mateixa i després com interactua amb altres distorsions en el model.

Els models DSGE s'han de basar més en la resta de la macroeconomia i estar d'acord a compartir escenari amb altres tipus de models d'equilibri general.

Totes aquestes objeccions són serioses. Són, en conjunt, suficients per descartar els DSGE i explorar altres enfocaments? No ho crec. Crec que els DSGE prenen les decisions estratègiques bàsiques correctes i els defectes actuals poden ser resolts. Permetin-me desenvolupar els dos temes.

La cerca d'un nucli macroeconòmic analític àmpliament acceptat, en el qual situar discussions i extensions, pot ser un somni, però és un somni que segurament val la pena perseguir. Si és així, les tres opcions principals de modelatge de DSGE són les correctes. És clarament essencial començar pels microfonaments explícits; des d'on es comença, sinó? Les equacions *ad hoc* no serveixen per a aquest propòsit.

Pensar en termes d'un conjunt de distorsions en una economia competitiva implica un llarg i costós camí des del model competitiu fins a una descripció raonablement plausible de l'economia. Però, un cop més, és difícil veure des d'on més començar. Quant a l'estimació, també sembla essencial calibrar/estimar el model com si fos un sistema en comptes d'equació per equació. L'experiència de models anteriors

d'equació per equació ha demostrat que les seves propietats dinàmiques poden estar molt en desacord amb la dinàmica real del sistema.

Dit això, crec que el modelatge DSGE ha d'evolucionar de dues maneres.

Primera: han de ser menys insulars. Vegeu l'exemple de consum tractat anteriorment. En lloc de buscar reparacions, els models DSGE han de basar-se en la gran quantitat de treball sobre el comportament dels consumidors que es duu a terme en els diversos camps de l'economia, des de l'economia del comportament fins al treball empíric de les dades massives (*big data*) i fins a l'estimació d'equilibri parcial macro. Aquest treball està en curs i, certament, hauria de procedir per si sol, sense preocupar-se per la integració del DSGE. (Nota per als editors de revistes: no cal requerir que totes les discussions d'un nou mecanisme vinguin amb un tancament complet de l'equilibri general). Però aquest corpus de treball s'ha de constituir per donar-nos un model millor de comportament del consumidor, un sentit de les seves implicacions d'equilibri parcial, potser un sentit de les implicacions d'equilibri general amb un tancament d'equilibri general simplista, i llavors i no més llavors, ser integrat en models DSGE. Això portaria a especificacions més plausibles i valors *a priori* bayesians més fiables, i això és el que veig que manca majoritàriament. M'he centrat aquí en el consum, però això mateix es pot aplicar a la fixació de preus i salaris, a la inversió, a la intermediació financera, al tractament d'expectatives, etcètera. En resum, el DSGE ha de ser l'arquitectura en la qual els resultats pertinents dels diversos camps de l'economia són finalment integrats i discutits. I avui dia no és així.

Segona: ha de tornar-se menys imperialista. O, potser per ser més justos, la professió (i, de nou, aquesta és una nota per als editors de les principals revistes) ha d'adonar-se que es necessiten diferents tipus de models per a diferents tasques.

Els models poden tenir diferents graus de puresa teòrica. En un extrem, la puresa teòrica màxima és certament la veta dels DSGE. Per a aquests models, que les dades s'ajustin és menys important que la claredat de l'estructura. Després hi ha els models utilitzats per a les polítiques, per exemple, models de bancs centrals o organitzacions internacionals. Aquests han d'ajustar-se més a les dades, que en particular probablement requereixen estructures més flexibles i menys microfun-

Els models DSGE s'han de basar més en la resta de la macroeconomia i estar d'acord a compartir escenari amb altres tipus de models d'equilibri general

dades i amb retards (un exemple d'un model d'aquest tipus és el model FRB/US utilitzat per la Reserva Federal dels Estats Units, que parteix de microfonaments, però que permet que les dades determinin l'estructura dinàmica de les diverses relacions). Finalment venen els models utilitzats per a la previsió. Pot ser que, en aquest sentit, els models de forma reduïda continuïn guanyant als models estructurals durant algun temps; la puresa teòrica pot ser de moment més un obstacle que una força.

Els models també poden diferir en el grau de simplicitat. No tots els models han d'estar explícitament microfundats. Si bé això sona com un *pro domo sua*, crec fermament que els models macro *ad hoc*, des de diverses versions del model IS-LM fins al model Mundell-Fleming, exerceixen un paper important en relació amb els models DSGE. Poden ser útils en la prospecció abans del modelatge DSGE, com a primera intersecció per pensar sobre els efectes d'una distorsió particular o una política particular. Poden ser útils en el refinament, després del modelatge de DSGE, per presentar la visió principal del model d'una manera més lleugera i pedagògica. Una vegada més, hi ha lloc per a una varietat de models, depenent de com n'és d'*ad hoc*: es pot pensar, per exemple, en el model neokeynesià com un híbrid, una versió microfundada però molt simplificada de DSGE més grans. Algú ha dit que tals models *ad hoc* són més art que ciència, i crec que això és correcte. A les mans correctes, són art bell, però no tots els economistes poden o han de ser artistes. Hi ha lloc per a la ciència i l'art. He trobat, per exemple, que sovint, com a ponent, podria resumir les troballes d'un document de DSGE en un simple gràfic. Havia après alguna cosa del model formal, però vaig poder (i se'm va permetre com a ponent) presentar la idea bàsica més senzillament que l'autor de l'article. El DSGE i els models *ad hoc* eren complementaris, no substitutius.

Per tant, per tornar a la pregunta inicial: sospito que fins i tot els modelistes DSGE estaran d'acord que els actuals models DSGE són defectuosos. Però els models DSGE poden satisfer

una necessitat important en macroeconomia, la d'oferir una estructura central al voltant de la qual construir i organitzar discussions. Per fer això, no obstant això, s'han de basar més en la resta de la macroeconomia i estar d'acord a compartir escenari amb altres tipus de models d'equilibri general. ■

Referències

Smets, Frank; Wouters, Rafael (2007, juny). "Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach". *American Economic Review*, vol. 97, núm. 3, p. 586-606. Disponible a www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.97.3.586.

Linde, Jesper; Smets, Frank; Wouters, Rafael (2016). *Challenges for Central Banks' Macro Models*. Riksbank Research Paper Series núm. 147. Disponible a papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2780455.

Blanchard, Olivier; Erceg, Christopher; Linde, Jesper (2016). "Jump-Starting the Euro Area Recovery: Would a Rise in Core Fiscal Spending Help the Periphery?". *NBER Macroeconomics Annual*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (en preparació).

EL RETORN

DEL KEYNESIANISME I LA VIGÈNCIA DE LA POLÍTICA FISCAL

Antoni Castells

Universitat de Barcelona, EuropeG

Introducció. Els anys d'or del keynesianisme i l'emergència de la política fiscal

Després de la Segona Guerra Mundial, la figura de Keynes i el keynesianisme van quedar irremediament units a la idea de la utilització del pressupost per a la regulació de la demanda i del cycle econòmic.¹ Poc importa que això es correspongués de manera massa estricta amb la realitat. De fet, ni aquest era el punt més important del pensament de Keynes, ni la materialització concreta que va acabar adquirint la política fiscal durant els anys d'hegemonia del pensament keynesià (la coneguda com a política de *fine tuning*) hauria fet massa feliç, probablement, el gran economista anglès.

Ni una cosa ni l'altra. Per a Keynes, certament, la qüestió essencial era assegurar un determinat nivell de demanda agregada, que permetés assolir el creixement i la plena ocu-

pació. Però la manera de fer-ho no era incórrer en dèficits discrecionals massa sovint.² Per a ell, la variable clau era la inversió. I per obtenir la inversió necessària calia utilitzar, per suposat, la política monetària, proporcionant els tipus d'interès apropiats. Però amb això podia no haver-n'hi prou, si els *animal spirits* no acompanyaven, a causa del factor incertesa.³ Aquell "risc no quantificable amb probabilitats", com la definia Knight; o bé "el que no sabem que no sabem", mantenant la famosa frase de Donald Rumsfeld, a propòsit de la segona guerra de l'Iraq.

L'existència dels *animal spirits* i de la incertesa fa que no hi hagi cap garantia que el sector privat realitzarà la inversió necessària per assolir la demanda de plena ocupació i d'aquí es desprèn el paper indispensable de l'Estat per assegurar la taxa d'inversió socialment necessària, d'acord amb la més que famosa i repetidament citada frase de Keynes.⁴

La inversió ocupa el lloc central en la seva visió de l'economia. I el que calia fer era mantenir una regla estable d'inversió pública, més que no anar manipulant el pressupost a voluntat.⁵ En realitat, en nombrosos escrits sembla mostrar

1 Backhouse-Bateman (2011: 3).

2 Backhouse-Bateman (2011: 22, 26 i seg.), Skidelsky (1989: 150).

3 De Grauwe (2010: 160), Backhouse-Bateman (2011: 115, 126).

4 "Jo concebo, en conseqüència, que, en certa manera, una àmplia socialització de la inversió serà l'única manera d'assegurar una aproximació a la plena ocupació", Keynes (1936: 378).

5 Backhouse-Bateman (2011: 130, 137, 154-155).

una notable prevenció envers els dèficits públics. El fet, però, és que els denominats anys d'or del keynesianisme i de l'estat del benestar han aparegut estretament lligats en la realitat als anys d'emergència i consolidació de les polítiques fiscals discrecionals de regulació de la demanda, les conegudes com a polítiques de *fine tuning*.⁶ I, fins i tot, aquestes polítiques han aparegut com un element central del que podríem denominar la Vulgata keynesiana, és a dir la interpretació més generalitzada i a l'ús del keynesianisme.

I el cert és que, per una banda, en el seu plantejament essencial és inqüestionable l'origen keynesià que inspirava aquestes polítiques. En definitiva, bevien de dues de les idees fonamentals del pensament de Keynes: la importància essencial de la demanda agregada per assolir la plena ocupació i el paper clau de l'Estat per determinar el nivell apropiat d'aquesta demanda. És a dir, la necessitat d'un Estat actiu en el terreny de l'economia. I, d'altra banda, el fet és també que durant 30 anys l'aplicació d'aquestes polítiques, fossin o no el reflex fidel del pensament de Keynes, va conduir als països capitalistes més desenvolupats a un resultat clarament satisfactori, si és considerat globalment.

Trenta anys de prosperitat i de construcció de l'estat del benestar, sense greus recessions, amb nivells d'atur en mínims històrics. I tot això gràcies a un determinat equilibri entre l'Estat i el mercat en el terreny de l'economia.

La crisi del paradigma keynesià i la revisió del paper de la política fiscal

La crisi del consens keynesià

El llarg consens keynesià sobre el paper de la política fiscal i, en general, sobre la necessitat d'un Estat activista en el terreny econòmic, va entrar en crisi a mitjan anys 70, quan va ser reemplaçat pel nou consens neoliberal, que ha durat fins a la Gran Recessió. El consens keynesià considerava que la política fiscal tenia un paper decisiu per estimular la demanda en moments de contracció de l'activitat econòmica, i que aquesta actuació tenia un efecte positiu sobre el PIB, per la via del multiplicador. És a dir, es basava en la idea que el multiplicador era, per suposat, positiu i, en temps recessius, d'una mida relativament elevada. En canvi, el nou consens considerarà que el paper de la política fiscal és irrellevant, secundari en el millor dels casos, i potser contraproduent,

*Les causes del canvi de paradigma
són normalment diverses i complexes
i el procés de substitució del vell pel
nou mai no és lineal sinó rebregat*

d'acord amb les posicions més extremes, sobre la base d'una doble idea: les pertorbacions més importants de l'activitat econòmica, fins i tot les cícliques, no procedeixen del costat de la demanda, sinó del de l'oferta, per una banda; i, per altra banda, la política fiscal no és l'instrument més apropiat per a la funció d'estabilització macroeconòmica, paper que queda reservat a la política monetària. Coherent amb aquest plantejament, hi havia la idea, és clar, que el multiplicador keynesià és d'un valor molt reduït o negligible.

Les causes del canvi de paradigma són normalment diverses i complexes i el procés de substitució del vell pel nou mai no és lineal, sinó rebregat i contradictori. Ara bé, sempre que es produeix un canvi d'aquestes característiques, un canvi de fons relativament revolucionari (com havia succeït 40 anys abans amb l'emergència del paradigma keynesià), és per la confluència de tres circumstàncies indispensables: 1) les velles polítiques (les keynesianes, en aquest cas) no resolen els nous problemes que han aparegut; 2) aquests problemes es manifesten d'una manera especialment greu (els *extreme economic events* dels quals parla Janet Yellen, 2016): la Gran Depressió als anys 30, la *stagflation* als 70, la Gran Recessió ara mateix; 3) hi ha una alternativa a punt. Una alternativa que fins aleshores havia estat marginal, fora del *mainstream*, però que era allà, treballant, elaborant teoria i fent apostolat, i amb un cos de pensament alternatiu, disponible per quan arribés el moment.⁷ Era la feina que havien estat fent des de feia molts anys Hayek i Friedman.⁸

7 Friedman ho resumia en una frase molt il·lustrativa: "la funció dels economistes és desenvolupar alternatives a les polítiques existents i mantenir-les vives i disponibles, fins que el que és políticament impossible esdevé políticament inevitable", cosa que, afegeix Blyth, succeeix habitualment en moments de crisi; Friedman-Friedman (1962), citat per Blyth (2013: 81).

8 Només cal recordar que la reunió constitutiva de la Mont Pelerin Society va tenir lloc l'1 d'abril de 1947 i que, entre la nòmina de participants, hi figuraven noms com F. Hayek (que és qui la va convocar), L. von Mises, F. Knight, L. Robbins, M. Friedman, G. Stigler, M. Allais, W. Lipmann, K. Popper, W. Eucken o L. Erhard.

6 Backhouse-Bateman (2011: 31).

“La utilització discrecional de la política fiscal va portar que aquesta s’acabés aplicant segons les conveniències polítiques dels governants”

La primera d’aquestes tres condicions és que, per arribar al qüestionament del vell consens, se n’ha d’evidenciar la incapacitat per fer front als problemes econòmics que apareixen en la realitat. I encara que això se sol manifestar de manera abrupta, inesperadament, quan apareix una crisi d’una especial gravetat, com va succeir a mitjan anys 70 amb la crisi del petroli, per arribar a aquest punt cal que abans hi hagi hagut un procés de maduració al llarg del qual es va produint el progressiu afebliment d’aquest consens. En aquest cas, a la qüestió de per què, a partir dels anys 70, entren en crisi les polítiques fiscals d’inspiració keynesiana, caldria respondre que, bàsicament, per tres tipus de raons.

En primer lloc, certament, per la seva incapacitat per abordar adequadament la recessió provocada per la crisi del petroli. Davant d’una caiguda molt forta de l’activitat econòmica, causada fonamentalment per un xoc d’oferta, es va respondre amb el tractament habitual d’una política fiscal expansiva d’estímul de la demanda. El resultat va ser que les polítiques aplicades no van permetre acabar amb la recessió i la desocupació i, en canvi, van generar forts desequilibris en termes de preus, sector públic i sector exterior: la *stagflation*.⁹ Aquest fet no solament va posar en qüestió les polítiques econòmiques tradicionals, sinó també la credibilitat del marc analític fonamental utilitzat fins aquell moment, del qual la corba de Phillips era un element emblemàtic, i va

9 La crisi del petroli del 1973 va ser originada per un xoc d’oferta, que va encarir el preu dels factors de producció. La política adequada requeria millorar la competitivitat mitjançant ajustaments en els costos i increments de productivitat. Tanmateix, un diagnòstic equivocat va conduir a aplicar les tradicionals polítiques d’estímul de demanda, que no van resoldre el problema, sinó que el van empitjorar en reescalfar l’economia. Aquest és un cas d’estudi clàssic sobre la importància d’encertar en el diagnòstic bàsic, en la qüestió clau de si el problema es deu a l’existència d’un *gap* entre el PIB real i el PIB potencial (xoc de demanda, que requereix polítiques d’estímul de la demanda), o bé a causa d’una caiguda del PIB potencial (xoc d’oferta, que requereix mesures de millora de la competitivitat, la productivitat i l’oferta de factors productius).

generar una desconfiança de gran impacte en el conjunt dels economistes keynesians.¹⁰ La corba de Phillips no funcionava i, en canvi, els fets podien apuntar a la confirmació d’una “taxa natural de desocupació”, com la proclamada per Friedman.

En segon lloc, per la utilització de la política fiscal en funció de les conveniències del cicle polític i no, o no només, del cicle econòmic.¹¹ Amb els anys, es va anar produint un abús de les polítiques de *fine tuning*, que tenien un caràcter molt fortament discrecional, cosa que no deixava de ser una forma de desvirtuar les prescripcions de Keynes, que, com hem vist, més aviat pensava en una norma relativament estable que, a través de la inversió pública, assegurés un nivell d’inversió determinat.¹² La utilització discrecional de la política fiscal va portar que aquesta s’acabés aplicant moltes vegades segons les conveniències polítiques dels governants, en un sentit procíclic (és a dir, a l’adopció de mesures de caràcter expansiu quan el PIB real es trobava molt a prop del potencial) i contra-

10 Samuelson (1983: 215) destaca fins a quin punt la *stagflation* va tenir un impacte demolidor en el keynesianisme: “el que va acabar amb l’època daurada dels 50 i els 60 [...] va ser el dilema de la *stagflation*. Cap a finals dels 60, i marcadament després del 1973, les taxes d’inflació van mostrar una condemnada tendència a accelerar a més i més elevades taxes naturals de desocupació, com eren anomenades. L’economia mixta estava malalta; i era una malaltia que obria la porta al virus de la macroeconomia neoclàssica dels partidaris de les expectatives racionals de Lucas [*Lucas rational-expectationist new classical macroeconomics*]”. Wren-Lewis (2015) subratlla com els economistes keynesians van veure amenaçada la seva supremacia amb la fallada de la corba de Phillips. I Krugman (2016) destaca aquest esdeveniment, la *stagflation*, com un d’aquells moments en què es produeix un canvi de fons en el terreny de l’anàlisi econòmica.

11 En resumir les raons que van conduir a l’esgotament del consens keynesià a mitjan anys 70, Blinder (2016: 5) assenyala que la política fiscal era “massa lenta, massa política i massa basta”.

12 L’ús i l’abús de les polítiques de *fine tuning* de manipulació discrecional de la política fiscal, en un sentit difícilment compatible al que imaginava Keynes, ha estat a bastament tractat. En el cas dels EUA, durant l’època del president Johnson es va produir una superposició de polítiques expansives de demanda (per l’acció dels programes de benestar i lluita contra la pobresa, per una banda, i de la despesa originada per la Guerra del Vietnam, per una altra), que va contribuir a un escalfament de l’economia. En aquest cas, sembla que els consellers keynesians de Johnson (Heller presidia el Council of Economic Advisers) el van advertir dels riscos, sense gaire èxit. En definitiva, fins i tot ells tenien dificultats per lluitar contra la sòlida coartada que brindava el consens dominant (vegeu Blinder, 2016: 11. Vegeu, també, Backhouse-Bateman, 2011: 41).

ri al propugnat per Keynes, fet que va conduir a freqüents desequilibris en termes d'inflació i de sector exterior.¹³

En tercer lloc, perquè per tal que les polítiques fiscals siguin efectives hi ha d'haver una correspondència entre l'àmbit d'integració dels mercats i l'àmbit d'aplicació de les polítiques. Les polítiques fiscals nacionals d'inspiració keynesianes eren eficaces en mercats bàsicament nacionals, però van deixar de ser-ho a mesura que es va anar produint una progressiva internacionalització de l'economia i dels mercats (al començament, sobretot, a Europa). És més, fins i tot poden ser contraproductius perquè, quan un país pretén actuar pel seu compte aplicant ell sol una política expansiva, pot succeir que els beneficis s'escampin en molt bona mesura cap als països veïns i, en canvi, en aquest país acabin produint forts desequilibris en termes d'inflació, dèficit públic i balança exterior per compte corrent.¹⁴ Naturalment, això és tant més cert com més gran és el grau d'obertura de les economies nacionals i és especialment aplicable a la UE, on es dona la contradicció entre uns mercats fortament integrats i unes polítiques fiscals d'arrel keynesiana encara nacionals i, per tant, inefectives. La integració internacional dels mercats fa ineficacç, en definitiva, el keynesianisme en un sol país.

El consens neoliberal sobre política fiscal

Els anys 70 assistim, doncs, per una banda, a la constatació de la progressiva pèrdua d'eficàcia de les polítiques fiscals d'arrel keynesiana per fer front als problemes econòmics reals. A més,

13 Buchanan i Wagner (1977: 4), màxims exponents de l'escola del *public choice*, en dels corrents de pensament que conflueixen en la revolució neoliberal-conservadora d'aquells anys, descriuen aquest biaix polític del keynesianisme en tons notablement apocalíptics: "Què ha succeït? Per què Camelot jau en ruïnes? [...] Un error de proporcions monumentals ha estat comès, i no només pels polítics habituals. L'error recau també de ple en els economistes. El pixatinters (*scribbler*) acadèmic del passat que ha de suportar la responsabilitat substancial és el mateix Lord Keynes, les idees del qual foren acceptades de manera acrítica pels economistes americans de l'establishment. La creixent evidència històrica dels efectes d'aquestes idees no pot continuar essent ignorada. L'economia keynesiana [...] ha destruït la restricció efectiva sobre els apetits habituals dels polítics. Armats amb el missatge keynesià, els polítics poden gastar i gastar, sense la necessitat aparent d'establir impostos".

14 Drèze-Durré (2013: 5) assenyalen que un programa expansiu en un sol país "beneficiarà àmpliament els països dels qual importa, mentre que el propi país desenvoluparà un dèficit exterior" i es remeten a Drèze et al. (1988) per a l'examen de les conseqüències fallides de dues experiències d'estudi ja clàssiques de polítiques expansives en un sol país, com són la del "primer Mitterrand" i la de la "locomotora alemanya".

però, hi ha un altre factor que resulta imprescindible: un cos de pensament a punt per prendre el relleu. En aquest cas, estava format pel que després s'ha anomenat la teoria de les expectatives racionals, o la *new classical macroeconomics*, en el terreny de la macroeconomia, que podríem englobar sota la denominació comuna de la teoria dels mercats eficients. Aquest cos de pensament es desenvolupa i es formalitza als anys 70 i 80, encara que es nodreix de corrents de pensament, com el monetarisme de Friedman o el liberalisme de Hayek, molt actius i presents, per bé que marginals, com abans s'ha assenyalat, durant els 30 anys d'hegemonia keynesiana.

El nou paradigma suposa un desplaçament radical en l'eix bàsic Estat-mercat sobre el qual es va edificant el cos analític de l'economia. Aquest eix és, més enllà d'altres qüestions, la línia de demarcació essencial sobre la qual es pot ubicar la posició dels diferents economistes. El consens keynesià considera necessari un Estat activista; amb un paper actiu i determinant en la regulació de l'activitat econòmica, bàsicament perquè hi ha fallades de mercat.¹⁵ Es basa en la idea que, deixada a les seves pròpies dinàmiques, l'economia no porta a l'equilibri amb plena ocupació, sinó a les crisis, els desequilibris i l'atur involuntari perquè els mercats no eliminen, estrictament a través del mecanisme del preu, els excessos d'oferta i de demanda.¹⁶ Per contra, el nou consens neoliberal, pensa que, en essència, els mercats són eficients i que sempre arribaran a una situació d'equilibri en la qual hi haurà uns preus d'equilibri que eliminaran els excessos d'oferta i de demanda.

És cert que alguns dels economistes les idees dels quals han contribuït de manera determinant a aquest consens (els representants de l'escola austríaca, com Hayek i Schumpeter) no confiaven gaire que la dinàmica del capitalisme fos de gran estabilitat i tendent als equilibris, però pensaven que l'acció de l'Estat gairebé sempre acaba fent més mal que bé, de manera que és millor deixar que, quan faci falta, es produeixin els processos de neteja inevitables, per bé que dolorosos. De la mateixa manera que, en l'altra banda, hi ha economistes (Arrow, per citar-ne un) que han fet contribucions decisives a la teoria de l'equilibri general, però això no impedia que acceptessin l'existència de fallades de mercat (tal vegada generalitzades), i consideressin imprescindible l'acció d'un Estat activista. El que determina on és cada un,

15 Segons Tobin (1984: 101), l'aportació característica de Keynes és que hi ha falles macroeconòmiques de mercat.

16 Tobin (1984: 108), Solow (1984: 138).

la línia de demarcació, és la seva posició respecte el paper de l'Estat. Abans dels 70, la posició dominant era favorable a un paper actiu de l'Estat. Després dels 70, n'és contrària. És la posició que queda resumida en la frase de Reagan: "the government is the problem".¹⁷

El nou consens neoliberal-conservador sobre política fiscal, que sorgeix de les ruïnes del vell consens keynesià, s'assenta sobre dues idees bàsiques: a) la política monetària és suficient, per si sola, per dur a terme les funcions d'estabilització macroeconòmica (plena ocupació amb baixa inflació) que necessita l'economia; b) el paper essencial de la política fiscal no és estimular la demanda (actuació que ha de quedar limitada, en el millor dels casos, al joc dels estabilitzadors automàtics), sinó assegurar la sostenibilitat de les finances públiques, evitar un creixement excessiu del sector públic i obtenir impostos tan poc distorsionadors com sigui possible.¹⁸ En paraules de Blinder (2016: 5) citades abans, segons aquest nou consens, la política fiscal és "massa lenta, massa política i massa basta" per dur a terme les funcions d'estabilització macroeconòmica que tenia atribuïdes en el vell consens keynesià. En definitiva, com assenyala DeLong (2016a), el seu paper era molt senzill: "cap".

Aquest nou consens es fonamenta en algunes velles idees:¹⁹ a) el finançament del dèficit públic provoca un increment dels tipus d'interès que va en detriment del de la inversió privada;²⁰ b) les polítiques expansives no són efectives perquè el comportament dels consumidors està basat en un coneixement perfectament racional de les expectatives. Això

17 Dono per suposat que la idea dominant en el període anterior no era la simètrica ("el mercat és el problema" o "l'Estat és la solució") sinó més aviat una cosa així com "la solució és l'equilibri adequat entre el mercat i l'Estat". En definitiva, quan Samuelson (1983: 215) parla del període keynesià es refereix a l'"economia mixta" (vegeu n. p. 10).

18 Ubide (2016), DeLong (2016c), Merler (2016).

19 Solow (1984: 138) subratlla que "els economistes *new classical* són la tercera encarnació del monetarisme" i Samuelson (1983: 213) que, "com els Borbons, massa de nosaltres no hem après res ni hem oblidat res".

20 La discussió sobre el *crowding out* de la inversió privada pel finançament del dèficit públic ja va donar lloc a la coneguda polèmica del Treasury View, durant la Gran Depressió. La posició del Treasury (presentada al Parlament per Churchill, com a secretari del Tresor, l'any 1929) era que hi havia *crowding out*. En el terreny acadèmic, Hawtrey, Hayek i Robbins la defensaven. Keynes, Pigou i Robertson afirmaven que aquest plantejament no era adequat en plena recessió, quan hi havia estalvi abundant i escassa demanda d'inversió (Screpanti-Zamagni, 2005: 747 i seg.).

Els models del cicle econòmic real sostenen que els factors determinants del creixement del PIB són sempre d'oferta i que les fluctuacions cícliques són degudes, també, a xocs d'oferta

fa que actuïn no en funció de la renda actual, sinó de l'esperada al llarg de tot el seu cicle vital, de manera que descomptem, en forma d'un menor consum present, els futurs augments d'impostos que s'hauran de produir per finançar les actuals polítiques expansives (hipòtesi basada en la teoria de l'equivalència ricardiana).

Sobre el fonament d'aquestes idees, el *new classical macroeconomics* dona a les seves formulacions un potent cos teòric i formal. Les primeres formalitzacions corresponen als models del cicle econòmic real (RBC per les sigles en anglès), elaborats per Prescott i Kydland els anys 70, i desenvolupats i perfeccionats després pels models dinàmics i estocàstics d'equilibri general (DSGE, per les sigles en anglès), predominants fins als nostres dies.²¹ En la seva essència, els models inspirats en l'RBC sostenen que els factors determinants del creixement del PIB són sempre d'oferta i que les fluctuacions cícliques són degudes, també, a xocs d'oferta, originats per canvis sobtats en els gustos o en la productivitat o bé a errors en les prediccions. És a dir, els factors d'oferta determinen no només les variacions tendencials o estructurals del PIB, sinó també les seves fluctuacions cícliques a curt termini.²² Ens trobem, doncs, que les mesures fiscals de caràcter expansiu (el mateix valdria per a les de caràcter contractiu, és clar), primer, en cas de fer-ho, estimulen la demanda pública a base de desincentivar la inversió privada; segon, no aconsegueixen l'efecte desitjat perquè els consumidors estalvien avui els impostos que hauran de pagar demà, i tercer, no serveixen per a res, ja que, en definitiva, el que provoca les fluctuacions en el PIB no són mai factors de demanda.

21 Tant Solow (1997: 230) com Blanchard (2016: 1) destaquen l'emparentament directe dels models DSGE respecte dels RBC.

22 En contra del consens anterior, que suposava que els factors determinants del creixement tendencial del PIB (el PIB potencial) són d'oferta: la dotació de factors productius i la productivitat total dels factors; mentre que els que determinen les fluctuacions cícliques del PIB al l'entorn d'aquesta tendència són factors de demanda (Solow, 1997: 230).

No ha de sorprendre, doncs, que durant els 30 anys llargs d'hegemonia del pensament neoliberal-conservador (de mitjan anys 70 fins a la Gran Recessió) es considerés que el paper de la política fiscal com a instrument d'estabilització macroeconòmica era pràcticament irrellevant. El que era important era únicament i exclusivament la política monetària. Blinder (2016: 11) assenyala que, a diferència del que succeïa 35 anys abans, els noms dels presidents de la Reserva Federal eren molt més coneguts que els del Council of Economic Advisers i el seu paper, considerat per tothom molt més decisiu i influent, i subratlla com, l'any 2002, Solow podia lamentar, amb tota la raó, que qualsevol "discussió seriosa sobre política fiscal havia pràcticament desaparegut".

Durant aquests anys, la política fiscal va quedar arraconada. En paraules de DeLong,²³ el nou consens neoliberal-conservador, construït sobre els fonaments analítics de la teoria dels mercats eficients, considerava que era innecessària (ja hi havia la política monetària, que podia fer, amb avantatge, el que feia falta en el terreny macroeconòmic), ineficaç (els seus efectes es manifesten tard, quan tal vegada ja no fa falta, i malament) i contraproduent (perquè pot ser aplicada quan no toca, al servei dels interessos del cicle polític i no en funció de la situació cíclica de l'economia).²⁴

La mida del multiplicador

És innecessari subratllar que, en coherència amb tots aquests plantejaments, la hipòtesi bàsica assumida en gairebé tots els models macroeconòmics a l'ús (els que es van utilitzar encara, com ara veurem, durant la Gran Recessió i van servir de base, l'any 2010, per prescriure a la zona euro les polítiques d'austeritat) era que el multiplicador keynesià era molt reduït o simplement zero.

Naturalment, tot això, amb un ventall de posicions matisadament diferents, com el que hi ha sempre dins d'un cos doctrinal bàsicament coherent, amb un nucli analític compartit, però que no és del tot monolític. Això significa que, dins del bloc teòric que englobem dins de l'etiqueta comuna de la teoria dels mercats eficients, i de la *new classical macroeconomics* pel que fa a la macroeconomia, trobem diferents postures sobre quins són

els efectes de la política fiscal sobre l'activitat econòmica (i, el que és el mateix, sobre la mida real dels multiplicadors).²⁵ Els models basats fidelment en l'RBC, que assumeixen expectatives racionals i equivalència ricardiana, obtenen multiplicadors molt baixos, propers a zero i no superiors a la unitat. Els models més freqüents, els DGSE, sobretot els models evolucionats neokeynesianes, que admeten la possibilitat de rigideses de preus i salaris (derivades de l'existència de competència monopolística i informació asimètrica), són més flexibles i hi ha diverses subvariants. Alguns introdueixen dues hipòtesis molt decisives: que una part dels consumidors tinguin un comportament no ricardià (és a dir que, en una situació d'extrema severitat, consumeixin d'acord amb la renda real i no la permanent; *hand-to-mouth* o *liquidity constraints*) i que els tipus d'interès es trobin en zones properes a zero (en el *zero lower bound*). En aquests casos es poden trobar multiplicadors més elevats, fins i tot superiors a u.

Però, segons les hipòtesis introduïdes, altres models DGSE donen resultats radicalment oposats, amb multiplicadors negatius. Per exemple, si consideren que l'estímul fiscal és finançat amb impostos altament distorsionadors en termes d'eficiència, o bé que les actuals polítiques expansives (contractives) generen una gran desconfiança (confiança) en la sostenibilitat futura de les finances públiques i presagien un futur increment (disminució) dels tipus d'interès, que pot tenir un efecte immediat sobre els tipus a llarg termini. En definitiva, aquests són els fonaments sobre els quals es van inspirar les polítiques d'austeritat expansiva²⁶ aplica-

25 Vegeu Gechert-Will (2012) per a un repàs sobre aquest punt.

26 Alesina és el màxim representant d'aquesta teoria, que ha exposat i ha defensat en nombroses aportacions: Alesina *et al.* (1995 i 1998). Però els fonaments es troben en aportacions també d'altres autors. Blinder (2016: 12) recorda que en els anys d'expansió amb superàvit del president Clinton (1992-2000), "en el món acadèmic van ser recuperats alguns treballs pioners de Stephen Turnovsky i Marcus Miller (1984) i d'Olivier Blanchard (1984) per tal d'explicar com una reducció creïble en els dèficits pressupostaris *esperats en el futur* podia incrementar la demanda agregada *avui*. La seva idea bàsica era que aconseguir que els inversors creguessin que el deute nacional seria més baix en el *futur* reduiria els interessos a llarg termini *avui*. Els seus models no sostenien que una reducció en el dèficit públic *present* seria expansiva [coneixent el que va succeir després, sembla que Blinder no vulgui penjar a Blanchard l'etiqueta de l'"austeritat expansiva" que, d'altra banda, amb tant de mèrit ostenta Alesina]. De tota manera, l'anàlisi Turnovsky-Miller-Blanchard oferia una explicació teòrica coherent del "Clinton boom". (N'hi va haver moltes d'incoherents). I Blinder afegeix: "Poca gent es va aturar a preguntar-se si aquells anys de glòria es podien generalitzar. Janet Yellen i jo en vam ser una excepció (Blinder-Yellen, 2001: 23), i conclouem: «No hi ha una fórmula que pugui ser repetida a voluntat»".

23 DeLong (2016a), Merler (2016).

24 En una línia similar, Furman (2016) assenyala que la vella visió sobre la política fiscal defensada per molts acadèmics els anys anteriors a la crisi sostenia que "els estímuls fiscals discrecionals són massa rígids o ineficaços, o fins i tot contraproduents, i que van en contra del problema fonamental de la sostenibilitat del deute a llarg termini".

“**Quan l'economia es troba en terrenys propers a la trampa de la liquiditat no n'hi ha prou amb abaixar els tipus, si això fos possible, per estimular la inversió**”

des a la zona euro l'any 2010, amb un resultat perfectament conegut i contraproduent.

El fracàs de l'austeritat expansiva i la revisió de la mida dels multiplicadors

Les esquerdes del consens neoliberal

De la mateixa manera que la *stagflation* dels anys 70 va fer entrar en crisi el consens keynesià, la Gran Recessió ha posat en qüestió el consens preexistent sobre la política fiscal i la mida dels multiplicadors. Les raons són, per una banda, el fracàs de les polítiques d'austeritat i, per l'altra banda, les limitacions mostrades per la política monetària com a únic instrument d'estabilització macroeconòmica.

Pel que fa a les polítiques d'austeritat, la Gran Recessió ha tingut la virtut de demostrar dues coses molt importants. En primer lloc, una política contractiva té un impacte recessiu apreciable quan ens trobem en una fase recessiva del cicle econòmic. En segon lloc, resulta il·lusori voler encomanar a la política fiscal únicament i exclusivament l'objectiu de la sostenibilitat de les finances públiques, tal com pretén el credo neoliberal.

La realitat ha demostrat que les polítiques de consolidació fiscal, enfocades a la reducció del dèficit i del deute, no solament no han aconseguit el seu objectiu explícit, sinó que han accentuat la recessió (sobre la qual la doctrina dominant deia que no havien de tenir cap efecte) i, de rebot, han empitjorat els dèficits i el deute. A més, les evidències de què ara es disposa semblen indicar de manera força concloent que aquestes polítiques han tingut un impacte col·lateral clarament negatiu en els índexs de desigualtat. Una consolidació d'un 1% del PIB incrementa en un 1,5% l'índex de Gini en un període de cinc anys, fet que, a la vegada, perjudica tant el nivell com la durabilitat del creixement.²⁷

²⁷ Ostry-Loungani-Furceri (2016: 40-41).

D'altra banda, i aquesta és la segona raó que explica la crisi del consens preexistent, la Gran Recessió ha posat de relleu les limitacions de la política monetària per fer front, per ella sola, als objectius d'estabilització macroeconòmica. Recordem que aquest era un dels dos pilars del consens neoliberal. La política monetària, en paraules de Blinder, estava a punt, en tenia ganes i era capaç d'assumir aquesta tasca ella sola.²⁸ Això ja no és tan cert quan la política monetària se situa en la zona del tipus d'interès zero, del *zero lower bound* (ZLB). Fa falta també la política fiscal. Primer, perquè la política monetària té les mans lligades per utilitzar el seu instrument bàsic: el tipus d'interès. Però, segon, i molt important, perquè, quan l'economia es troba en terrenys propers a la trampa de la liquiditat, no n'hi ha prou amb continuar abaixant els tipus, si això fos possible, per estimular la inversió. Cal un xoc extern de demanda, que només el pot proporcionar la política fiscal.

Per això, després de la Gran Recessió ja no està tan clar que es compleixin les tres característiques que esmentava Blinder respecte a la política monetària: estar a punt, tenir-ne ganes i sentir-se capaç. Més aviat, atenent a les declaracions dels seus màxims responsables, les coses semblen indicar que els bancs centrals saben que no poden fer-ho tots sols (no en són capaços i, en conseqüència, no estan a punt ni en tenen ganes). És per aquesta raó que, en aquests moments, la idea dominant és que la política monetària no pot ser l'únic instrument disponible i que és indispensable també la política fiscal.²⁹

Noves evidències sobre la mida dels multiplicadors de la política fiscal³⁰

Tot el que s'està comentant condueix de ple a la qüestió clau de la mida del multiplicador keynesià. L'any 2013, tres anys després que el 2010 s'hagués convertit en la doctrina oficial a la zona euro, l'evidència que les polítiques d'austeritat fiscal no havien conduït sinó a empitjorar la recessió, sense

²⁸ “La Reserva Federal i els altres bancs centrals estaven *ready, willing and able* per fer la feina”, Blinder (2016: 6).

²⁹ Des del primer moment, Bernanke va sostenir la idea que la prioritat era acabar amb la recessió i no la reducció del dèficit, i que el ritme de reducció d'aquest havia de tenir en compte, abans que res, el seu impacte contractiu en l'economia. Per la seva part, Draghi (2014) es va pronunciar de forma concloent per la necessitat de complementar la política monetària amb la política fiscal en el seu discurs a Jackson Hole l'agost del 2014.

³⁰ Aquest apartat i el següent estan basats, en bona part, en Castells (2014: 55 i seg.).

permetre millores apreciables en el sanejament de les finances públiques, va portar a una seriosa revisió de les estimacions sobre la mida dels multiplicadors. El resultat d'aquesta revisió ha estat contundent: s'havia subvalorat molt greument el seu valor real en la fase recessiva del cicle.³¹ L'impacte de les polítiques fiscals és molt més gran del que s'havia considerat, tant en una direcció com en l'altra: polítiques d'austeritat (contractives) produeixen un impacte negatiu sobre el PIB molt més alt del que se suposava; polítiques expansives generen un impacte positiu també més gran del que es pensava.

Nombroses aportacions efectuades durant aquests darrers anys mostren una àmplia coincidència sobre aquesta conclusió i permeten subratllar alguns punts d'especial interès:³²

i) En primer lloc, la mida dels multiplicadors fiscals depèn, de manera determinant, de la fase del cicle econòmic. En una situació recessiva, l'impacte de les mesures fiscals és molt més gran del que suposaven els multiplicadors utilitzats fins aleshores en els models a l'ús.³³ Alguns estudis semblen indicar, d'altra banda, que el valor del multiplicador és corregit per la posició financera dels diferents països. A igual situació cíclica, és més gran en els que tenen una posició fiscal més sanejada perquè l'impacte expansiu no afecta de manera negativa la confiança dels mercats en la sostenibilitat de les seves finances públiques.³⁴

31 "L'any 2013 els economistes de l'FMI van lliurar el seu veredicte sobre aquests programes d'austeritat: havien fet molt més mal [produït un perjudici econòmic més gran] del que s'havia predit inicialment, incloent-hi el mateix FMI. Què és el que havia fet malament l'FMI en les seves inicials i més optimistes previsions? Havia subestimat de manera espectacular la mida dels multiplicadors", *The Economist* (2016: 53). Vegeu, també, Frankel (2016).

32 Vegeu, entre d'altres, Auerbach-Gorodnichenko (2011), Blanchard-Leigh (2012 i 2013), Batini-Callegari-Melina (2012), Gechert-Will (2012), Chinn (2013), Blinder (2016), Ostry-Loungani-Furceri (2016), Huidrom-Kose-Lim-Ohnsorge (2016) i House-Proebsting-Tesar (2017).

33 Es tracta d'un impacte significatiu, tal com apunten aquestes dues dades: a) de no haver existit el xoc d'austeritat, l'any 2014 el PIB dels cinc països GIIPS (Grècia, Itàlia, Irlanda, Portugal i Espanya) hauria caigut un 1%, i no un 18%, respecte al tendencial [House-Proebsting-Tesar (2017: 3)]; b) cada 1% de consolidació fiscal (reducció del dèficit) augmenta la taxa de desocupació a llarg termini en 0,6 punts percentuals [Ostry-Loungani-Furceri (2016: 40)].

34 Vegeu Huidrom-Kose-Lim-Ohnsorge (2016).

S'ha comprovat que s'havia comès un error de gran dimensió en suposar que els multiplicadors de la política fiscal eren molt més petits del que realment van resultar ser en la realitat

ii) En segon lloc, l'impacte de les mesures fiscals varia en funció de l'instrument fiscal utilitzat, augment de despesa o reducció d'impostos, i en cada un dels casos, segons quina sigui la mesura concreta adoptada. Els augments de despesa pública tenen un impacte expansiu més gran que no les retallades d'impostos i, dins de la despesa, la d'inversió més que el consum públic.

iii) En tercer lloc, com abans s'ha assenyalat, el paper de la política fiscal es veu potenciat per les limitacions de la política monetària, quan l'economia es troba en la zona del ZLB, és a dir, del tipus d'interès igual o proper a zero.

Tots aquests punts es resumeixen en una conclusió fonamental, que es conté en la famosa frase de Keynes, citada tantes vegades al llarg d'aquests anys, que el boom, i no la crisi, és el moment apropiat per a l'austeritat. En moments de recessió cal aplicar polítiques expansives, no recessives. I en moments de creixement, polítiques de contenció de la demanda. Aquesta recomanació no suposa, en cap cas, una invitació genèrica a aplicar polítiques expansives en tot temps i lloc, com de vegades ha semblat voler entendre una interpretació abusiva i tergiversada del keynesianisme. La que està subjacent en la Vulgata keynesiana, i que, en el fons, com abans s'ha vist, va acabar ferint-lo de mort. Però sí que significa una rectificació en tota la regla de les polítiques econòmiques d'austeritat aplicades en temps de recessió, i del pensament econòmic que les alimenta.

El qüestionament dels models adoptats

i la desqualificació de la teoria de l'austeritat expansiva

Set anys després del canvi de rumb radical que va tenir lloc a la zona euro l'any 2010, amb l'adopció de les polítiques de consolidació fiscal, tenim una perspectiva suficient per fer dues constatacions. La primera, d'ordre empíric, és que les receptes prescrites no van donar el resultat esperat i van precipitar els països que les van aplicar a un greu empitjorament de la seva situació. La segona, d'ordre acadèmic i tècnic, és

“L'onada rehabilitadora de la política fiscal que provoca la Gran Recessió ha tingut un impacte més fort sobre la teoria de l'austeritat expansiva”

que, al moment de revisar els models i els estudis de base que es van fer servir, s'ha comprovat que s'havia comès un error de gran dimensió en suposar que els multiplicadors de la política fiscal eren molt més petits del que realment van resultar ser en la realitat, és a dir, en suposar que l'impacte de les mesures fortament contractives adoptades en un moment de recessió a penes tindrien un efecte negatiu sobre l'economia, o bé, segons la teoria de l'austeritat expansiva, que aquest impacte seria fins i tot positiu.

La base, la raó última d'aquest error, és que els models aplicats pels *policy-makers* dels diferents països i, notablement, els que servien de base a les recomanacions de l'FMI no consideraven, simplement, la possibilitat que la mida dels multiplicadors pogués ser diferent en les diferents fases del cicle. Blanchard i Leigh reconeixen que les previsions respecte l'impacte sobre el creixement del PIB dels plans de consolidació fiscal adoptats el 2010 “es basaven en la hipòtesi convencional que l'elasticitat de la despesa pública respecte el *gap* entre el PIB potencial i el PIB real era zero”.³⁵

La confessió resulta, senzillament, astoradora perquè la raó de ser de les polítiques d'estímul fiscal és, precisament, la constatació que molt sovint les recessions condueixen a l'existència d'un *gap*, d'una bretxa, entre la demanda agregada i el PIB potencial. És en aquest moment, i només en aquest, quan tenen sentit les mesures expansives d'arrel keynesiana. De manera que no considerar la possibilitat que els multiplicadors fiscals tinguessin una mida completament diferent en fases de bon temps i en fases de tempesta és tant com negar el mateix sentit d'aquests multiplicadors. Això és el que es feia, segons sembla, d'acord amb la *conventional assumption* a la qual al·ludeixen Blanchard i Leigh, que suposava que, en tot moment i circumstància, hi hagués o no recessió i recursos ociosos, l'impacte de la política fiscal sobre el PIB era zero.

Passat un cert temps, l'evidència d'aquest error ha conduït al qüestionament dels models en què es basaven aquestes previsions i, més enllà, del conjunt de la base teòrica en què s'ha fonamentat el consens neoliberal, de la qual els models dinàmics i estocàstics d'equilibri general (DSGE) són un element important.³⁶ Està clar que la crítica a aquests models ni és unànime, ni és homogènia, de la mateixa manera que no es pot dir, com ja s'ha comentat en un apartat anterior, que hi hagi un únic tipus de models DSGE. Ara bé, les esquerdes en l'edifici conceptual en què s'ha basat la doctrina dominant fins ara són importants i algunes de les crítiques, dignes de ser tingudes molt en compte,³⁷ especialment les que fan referència a la falta de realisme de les hipòtesis en què es basen i al seu fracàs més que notable a l'hora de fer prediccions (fet que ha conduït, en la pràctica, que la majoria de *policy-makers* o organismes internacionals no els utilitzin, o ho facin només molt parcialment, a l'hora de fer les seves previsions).³⁸

36 Vegeu, especialment, Wolfers (2016), Smith (2016a i 2016b), DeLong (2016a), Blanchard (2016), Taylor (2016), Krugman (2016), Cohen-Setton (2016), Wren-Lewis (2016) i Romer (2016).

37 “Encara que els acadèmics insisteixen solemnement que els models descriuen l'estructura profunda de l'economia, basada en la conducta dels consumidors individuals i de les empreses, la majoria de les persones de fora de la disciplina que donen una mirada a aquests models pensen que es tracta d'algun tipus de broma. Contenen tal quantitat d'hipòtesis irrealistes que tenen molt poques probabilitats de captar la realitat. El resultat de les seves previsions és pèssim. Alguns dels seus elements clau són clarament inservibles. Qualsevol test estadístic rigorós tendeix a rebutjar instantàniament aquests models perquè contenen sempre una considerable dosi de fantasia” Smith (2016a). DeLong (2016a: 3), que discrepa de Smith, perquè opina que finalment els models utilitzats pels *policy-makers* beuen una mica de tot arreu i perquè no tots els acadèmics pensen el mateix, és també concloent: “Els acadèmics no estan tancats en la seva torre d'ivori. Més aviat, alguns acadèmics, desafortunadament, molts acadèmics es tanquen ells mateixos en la seva pròpia torre d'ivori. I jo qüestiono la descripció que fa Noah d'aquesta gent com “els més brillants”. Si tu insisteixes a intentar comprendre el cicle econòmic amb una sola equació de consum d'Euler (en lloc de, diguem, considerar que les persones de 70 i escaig anys tenen aversió al risc amb horitzons curts; els de 40 i escaig de classe mitjana són miops i que hi ha els que tenen restriccions de liquiditat); si tu insisteixes a intentar comprendre el cicle econòmic demanant que les firmes es comprometin en preus «a la Calvo»; si tu insisteixes a intentar comprendre el cicle econòmic demanant que hi ha hagi expectatives racionals (en lloc d'ancorades, adaptatives, fruit de l'extrapolació i la previsió, i panglossianes, bé, aleshores tu no ets realment el més brillant, en absolut, no creus?”.

38 Vegeu Smith (2016a).

35 Blanchard-Leigh (2013: 14).

El mateix Blanchard (2016), estretament identificat amb aquest tipus de models, tant en la vessant acadèmica com en la d'economista en cap de l'FMI, ha reconegut les seves mancances. Ho fa, però, amb un plantejament matisat, en el que assenyala importants defectes, però també considera que constitueixen un bon marc conceptual per a l'anàlisi econòmica.³⁹ Aquesta posició ha estat durament criticada per Krugman (2016), que retreu l'ambigüitat de Blanchard, destaca que la virtut fonamental dels bons models és la seva fiabilitat predictiva (és més, la capacitat per encertar quan fan prediccions sorprenents) i considera que l'apel·lació al marc conceptual com a gran virtut és una trista excusa per justificar-ne la inutilitat.⁴⁰

L'onada rehabilitadora de la política fiscal que provoca la Gran Recessió, i que ha conduït a qüestionar tan seriósment aquests models, ha tingut un impacte encara més fort, pràcticament demolidor, sobre la teoria de l'austeritat expansiva, que va semblar regnar en el moment del gir proausteritat de l'any 2010. Com es recordarà, la idea central d'aquesta teoria era que el multiplicador no és que sigui zero, com sostenia, a la Ricardo, la teoria de les expectatives racionals (i la *conventional assumption* a la qual es referia Blanchard), sinó que podia ser negatiu. La raó és que les polítiques d'austeritat donen un clar missatge als mercats sobre la determinació dels governs per recuperar la sostenibilitat de les finances públiques, i aquest factor resulta essencial per tal de restablir les expectatives empresarials (*business confidence*) i retornar al creixement econòmic.⁴¹

El cos d'aquesta teoria es va desenvolupar durant els anys 90 i es va il·lustrar amb un conjunt de casos que semblaven confirmar la hipòtesi bàsica que mesures d'austeritat aplicades en plena recessió tenien un efecte expansiu i no con-

Una seriosa revisió dels estudis i casos empírics en els que s'havia basat la teoria de l'austeritat expansiva va posar de manifest la falta de fiabilitat i de rigor amb què s'havien fet aquests treballs

tractiu sobre l'economia.⁴² Estem parlant d'uns moments en què la Gran Recessió estava lluny i l'economia mundial travessava l'etapa que va ser coneguda com la Gran Moderació.

Quan va esclatar la Gran Recessió, la demostrada eficàcia de l'activisme governamental i de les mesures d'estímul fiscal generalitzades que es van adoptar els anys 2008 i 2009 va semblar que deixava obsolets aquests plantejaments. Al revés, del que es va parlar aleshores és del retorn de Keynes i de l'any, 2009, en què tots vam tornar a ser keynesians.⁴³ Va ser l'any 2010, amb l'esclat de la crisi del deute grec i la ràpida extensió a altres països de la zona euro, quan la preocupació per la sostenibilitat de les finances públiques va passar per davant de la lluita contra la recessió. En aquell moment, la teoria de l'austeritat expansiva va aparèixer com la teoria apropiada en el moment apropiat per justificar les polítiques d'austeritat que es van aplicar.

Sobre el resultat d'aquestes polítiques ja n'hem parlat. És el seu fracàs, en definitiva, el que obre la porta a la profunda revisió sobre la mida dels multiplicadors que s'ha comentat. Aquest fracàs posa també en qüestió, com és lògic, la teoria de l'austeritat expansiva⁴⁴ i condueix a una seriosa revisió dels estudis i casos empírics en què aquesta s'havia basat. El resultat d'aquesta revisió proporciona un balanç molt sever sobre la falta de fiabilitat i de rigor amb què s'havien fet aquests

39 Blanchard (2016: 1) subratlla, en concret, que ell "veu els actuals models DSGE seriosament defectuosos, però eminentment millorables i centrals en el futur de la macroeconomia".

40 Krugman (2016) diu que aquest argument "sona, d'altra banda, exactament igual com la defensa que ell escoltava del marxisme acadèmic quan era jove: no importa si és correcte, proveeix un marc. Ara, jo no sé com s'ha de reformar tot això. Hi ha una gran quantitat de capital intel·lectual invertit en l'aproximació d'aquests models. Però com a mínim ens hauríem d'admetre a nosaltres mateixos de quina manera més trista ha acabat la història".

41 Per a una bona explicació de la teoria de l'austeritat expansiva, vegeu Blyth (2013).

42 Es poden citar, com a referència, Giavazzi-Pagano (1990), Alesina-Perotti (1995) i, sobretot, Alesina-Ardagna (1998).

43 De Grauwe (2010) o Backhouse-Bateman (2011: 1-2, 139).

44 Ostry-Loungani-Forceri (2016: 40), investigadors de l'FMI, assenyalen que "la noció que les consolidacions fiscals poden ser expansives (és a dir, poden fer augmentar el PIB i l'ocupació), en part augmentant la confiança del sector privat i la inversió, ha estat encapçalada per, entre d'altres, l'economista de Harvard Alberto Alesina en el món acadèmic i per l'antic president del Banc Central Europeu, Jean-Claude Trichet, en l'arena política. Tanmateix, en la pràctica, els episodis de consolidació fiscal han estat seguits, en mitjana, per caigudes, i no per expansions del PIB".

“La política fiscal pot resultar especialment efectiva per estimular l'economia en la fase recessiva del cicle econòmic”

treballs. Les crítiques són nombroses i apunten a aspectes essencials: els exemples utilitzats de mesures d'austeritat que van conduir a l'expansió no van tenir lloc enmig d'una recessió;⁴⁵ les dades i les dates utilitzades estan simplement equivocades, sinó utilitzades directament perquè donin el resultat desitjat.⁴⁶ Aquest fet resulta molt rellevant, ja que significa que primer va haver-hi l'expansió i després les mesures d'ajustament fiscal, i no al revés, de manera que no va ser la pretesa austeritat expansiva la que va desencadenar el creixement econòmic, sinó, al contrari, el creixement econòmic el que va permetre adoptar mesures d'ajustament durant l'expansió.⁴⁷ Fins i tot Perotti, un dels pares de la teoria de l'austeritat expansiva, pel treball que va fer l'any 1995 juntament amb Alesina, ha mostrat seriosos dubtes sobre els fonaments d'aquesta teoria i la possibilitat d'aplicar els casos d'èxit en què es va basar a les circumstàncies actuals.⁴⁸

45 Krugman (2013: 9) subratlla que “investigadors del Roosevelt Institute van mostrar que cap dels presumptes exemples d'austeritat que van conduir a l'expansió no va tenir lloc realment enmig d'una crisi econòmica”.

46 Quiggin (2011: 1) formula una crítica demolidora del treball d'Alesina-Ardagna (1998), del qual afirma que “el nivell acadèmic és excepcionalment pobre”.

47 Referint-se al primer dels casos que fan servir, Austràlia, Quiggin (2011: 2) assenyala que “encara que aquesta obra [Alesina-Ardagna (1998)] està plena d'errors estúpids i afirmacions espúries, el problema central (que comença amb un error de data) és que la direcció de causalitat resulta invertida. La forta expansió que va començar el 1983 va produir en molt bona mesura la consolidació fiscal, i va crear l'entorn polític i econòmic en el qual va ser factible una ajustada disciplina fiscal, sense provocar una contracció econòmica”.

48 La conclusió a què arriba Perotti (2011: 42), després d'estudiar més a fons alguns casos concrets, és terminant: “aquests resultats provoquen seriosos dubtes sobre algunes versions de la hipòtesi de les «consolidacions fiscals expansives» i sobre la seva aplicabilitat en les circumstàncies presents a molts països”. Això és degut al fet que, en primer lloc, els efectes expansius han resultat molt menors del que se suposava, Perotti (2011: 4). I, en segon lloc, que en les circumstàncies actuals és simplement impossible aplicar els mecanismes que van permetre l'expansió en aquests països: devaluació del tipus de canvi, reducció dels tipus d'interès, disminució de la inflació de salaris i recurs generalitzat a l'exportació com a motor de la demanda, Perotti (2011: 1, 5).

Cap a un nou consens en política fiscal

Un moment de canvi

Com s'ha assenyalat, per una banda, la insuficiència de la política monetària per assolir els grans objectius d'estabilització i, per una altra, el fracàs de les polítiques d'austeritat han conduït a un seriós qüestionament del consens neoliberal sobre política macroeconòmica vigent durant més de 30 anys. Aquest consens, recordem-ho, es fonamentava en un doble supòsit: la política monetària es valia per ella sola per a l'estabilització macroeconòmica i la política fiscal s'havia de limitar a la sostenibilitat de les finances públiques i abandonar qualsevol temptació de representar un paper rellevant en la gestió de la demanda agregada.⁴⁹

Actualment, aquest consens està completament esquerdat, tant en el camp de la política econòmica com en el de la teoria i l'anàlisi, i estan apareixent amb força els elements bàsics d'un nou consens, que es fonamentaria en dues idees bàsiques. La primera és que la política monetària no pot ser l'únic instrument disponible i que, per assolir els grans objectius d'estabilització macroeconòmica, són necessàries tant la política monetària com la política fiscal.⁵⁰ La segona és que la política fiscal ha de tenir un doble paper: contraccíclic, per incidir a curt termini sobre l'evolució del PIB, i més a llarg termini, actuant sobre la productivitat, a través de la inversió pública.⁵¹

Els elements d'un nou consens

Sobre la base d'aquestes dues idees, els punts fonamentals que haurien de definir el paper de la política fiscal són els següents:

49 Per descomptat, segons aquest consens quedaven descartades les mesures fiscals de caràcter discrecional. En el millor dels casos, podia haver-hi un cert espai per als estabilitzadors automàtics, si bé sempre amb un paper secundari respecte a la política monetària.

50 La idea que la política monetària no pot ser *the only game in the town* ha aparegut de manera reiterada els darrers tres anys, com a mínim, i ha estat expressada per nombroses i respectades veus tant procedents del camp acadèmic com d'entre els *policy makers* (FMI, FED, BCE). El discurs de Draghi (2014) a Jackson Hole va suposar, en certa manera, un punt d'inflexió en aquest sentit. Vegeu, entre d'altres, Blinder (2016), Ubide (2016), Sandbu (2016), Yellen (2016) i Roubini (2016).

51 DeLong (2016b) es pregunta si no “hauriem de repensar la política fiscal tant en termes del seu paper contraccíclic com de la seva eficàcia promovent la productivitat i catalitzant creixement inclusiu més a llarg termini”, citat per Merler (2016).

i) En primer lloc, la política fiscal pot resultar especialment efectiva per estimular l'economia en la fase recessiva del cicle econòmic. Aquest paper és tant més eficaç i insubstituïble com més profunda i llarga sigui la recessió i més propers a zero es trobin els tipus d'interès.⁵² D'altra banda, com ja hem vist, no totes les mesures fiscals tenen el mateix impacte sobre la demanda, el multiplicador varia apreciablement entre unes i altres:⁵³ els augments de despesa pública són més efectius que les rebaixes d'impostos; les mesures de caràcter temporal més que les de caràcter permanent; les que beneficien les persones de renda baixa (*hand-to-mouth*) més que d'altres que no ho fan; les que van acompanyades d'una àmplia acció publicitària per part de les empreses s'ha demostrat que resulten especialment eficaces.

ii) En segon lloc, el paper positiu que pot desenvolupar la política fiscal està estretament vinculat amb les limitacions de la política monetària quan ens trobem en la zona del ZLB.⁵⁴ Primer, perquè en aquest punt la política monetària no té marge, o el té extremament limitat, per reduir els tipus d'interès. Això no solament la inhabilita per adoptar mesures expansives en un moment en què l'economia no acaba d'arrencar, sinó que planteja una greu preocupació per l'escàs marge de maniobra de què disposaria en cas que una nova recessió fes imprescindible la seva actuació per estimular l'economia. Segon, perquè, en una situació de tipus d'interès zero, l'augment dels tipus d'interès que podria provocar el finançament del dèficit públic no planteja el perill del *crowding-out*. Al revés, aquest augment pot generar un saludable increment de la inflació i dels tipus d'interès nominals. I, finalment, perquè quan l'economia es troba en un estat d'estancament prolongat i d'atonía en la demanda, no està gens clar que n'hi hagi prou amb abaixar els tipus d'interès per aconseguir estimular la inversió. Les expectatives hi tenen un paper fonamental i cal algun xoc extern de demanda, que força inevitablement ha de procedir del sector públic.

La relació de la política fiscal amb la política monetària planteja una problemàtica del tot singular a la zona euro, on hi ha una moneda (i una política monetària) única, però 19 deutes sobirans. El que fa que els Estats membres tinguin limitacions més que conegudes per dur a terme polítiques fiscals pròpies, sense que hi hagi autoritats fiscals en l'àmbit de la zona euro que les puguin reemplaçar en aquesta tasca.

iii) En tercer lloc, aquestes mesures de política fiscal només resulten efectives si s'emprenen de manera coordinada entre els diferents països. I això, fonamentalment, per dues raons. En primer lloc, perquè, com ja s'ha comentat en un apartat anterior, en un marc d'integració econòmica, l'impacte expansiu d'aquestes mesures es filtra en bona part cap als països veïns, i perquè siguin efectives (és més, a fi que no resultin contraproductius per al país que les promou), s'han d'adoptar conjuntament.⁵⁵ I, en segon lloc, perquè, segons la situació de les seves finances públiques, no tots els països tenen el mateix marge de maniobra per adoptar mesures fiscals expansives.⁵⁶ Com en l'anterior, aquest punt revesteix unes característiques singulars a la zona euro, on l'existència d'una moneda comuna augmenta de manera considerable les restriccions per dur a terme polítiques fiscals individuals per part dels Estats membres.⁵⁷

iv) En quart lloc, es destaca la importància que la política fiscal vagi especialment orientada al finançament d'inversió pública que tingui un efecte positiu sobre la productivitat a llarg termini.⁵⁸ I això també per diferents raons. En primer lloc, perquè aquest tipus de mesures tindrien a la vegada un impacte sobre la demanda, ajudant a estimular l'economia a curt termini, i sobre el creixement del PIB potencial a llarg termini, incidint pel costat de l'oferta, via augments de la productivitat. En segon lloc, s'assenyala, perquè ens trobem en un moment idoni en què conflueixen tres factors: un deteriorament apreciable de l'estoc de capital públic en molts països, després de molts anys de polítiques de consolidació pressupostària; una gran dificultat per recuperar la inversió (un clar excés d'estalvi per damunt de la inversió), i uns tipus d'interès excepcionalment baixos. És a dir, es donen les circumstàncies propícies per emprendre una decidida política d'impuls sostingut de la inversió pública. Que, en principi, no hauria de portar a desequilibris de les finances públiques, si l'impacte sobre el PIB (a curt termini, via demanda, i a llarg termini, via increments de la productivitat) fos el que s'espera.

55 Furman (2016).

56 Ostry-Loungani-Furceri (2016: 40).

57 Aquest és un tema molt tractat en la bibliografia; vegeu, entre d'altres, Castells (2014). En el context del nou paper de la política fiscal, en parlen Furman (2016) o Ubide (2016), per exemple. Merler (2016) subratlla, tanmateix, que es tracta "d'una qüestió discutible [que els governs tinguin limitacions per dur a terme polítiques fiscals pròpies a la zona euro], atesa la gran demanda de bons governamentals, que està empenyent els tipus d'interès a llarg termini a mínims històrics".

58 També hi ha nombrosa bibliografia sobre aquest punt. Vegeu, entre d'altres, Fatás-Summers (2016a i 2016b), Furman (2016), Yellen (2016), Ubide (2016), Summers (2016) i Roubini (2016).

52 Vegeu, entre d'altres, Blinder (2016: 13) i Ostry-Loungani-Furceri (2016).

53 Blinder (2016: 7-10).

54 Vegeu, entre d'altres, Blinder (2016) i Furman (2016).

Dues qüestions rellevants sobre les quals cal aprofundir

Aquests quatre punts resumeixen el plantejament sobre el qual s'està construint aquest nou consens respecte el paper de la política fiscal en la consecució dels grans objectius macroeconòmics. Hi ha dues qüestions addicionals d'un gran interès (la primera d'elles molt emparentada amb l'últim dels punts enunciat) que estan apareixent també de forma habitual i a les quals cal fer referència: la primera és si la política fiscal d'estímul de la demanda pot tenir efectes a llarg termini sobre el creixement del PIB; la segona és l'impacte de les polítiques fiscals sobre la igualtat i, si aquest fos el cas, l'impacte subsegüent de l'augment de la desigualtat sobre el creixement.

La primera d'aquestes qüestions ha adquirit una certa força, després d'haver-la plantejat recentment Yellen (2016) en una conferència en què proposava una agenda de temes de recerca macroeconòmica després de la crisi. Prèviament, havia estat formulada, en un terreny més teòric, per DeLong-Summers (2012) i més properament per Fatás-Summers (2016a i b), a partir de la hipòtesi sobre l'existència d'un efecte d'histèresi sobre el PIB potencial, provocat per la feblesa de la demanda.⁵⁹

La idea bàsica és que la Gran Recessió ha provocat un desplaçament cap avall del PIB tendencial d'una gran importància (quinze punts, segons Fatás-Summers, 2016b), a causa de l'ensorrament de la demanda, efecte potenciat per les polítiques de consolidació fiscal. Un cop el PIB se situa en aquesta nova tendència, hi ha un fenomen de retroalimentació, que fa molt difícil un desplaçament cap amunt per tornar a la tendència anterior. És en aquest context que diversos autors es pregunten si una política sostinguda d'estímul fiscal de la demanda no podria tenir un efecte permanent sobre el PIB potencial.⁶⁰ És a dir, si no podria produir un efecte durador sobre el PIB pel costat de l'oferta. Yellen (2016) ho exposa clarament: "Hi ha circumstàncies en les quals canvis en la demanda agregada poden tenir un efecte permanent apreciable sobre l'oferta agregada?". Blinder (2016: 7) subratlla que "durant dècades els economistes dels EUA han rebutjat la «histèresi» en favor de la

hipòtesi de la taxa natural: el PIB retorna finalment, en qualsevol cas, a la seva senda anterior a la recessió". Tanmateix, les dades demostren que no ha estat així⁶¹ i, per tant, donen especial força a la hipòtesi de l'existència d'un fenomen d'histèresi.

La qüestió és d'una gran rellevància perquè abans de la Gran Recessió, com assenyala la mateixa Yellen, la majoria dels economistes pensava, coincidint amb Solow,⁶² que els factors d'oferta determinen l'*output* potencial, o tendencial, i els de demanda, les fluctuacions a l'entorn d'aquesta tendència.⁶³ Yellen (2016: 1) subratlla que ara "aquesta conclusió mereix ser reconsiderada, a la llum del fracàs [per aconseguir] fer retornar el nivell d'activitat econòmica a la seva tendència prerecessió en la majoria de les economies avançades"; i conclou que "els canvis en la demanda agregada poden tenir un apreciable efecte persistent sobre l'oferta agregada, és a dir, sobre l'*output* potencial". De fet, el mateix Solow ja ho plantejava. En examinar si es podia parlar d'un nucli d'anàlisi macroeconòmica generalment acceptat, afirmava que "una qüestió més interessant és si un episodi rellevant en el creixement de l'*output* potencial pot ser conduït des del costat de la demanda. Pot la demanda crear la seva pròpia oferta?".⁶⁴ Com s'assenyalava, la qüestió té grans implicacions perquè significaria que una política sostinguda d'alta pressió sobre la demanda agregada podria fer tornar el PIB a la seva evolució tendencial.⁶⁵

61 Com constaten, per exemple, Fatás-Summers (2016b: 1, figura 1), segons s'ha dit més amunt, i Blinder (2016: 7, figura 1).

62 En un treball del 1997, en què es pregunta si hi ha un nucli de proposicions macroeconòmiques compartides pel conjunt dels economistes, Solow (1997: 230) manifesta que "l'*output* en termes reals, en la majoria de les economies capitalistes avançades, fluctua a l'entorn d'una tendència creixent". I especifica: "el moviment tendencial està determinat de manera predominant pel costat de l'oferta de l'economia (l'oferta de factors de producció i la productivitat total dels factors)", mentre que "les fluctuacions estan determinades de manera predominant pels impulsos de la demanda agregada". Weeks (2017) es referia recentment a aquest consens subratllant que "la valoració de la política fiscal comença amb la generalització òbvia que les condicions d'oferta estableixen les restriccions sobre el creixement econòmic a llarg termini, mentre que en el curt termini la demanda de béns i serveis determina la taxa d'expansió econòmica".

63 Com és sabut, els economistes de l'RBC i els més fervents defensors de les expectatives racionals neguen també aquest impacte de la demanda sobre les fluctuacions del PIB a curt termini.

64 Solow (1997: 232).

65 "Si assumim que, de fet, la histèresi està present en alguna mesura després de recessions profundes, la següent qüestió que ens hauríem de preguntar d'una manera natural és si pot ser possible revertir aquests efectes adversos pel costat de l'oferta posant en marxa temporalment una economia a alta pressió, amb una robusta demanda agregada i un mercat de treball ben ajustat" Yellen (2016: 1).

59 "Persistents dèficits en la demanda agregada podrien afectar adversament el costat de l'oferta de l'economia, un efecte al qual ens referim de manera habitual com a histèresi", Yellen (2016).

60 DeLong-Summers (2012), Yellen (2016), Fatás-Summers (2016a i b), Blinder (2016). Blinder (2016: 6-7) afirma que, en tal cas, "els efectes beneficiosos d'una expansió fiscal serien permanents en lloc de transitoris" i afegeix que "els economistes denominen a això un cas d'histèresi, volent dir que el passat deixa una empremta permanent en el present".

“Les polítiques de consolidació fiscal han aprofundit les desigualtats per l'augment de la desocupació i les retallades a l'estat del benestar”

Hi ha una darrera qüestió important, i és per quines vies es produiria aquesta millora de les condicions d'oferta (productivitat total dels factors i oferta de factors productius), gràcies a un xoc de demanda. També sobre aquest punt hi ha una coincidència relativament àmplia.⁶⁶ La idea bàsica àmpliament compartida és que un esforç sostingut de demanda que es tradueix en més inversió pública en camps com les infraestructures, l'educació i la recerca tindria un impacte positiu sobre la productivitat i el creixement a llarg termini. També cal considerar l'impacte d'una política d'aquest tipus, no només sobre la productivitat, sinó sobre l'oferta de factors productius.⁶⁷ Yellen (2016) es refereix, en concret a alguns canals a través dels quals es pot transmetre aquest impacte de demanda sobre l'*output* potencial: unes vendes més grans incrementarien la capacitat productiva de l'economia i encoratjarien la formació de capital, especialment si això “va acompanyat de la reducció de la incertesa sobre les perspectives”; un mercat de treball més vigorós pot atreure treballadors que, altrament, continuarien inactius, i finalment, “encara que més especulativament”, segons Yellen, una demanda més forta podria induir significatius guanys de productivitat, propiciant més inversió en recerca i innovació i més incentius per començar projectes empresarials innovadors.

Una segona qüestió que està apareixent de manera insistent és l'efecte de les polítiques aplicades durant la Gran Recessió i, en concret, de les polítiques de consolidació fiscal, sobre l'augment de les desigualtats i, subsegüentment, el d'aquestes sobre el creixement. Aquí s'abordarà només molt succlnament aquest punt, que s'escapa força del tema central que estem examinant i sobre el qual, d'altra banda, hi ha una nombrosa i molt valuosa bibliografia disponible.

Bàsicament, el que interessa subratllar, per als nostres propòsits, és que les polítiques de consolidació fiscal adoptades al llarg de

Gran Recessió han aprofundit de manera notable les desigualtats i que aquest fet ha tingut un impacte apreciable i negatiu en termes de creixement econòmic.⁶⁸ Òbviament, això no significa que la igualtat s'hagi de justificar només en termes d'eficiència. Podria succeir que hi hagués un *trade-off* entre aquests dos objectius i, en tal cas, qualsevol alternativa decidida per la societat de manera democràtica seria perfectament legítima, incloent-hi aquelles que optessin per sacrificar alguns graus d'eficiència per obtenir-ne alguns addicionals d'igualtat. Però el que ara interessa no és això, sinó examinar si aquesta qüestió, és a dir, l'augment de les desigualtats, també pot ser un factor que s'ha de considerar a l'hora de valorar el paper de la política fiscal en el terreny de l'estabilització macroeconòmica i, per tant, en el del creixement del PIB (a curt i a llarg termini).

L'anàlisi de les dades disponibles sembla apuntar que així és. Les polítiques de consolidació fiscal han aprofundit clarament les desigualtats, per la doble via de l'augment de la desocupació i de les retallades en les prestacions de l'estat del benestar. I aquest augment de la desigualtat, d'acord amb diversos treballs, té un efecte negatiu sobre el creixement.⁶⁹ A més, caldria considerar l'impacte en l'augment de les desigualtats de dos factors addicionals, lligats a la Gran Recessió encara que no directament a les polítiques de consolidació fiscal: primer, la necessitat de reconduir els balanços de les economies domèstiques ha provocat un efecte innegable sobre el consum d'unes famílies de baixa renda sobreendeutades; segon, una política monetària d'augment massiu de la liquiditat i tipus d'interès propers a zero ha conduït a un augment apreciable dels preus dels actius, la qual cosa ha beneficiat els percentils de riquesa més alts.⁷⁰

Tot això té implicacions també importants sobre la política fiscal.⁷¹ En primer lloc, les polítiques públiques haurien de tractar

68 Vegeu Ostry-Loungani-Furceri (2016: 40-41) i Ubide (2016).

69 Ostry-Loungani-Furceri (2016: 41) subratllen que “l'increment de la desigualtat engendrat per l'obertura financera i l'austeritat pot, per ell mateix, perjudicar el creixement” i afegeixen que [aquest impacte sobre el creixement] és l'única cosa que interessa a l'agenda neoliberal. Vegeu, també, Ostry-Berg-Tsangarides (2014).

70 Roach (2017) afirma que, “agradi o no, la política monetària ha esdevingut un instrument de creixent desigualtat”. Aquesta qüestió, tanmateix, ha estat àmpliament debatuda els darrers temps, amb posicions no necessàriament coincidents; vegeu, per exemple, White (2012), Mersch (2014), ECB (2016: 48-51), Dietsch-Fontan-Claveau (2016) i Fontan-Jourdan (2017).

71 Ostry-Loungani-Furceri (2016: 41).

66 Vegeu Solow (1997: 232), Summers (2016), Blinder (2016: 6), Yellen (2016: 1) i Furman (2016).

67 Solow (1997: 232) i Blinder (2016: 6) parlen de l'efecte d'aquest augment sostingut de la demanda incorporant nous treballadors al mercat de treball o induint més formació de capital.

Cal un projecte polític que sàpiga transformar les idees en propostes de polítiques capaç d'obtenir la confiança d'una majoria social

de mitigar per endavant la desigualtat, amb polítiques educatives i de formació que afavorissin la igualtat d'oportunitats (les denominades polítiques preredistributives). En segon lloc, les estratègies de consolidació fiscal, quan resultessin inevitables, s'haurien de dissenyar de manera que tinguessin el menor impacte possible sobre els grups de menys nivell de renda.⁷² I, en tercer lloc, caldria reforçar les polítiques que tenen un caràcter directament redistributiu per tal de tendir als patrons de distribució de la renda que es consideressin socialment desitjables.

El complex procés de canvi de paradigma⁷³

Ens trobem, doncs, en un moment de mutació profunda del consens existent abans de la crisi sobre la política fiscal: sobre la seva rellevància, la definició de les seves funcions i el paper que li correspondria representar en el *mix* de polítiques macroeconòmiques de caràcter estabilitzador. El qüestionament del consens neoliberal sobre política fiscal és especialment important, a més, perquè afecta el moll de l'os del que ha estat el paradigma dominant durant els 30 anys d'hegemonia neoliberal-conservadora en el punt decisiu de la importància relativa d'Estat i mercat en l'activitat econòmica.

La Gran Recessió ha creat, probablement, les condicions que haurien de desembocar en un canvi de paradigma econòmic. Com assenyalava Yellen, un cop més un esdeveniment econòmic extrem ha obligat a replantejar els vells paradigmes anteriors i ha esquarterat molt seriosament la confiança en les veritats preexistents. De la mateixa manera que la Gran Depressió dels anys 30 del segle passat va obrir les portes al paradigma keynesià, i la crisi del petroli i la *stagflation* dels anys 70 al nou paradigma neoliberal-conservador, la Gran Recessió hauria de donar pas a un nou paradigma,

que replantegi, a un nivell diferent, la qüestió clau de la relació entre mercat i Estat.

Ara bé, els canvis de paradigma no són mai instantanis, no tenen lloc d'un dia per l'altre ni obeeixen a una sola causa. Són sempre la conseqüència d'un conjunt de factors. En part, el canvi es produeix per l'esgotament del paradigma anterior, per la seva incapacitat creixent per explicar els nous problemes. No pel seu fracàs absolut, atenció. El paradigma declinant va tenir el seu moment de glòria. En el seu inici va ser capaç d'explicar les coses millor que no el que l'havia precedit i per això va arribar a adquirir una posició dominant. Les seves aportacions deixen un pòsit, una capa més de les successives capes amb les que es va construint el pensament econòmic, com les polítiques econòmiques, com les institucions socials. El procés de canvi de paradigma no té un caràcter circular, no hi ha simplement el retorn al paradigma que hi havia abans del que ara ha quedat desplaçat. El progrés del coneixement en economia avança més aviat en forma d'espiral, que no de cercles. Gira (fins i tot, 180 graus) a l'entorn d'una qüestió bàsica (el paper relatiu de l'Estat i el mercat en l'economia), a la vegada que es desplaça cap amunt perquè cada paradigma afegeix nous coneixements, que queden incorporats de manera relativament permanent al cos de coneixements generalment acceptats.

Simplement, el paradigma va declinant perquè perd la seva força creativa i un altre paradigma emergent és capaç de comprendre i explicar millor la nova realitat. Aparentment, això és el que ara caldria esperar que passés amb el paradigma dominant els darrers 30-40 anys. La Gran Recessió ha deixat a la vista la seva manifesta insuficiència per detectar el procés que va conduir a la crisi i, després, quan aquesta va esclatar, per explicar raonablement la patologia bàsica de la malaltia. De la mateixa manera que els seus detractors van fer amb el keynesianisme els anys 70, la teoria dels mercats eficients pot ser ara criticada no solament per no haver estat capaç de prevenir la crisi, sinó per provocar-la, primer, i empitjorar-la, després, amb l'aplicació d'uns tractaments equivocats.⁷⁴

Com assenyalava De Grauwe (2010: 63), la Gran Recessió posa de manifest la necessitat d'un nou equilibri entre Estat

72 D'altra banda, les mesures fiscals adreçades a aquests col·lectius (*hand-to-mouth*) són també, com s'ha vist abans, les que tenen un efecte multiplicador més elevat sobre el PIB.

73 Aquest apartat està basat, en bona part, en Castells (2014: 97 i seg.).

74 Afirmava Blyth (2013: 15) que "després de tot, la crisi financera ha posat en qüestió d'una manera molt clara les idees centrals de la teoria dels mercats eficients; [en conseqüència] reemplaçar, després de la crisi, aquestes idees no hauria de ser una sorpresa".

i mercat. Molts han parlat del retorn del keynesianisme.⁷⁵ I, sens dubte, aquest nou equilibri entre Estat i mercat, l'eficàcia demostrada per l'aplicació de les polítiques keynesianes d'estímul de la demanda en el pitjor moment de la crisi, significa una rehabilitació del pensament i de les propostes de Keynes. Però, d'acord amb el que s'ha vist en els apartats precedents, aquest retorn no hauria de significar simplement tornar al consens previ al consens neoliberal-conservador, a l'aplicació de les receptes de *fine tuning* vigents en els denominats anys d'or del keynesianisme i l'estat del benestar (des de mitjan anys 40 fins a mitjan anys 70 del segle passat).

Alguns canvis semblen clars. Per una banda, en mercats fortament integrats i en l'època de la globalització, les polítiques keynesianes no són aplicables en un únic país. Cal fer-ho en un àmbit territorial més ampli i per institucions de govern d'un àmbit equivalent. Per altra banda, un punt bàsic d'aquest nou consens és el paper central de la inversió pública com a element clau no solament per incidir en la demanda agregada a curt termini, sinó també en el creixement tendencial del PIB. Aquesta concepció és molt diferent de la que va propagar la Vulgata keynesiana, amb les polítiques de *fine tuning*, durant els anys daurats del keynesianisme i s'assembla molt més a la idea de Keynes d'atorgar a l'Estat un paper clau per tal de mantenir en tot moment el nivell d'inversió socialment necessària. Amb raó alguns han pogut dir que aquest nou consens té un aire de "refinat paleokeynesianisme".⁷⁶

Però, com se subratllava abans, el canvi de paradigma no és mai ni ràpid ni lineal. És el fruit d'un procés complex, amb múltiples interrelacions, en què els factors polítics i socials tenen un paper de primera importància. Perquè tingui lloc el sorgiment d'un nou paradigma, d'un nou consens sobre el paper relatiu de l'Estat i el mercat, no n'hi ha prou que l'anterior hagi fracassat. A més, són necessaris alguns factors addicionals. En primer lloc, és necessària la construcció d'un nou cos d'idees, articulades i consistents, capaç de desafiar i

desplaçar les prevalents fins aquell moment en el terreny del pensament econòmic. En segon lloc, hi ha d'haver un projecte polític que el faci seu, que sàpiga transformar les idees en propostes de polítiques i que sigui capaç d'obtenir la confiança d'una majoria social. Això requereix una cosa molt important i és que els valors que encarna el nou paradigma connectin amb l'escala de valors que impregnen la societat en aquell moment històric determinat.⁷⁷ I, en tercer lloc, aquest nou paradigma ha de demostrar que és capaç de fer front i resoldre en la realitat els problemes que l'anterior no va saber solucionar de manera satisfactòria.

Els temps presents són temps de transició del vell al nou paradigma. En el camp de la política fiscal i, més enllà, en el terreny decisiu d'un nou equilibri entre Estat i mercat. L'anterior ha mostrat les seves enormes febleses i limitacions, però encara sobreviu, perquè no hi ha una alternativa a punt, ni en el terreny de la construcció d'un cos de pensament articulat, ni en el de l'encarnació d'aquestes idees en un projecte polític, ni en el dels valors socials hegemònics en què hauria de fructificar aquest projecte. Mentrestant, el vell paradigma és una carcassa buida, sense res a proposar ni força creativa, però és el que continua dictant les regles de l'ortodòxia intel·lectual i política. ■

77 Backhouse-Bateman (2011: 145-146) destaquen que el principal problema és que els economistes han ignorat aquesta dimensió moral de la crisi: "per bé o per mal, fa molt de temps que la professió econòmica va renunciar a examinar les qüestions morals quan es va declarar ella mateixa una ciència «sense valors» (*value-free*) a mitjans dels segle XX". Tanmateix, aquests valors estan sempre subjacents en els supòsits en què es basa l'anàlisi econòmica i, quan no són formulats explícitament (com reclamava Myrdal que calia fer), s'introdueixen implícitament, sense dir-ho, i, per tant, fent trampa, d'alguna manera. O no és optar implícitament per un "argument moral", com assenyalen Backhouse i Bateman, suposar que "les persones tenen dret a quedar-se tot el que obtinguin en el lliure mercat, encara que això suposi una recompensa multimilionària per fer molt poc o per no fer un treball real; [o no és també] un argument moral afirmar que els impostos són una intrusió en la propietat privada"? O, encara més sagrant, no és un argument moral l'afirmació de Lucas (2004: 8) que la tendència a centrar-se en les qüestions que afecten la distribució de la renda és "la més seductora, però també la més verinosa"? El mateix Knight, cap de l'Escola de Chicago quan Friedman començava, evidenciava aquesta dimensió moral quan manifestava la seva incomoditat amb els plantejaments de Friedman perquè "un sistema completament basat en l'interès propi posaria problemes morals" i afirmava que "la persecució del benefici «ha de ser condimentada amb la misericòrdia», Madrick (2015: 110).

75 De Grauwe (2010), Sandbu (2016).

76 Sandbu (2016) afirma que "l'aproximació dels models neokeynesians [una variant, com hem comentat, dels DSGE], que ha dominat el pensament macroeconòmic durant les passades dècades, que incorporava reserves sobre què es podia aconseguir amb una gestió activista de la demanda, està essent desafiat per un refinat paleokeynesianisme".

Referències

- Alesina, Alberto; Perotti, Roberto** (1995, agost). "Fiscal expansions and Fiscal Adjustments in OECD Countries". Working Paper 5214, *NBER Working Paper Series* (*Economic Policy*, 21: 207-247).
- Alesina, Alberto; Ardagna, Silvia** (1998). "Tales of Fiscal Adjustments". *NBER Macroeconomics Annual*. Cambridge (Massachusetts): National Bureau of Economic Research.
- Auerbach, Alan; Gorodnichenko, Yuriy** (2011, juny). "Measuring the Output Responses to Fiscal Policy". *American Journal-Economic Policy*, vol. 4, p. 1-27.
- Backhouse, Roger; Bateman, Bradley** (2011). *Capitalist Revolutionary. John Maynard Keynes*. Cambridge (Massachusetts): Harvard University Press.
- Batini, Nicoletta; Callegari, Giovanni; Melina, Giovanni** (2012, juliol). "Successful Austerity in the United States, Europe and Japan". *IMF Working Paper*, WP/12/190. Fons Monetari Internacional.
- Blanchard, Olivier** (1984). "Current and Anticipated Deficits, Interest Rates and Economic Activity". *European Economic Review*, vol. 1, núm. 20, p. 7-27.
- (2016, agost). "Do DSGE Models Have a Future?". Policy Brief 16-11, Peterson Institute for International Economics.
- Blanchard, Olivier; Leigh, Daniel** (2012, octubre). "Are We Underestimating Short-Term Fiscal Multipliers?". *World Economic Outlook: Coping with High Debt and Sluggish Growth*. Washington: International Monetary Fund.
- (2013, febrer). "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers". Working Paper 18779, *NBER Working Paper Series*.
- Blinder, Alan** (2016, maig). "Fiscal Policy Reconsidered". Policy Proposal 2016-05. The Hamilton Project, Brookings.
- Blinder, Alan; Yellen, Margaret** (2001). *The Fabulous Decade: Macroeconomics Lessons from the 1990s*. Nova York: Century Foundation Press.
- Blyth, Mark** (2013). *Austerity. The History of a Dangerous Idea*. Oxford University Press.
- Buchanan, James; Wagner, Richard** (1977). *Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes*. Londres: Academic Press.
- Castells, Antoni** (2014). *La economía política de la austeridad: reflexiones a propósito de la Gran Recesión* [discurs d'ingrés a la Reial Acadèmia de Ciències Econòmiques i Financeres, Barcelona, 20 de febrer de 2014].
- Chinn, Menzie** (2013, 29 de gener). "Fiscal Multipliers". La Follette School Working Paper 2013-002, *Working Paper Series*.
- Cohen-Setton, Jérémy** (2016, 16 d'agost). *The state of macro redux: The ingredients of DSGE models*. Bruegel.
- De Grauwe, Paul** (2010). "The Return of Keynes". *International Finance*, vol. 1, núm. 13, p. 157-163.
- DeLong, Bradford** (2016a, 11 de juny). "Macroeconomics, Fantasy, Reality, and Economic Utility...". Washington Center for Equitable Growth.
- (2016b, 6 d'octubre). *Fiscal Policy in the New Normal*. IMF Annual Meetings Seminar 2016. Washington.
- (2016c, 15 d'octubre). "Did Macroeconomic Policy Play a Different Role in the (Post-2009) Recovery: Fiscal Policy (draft)?". *Grasping Reality with the Invisible Hand*.
- DeLong, Bradford; Summers, Lawrence** (2012, primavera). "Fiscal Policy in a Depressed Economy". *Brookings Papers on Economic Activity*, p. 233-297.
- Dietsch, Peter; Fontan, Clément; Claveau, François** (2016, 16 de juny). "Central Banking and Inequality". Council on Economic Policies.
- Draghi, Mario** (2014, 22 d'agost). "Unemployment in the euro area". Annual Central Bank Symposium, Jackson Hole.
- Drèze, J.; Wyplosz, C.; Bean, C.; Giavazzi, F.; Giersch, H.** (1988). "The Two-handed Growth Strategy for Europe: Autonomy Through Flexible Cooperation". *Recherches Economiques de Louvain*, vol. 1, núm. 54, p. 5-52.
- Drèze, Jacques; Durré, Alain** (2013, febrer). "Fiscal Integration and Growth Stimulation in Europe".
- Fatás, Antonio; Summers, Lawrence** (2016a, juny). "The Permanent Effects of Fiscal Consolidations". Working Paper 22374, *NBER Working Paper Series*.
- (2016b, 12 d'octubre). "Hysteresis and fiscal policy during the Global Crisis". Vox (CEPR's Policy Portal).
- Fontan, Clément; Jourdan, Stanislas** (2017, , 10 de maig). "How the ECB Boosts Inequality And What It Can Do About It". *Social Europe*.
- Frankel, Jeffrey** (2016, 24 de maig). "Rediscovering Fiscal Policy at the G-7". *Project Syndicate*.
- Friedman, Milton; Friedman, Rose** (1962). *Capitalism and Freedom*. Chicago: Chicago University Press (1982).
- Furman, Jason** (2016, 19 d'octubre). "Five principles to follow for a new fiscal policy". *Financial Times*.
- Giavazzi, Francesco; Pagano, Marco** (1990, maig). "Can Severe Fiscal Contractions be Expansionary?: Tales of Two Small European Countries". Working Paper 3372, *NBER Working Paper Series*.
- Gechert, Sebastian; Will, Henner** (2012, juliol). "Fiscal Multipliers: A Meta Regression Analysis". Working Paper 97, IMK (Macroeconomic Policy Institute).
- Helm, Dieter (ed.)** (1989). *The Economic Borders of the State*. Oxford: Clarendon Press, Oxford.
- House, Cristopher; Proebsting, Christian; Tesar, Linda** (2017, febrer). "Austerity in the Aftermath of the Great Recession". Working Paper 23147, *NBER Working Paper Series*.
- Huidrom, Raju; Kose, M. Ayhan; Lim, Jamus.; Ohnsorge, Franziska** (2016, juny). "Do Fiscal Multipliers Depend on Fiscal Positions?". *Policy Research Working Paper 7724*, World Bank Group.
- Keynes, John Maynard** (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Nova York: Harcourt, Brace and World.
- Klamer, Arjo (ed.)** (1984). *The New Classical Macroeconomics*. Brighton: Wheatsheaf Books.
- Krugman, Paul** (2013, 6 de juny). "How the Case for Austerity Has Crumbled". *The New York Review of Books*.
- (2016, 12 d'agost). "The State of Macro is Sad (Wonkish)". *The New York Times*.
- Lucas, Robert** (2004, agost). "The Industrial Revolution: Past and Future". *Economic Education Bulletin*, American Institute for Economic Research, p. 1-8.
- Madrick, Jeff** (2015). *Seven Bad Ideas*. Nova York: Penguin Random House.
- Merler, Silvia** (2016, 24 d'octubre). "Should we rethink fiscal policy?". Bruegel.
- Mersch, Yves** (2014, 17 d'octubre). "Monetary policy and economic inequality". European Central Bank, Corporate Credit Conference, Zurich.
- Ostry, Jonathan; Berg, Andrew; Tsangarides, Charalambos** (2014). "Redistribution, Inequality, and Growth". *IMF Staff Discussion Note 14/023*, IMF; Washington.
- Ostry, Jonathan; Loungani, Prakash; Furceri, Davide** (2016, juny). "Neoliberalism: Oversold?". *Finance & Development*, IMF, p. 38-41.
- Perotti, Roberto** (2011, novembre). "The 'Austerity Myth': Gain Without Pain?". *BIS Working Papers*, 362, Bank for International Settlements.
- Quiggin, John** (2011, 24 d'octubre). "Expansionary Austerity: Some Shoddy Scholarship". *Crooked Timber*.
- Roach, Stephen** (2017, 26 d'abril). "A World Turn Inside Out". *Project Syndicate*.
- Romer, Paul** (2016, 14 de setembre). "The Trouble With Macroeconomics".

Roubini, Nouriel (2016, 26 de setembre). "The Return of Fiscal Policy". *Project Syndicate*.

Samuelson, Paul (1983). "What would Keynes have thought of rational expectations? (Comment)". A: Worswick-Trevithick. p. 212-217.

Sandbu, Martin (2016, 24 d'octubre). "The return of Keynesianism". *Financial Times*.

Screpanti, Ernesto; Zamagni, Stefano (2005). *An Outline of the History of Economic Thought*. Oxford: Oxford University Press.

Skidelsky, Robert (1989). "Keynes and the State". A: Helm (1989). p. 144-152.

Smith, Noah (2016a, 10 de juny). "Economics Struggles to Cope with Reality". *Bloomberg View*.
—(2016b, 11 de juny). "Economic Theory is Signalling?". *Noahpinion*.

Solow, Robert (1984). "Conversations with Neo-Keynesian Economists: The Older Generation". A: Klammer (1984). p. 127-148.
—(1997, maig). "Is There a Core of Usable Macroeconomics We Should All Believe In?". *The American Economic Review*, p. 230-232.

Summers, Lawrence (2016, 11 de setembre). "Building the case for greater infrastructure investment". *Financial Times*.

Taylor, Timothy (2016, 12 d'agost). "The Future of DSGE Models in Macroeconomics". *Conversable Economist*.

Tobin, James (1984). "Conversations with Neo-Keynesian Economists: The Older Generation". A: Klammer (1984). p. 97-113.

Turnovsky, Stephen; Miller, Marcus (1984). "The Effects of Government Expenditure on the Term Structure of Interest Rates". *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1, núm. 16, p. 16-33.

Ubide, Àngel (2016, 11 d'octubre). "The case for an active fiscal policy". *Vox* (CEPR's Policy Portal).

Weeks, John (2017, 12 d'abril). "Brexit, The UK Economy And Public Policy: The Discredit Where Discredit Is Due". *Social Europe*.

White, William (2012, agost). "Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences". Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper 126, Globalization and Monetary Policy Institute.

Wolfers, Justin (2016, 4 de juny). "New Directions in Research and Policy". Blanchard-fest celebration, MIT.

Worswick, David; Trevithick, James (eds.) (1983). *Keynes and the Modern World*. Cambridge: Cambridge University Press.

Wren-Lewis, Simon (2015, 19 d'agost). "Reform and revolution in macroeconomics". *Mainly Macro*.
—(2016, 12 d'agost). "Blanchard on DSGE". *Mainly Macro*.

Yellen, Janet (2016, 14 d'octubre). "Macroeconomics Research after the Crisis". 60th Annual Economic Conference, Federal Reserve Bank of Boston, Boston (Massachusetts).
—(2016, 11 d'agost). "Fiscal multipliers: Where does the buck stop?". *The Economist*.
—(2017, abril). "The distributional impact of monetary policy" (Box 5). *Annual Report 2016*, European Central Bank, p. 48-51.

UN NOU

PARADIGMA PER ALS MERCATS FINANCERS?

Xavier Vives

IESE Business School

La crisi financera i econòmica que es va desencadenar l'any 2007 ha posat en qüestió l'anàlisi econòmica i financera i els seus models. A més a més, ha qüestionat en general el funcionament i l'estabilitat de les economies de mercat, i ha restat credibilitat als mercats financers i les seves institucions. La situació només té un paral·lel amb les conseqüències de la Gran Depressió dels anys 30 del segle passat. Com pot ser que els economistes no anticipessin una crisi de tal magnitud? Atès que la crisi té un origen financer, en què la sobreexpansió del crèdit al sector immobiliari i els productes financers relacionats amb les hipoteques *subprime* van tenir un lloc central, la pregunta pot resultar més punyent per als economistes que es dediquen a estudiar el sector bancari i financer. Cal preguntar-se, doncs, si cal un canvi de paradigma en les finances.

S'alcen les veus dels qui diuen que els mercats financers es caracteritzen per la seva irracionalitat i per generar bombolles especulatives. S'afirma també que els inversors no es com-

porten de manera racional sinó que segueixen comportaments esbiaixats, que els mercats són lluny de l'eficiència i que la teoria financera ha quedat obsoleta. Aquesta és l'opinió, per exemple, de George Soros, un especulador principal en els mercats financers.

Si bé és cert que el paradigma dominant en l'anàlisi dels mercats financers ha estat el d'un mercat competitiu sense friccions, també és cert que una part no negligible de l'anàlisi econòmica ha estudiat les fallades del mercat que es donen en banca i finances: asimetries informatives entre inversors i entitats i entre ells mateixos, efectes externs d'una fallida bancària tant en altres bancs com en l'economia en general, possibilitat d'una crisi sistèmica i problemes de poder de mercat.¹ Recentment, a més, s'hi han afegit amb força les possibles fallades de mercat derivades de biaixos de comportament dels inversors i els consumidors (derivats de l'economia del comportament). Tanmateix, des de la perspectiva macroeconòmica i de la política monetària es van ignorar la possibilitat i els efectes de les crisis financeres en el context del que es va anomenar la gran moderació. Així, es pensava que el cicle econòmic era bàsicament una cosa del passat, atesos els instruments dels bancs centrals per controlar la volatilitat de la producció i dels preus. Tot això va resultar ser un miratge.

1 Dos exemples dels primers models formals de pànic bancaris són Diamond i Dybvig (1983) i Postlewaite i Vives (1987).

A la complexitat assenyalada s'hi afegeix el fet que el sector financer, tant els intermediaris com els mercats, està en transformació. Les forces de canvi que empenyen la transformació són la tecnologia digital i la globalització dels mercats. La digitalització promet una transformació profunda del sector bancari i de serveis financers començant pels mitjans de pagament, gestió de grans bases de dades, i acabant amb l'assessorament financer. Les transaccions en els mercats són fetes, cada vegada més, per màquines més que per operadors humans a través del comerç d'alta freqüència (*high frequency trading*) i moltes plataformes de comerç de valors financers guanyen quota de mercat en els mercats tradicionals, tant en les transaccions d'accions com de bons.

En aquest breu article tractarem sobre quin model és apropiat per al sector bancari i per als mercats financers tenint en compte l'experiència de la crisi, per què no es va anticipar la crisi i si cal un nou paradigma per a les finances.

Quin model per al sector bancari?²

En el sector bancari es donen totes les fallades de mercat clàssiques. Els bancs són únics perquè tenen al seu balanç una gran proporció de deute a curt termini i el fet que els seus dipòsits estan dispersos per petits inversors, i són redimibles en bona part a l'instant. Aquesta estructura del balanç fa que els bancs siguin fràgils, ja que inverteixen en actius a més llarg termini que a més són opacs des del punt de vista dels depositants (l'asimetria informativa és molt gran). Aquests no tenen incentius per fer un seguiment de les inversions i això fa que els bancs tinguin la temptació d'agafar molt risc, sobretot quan estan protegits per la responsabilitat limitada de la societat anònima, per l'assegurança de dipòsit i per polítiques de massa gran per fer fallida (*too-big-to-fail*). Aquestes polítiques es justifiquen pels elevats efectes externs de la fallida d'entitats sistèmiques.

El model competitiu sense friccions no s'aplica al sector bancari i aquest ha estat subjecte a crisis recurrents de les quals la crisi del 2007-2009 n'és el darrer i dolorós exemple. Les crisis moltes vegades han estat precedides per una liberalització del sector financer que no ha estat acompanyada per un reforçament de la regulació. Aquest ha estat el cas de diverses crisis

Es pot dir que la crisi del 2007-2009 ha estat una crisi bancària clàssica augmentada per l'extensió dels canals de mercat

del segle XX incloent-hi les crisis de les *savings and loans* als EUA els anys 80 o la crisi de la banca als països nòrdics els anys 90. Aquesta crisi no n'és una excepció, ja que va estar precedida per una desregulació del sector que va implicar que les entitats tinguessin nivells baixos de capital i de liquiditat.

Es pot dir que la crisi del 2007-2009 ha estat una crisi bancària clàssica augmentada per l'extensió dels canals de mercat, com ara la dependència dels bancs del finançament a l'engròs i del mercat interbancari a curt termini, i també de la titulització d'actius financers com les hipoteques. Un pànic bancari clàssic tenia els dipositants fent cua al banc per treure'n els diners, un pànic bancari modern té els prestadors al mercat interbancari retirant el finançament a curt termini. Aquesta darrera va ser la causa de la fallida de molts bancs durant la crisi, començant per la primera de totes, la del Northern Rock al Regne Unit el 2007, i culminant amb la de Lehman Brothers el 2008, que va provocar una crisi sistèmica global que només va poder ser aturada pel suport del Tresor dels EUA al sector bancari.

La crisi es va gestar, com moltes anteriors –com per exemple el pànic als EUA del 1907– per l'expansió d'una banca paral·lela (*shadow banking*) fora del sector regulat i sense el parai-gua, en principi, dels mecanismes d'estabilitat com el del prestador de darrera instància (el banc central) que proveeix liquiditat en cas de necessitat. L'expansió de la banca paral·lela es deu sobretot a la necessitat de generar deute segur, com el sector bancari tradicional, i a l'aprofitament de les oportunitats d'eludir la regulació (de capital sobretot). La banca paral·lela tenia un balanç molt fràgil amb un excés d'endeutament a curt termini i un gran desfasament de venciments. Quan les males notícies van arribar, sobretot a partir de la família d'índexs ABX de derivats de productes *subprime*, es va produir una retirada massiva de finançament en els vehicles de la banca paral·lela que fins i tot va posar en perill els fons de mercat monetari. Tots els elements (incloent-hi una pressió competitiva creixent i penalitzacions per vendes d'actius a l'alça) es van conjuminar per augmentar el grau de co-

² Vegeu Vives (2016) per a una panoràmica més aprofundida del sector bancari, les fallades de mercat que s'hi donen així com la seva regulació.

moviment de les estratègies dels inversors i la crisi va tenir un component de pànic important.

La crisi del 2007-2009 va posar de manifest fallades reguladores molt importants que van portar a un nivell de capital del sector bancari insuficient en quantitat i qualitat, a una regulació i supervisió inadequades de la banca paral·lela i, sobretot, a una regulació prudencial que no tenia prou en compte el risc sistèmic. En aquest darrer cas, el supervisor no tenia ni tan sols la informació necessària per avaluar aquest risc. La regulació de capital ha estat procíclica i no es van implementar mecanismes per limitar l'assumpció i la concentració de risc a les fases alcistes del cicle econòmic. L'exemple de les bombolles immobiliàries a països tan diversos com els EUA, Irlanda o Espanya és palès. Als problemes reguladors, s'hi afegia una confiança excessiva en la bondat dels mecanismes de govern corporatiu de les entitats financeres per controlar el risc que prenen.

La manca d'atenció als mecanismes que generen risc sistèmic per part dels reguladors ha portat a desenvolupar estudis sobre aquest, tant des del punt de vista teòric com empíric. En particular, s'intenta integrar el coneixement sobre el sector bancari, i la seva mateixa existència, als models macroeconòmics i a la dinàmica d'aquests. L'objectiu és proporcionar instruments per a la supervisió macroprudencial del sistema bancari i financer. A la millora en quantitat i qualitat dels requisits de capital per als bancs, s'hi afegeixen requisits de liquiditat i límits a desfasament de venciments entre el passiu i l'actiu, límits en el mercat hipotecari a l'expansió del crèdit en relació amb el valor dels immobles i provisions anticíclicues.

Quin model per als mercats financers?

El paradigma dominant, per als mercats financers, ha estat el d'un mercat competitiu sense friccions al qual, només de manera limitada encara que creixent, s'han afegit els problemes derivats d'asimetries informatives i, amb més moderació encara, els problemes derivats de l'existència de poder de mercat. Aquesta visió idealitzada del mercat ha estat implícita en els models macroeconòmics. Les asimetries informatives s'han incorporat en el context de la hipòtesi de l'eficiència informacional del mercat i d'expectatives racionals dels agents econòmics. Aquesta hipòtesi manté que els preus dels actius financers reflecteixen la informació que tenen els agents en el mercat sobre els valors fonamentals que impulsen l'economia. Hayek va afirmar la bondat del sistema de preus per

Va sorprendre l'abast i la profunditat de la crisi, la magnitud del risc sistèmic ocult i l'impacte dels canals de contagi a través del mercat

agregar de manera eficient la informació dispersa dels agents en una economia.

La visió dels mercats financers com a irracionals i subjectes a manies i pànics semblaria confirmar la idea que la crisi financera del 2007-2009 és la prova definitiva que els mercats no agreguen la informació dispersa a l'economia tal com explicava Hayek. Seríem més a prop de la visió de Keynes del mercat financer com d'un casino. En aquesta visió els operadors del mercat cometrien errors sistemàtics, tindrien una confiança excessiva en la seva informació i sobreaccionarien a les notícies. Tots aquests fenòmens passen en el mercat, però també és cert que es poden explicar amb comportaments de càlcul racional en condicions d'informació limitada i d'imperfecions dels mateixos mercats. La discrepància dels preus dels actius dels valors fonamentals és real i pot durar molt temps, més que la solvència d'alguns inversors, com advertia el mateix Keynes, però els preus acaben revertint en els valors fonamentals. Les oscil·lacions dels preus es poden explicar per problemes d'incentius mal alineats, manca d'informació i distribució desigual d'aquesta i per una resposta individualment racional a l'entorn. Això no vol dir, tanmateix, que el resultat estigui d'acord amb la racionalitat col·lectiva. A més, si hi afegim possibles biaixos dels inversors, com ara excés d'optimisme i aversió a les pèrdues, podem explicar fluctuacions molt grans dels preus dels actius en relació amb els valors fonamentals.³

Veiem el fenomen quan noves tecnologies arriben al mercat. Així va passar amb la bombolla tecnològica l'any 2000 i el segle XIX amb la inversió en el ferrocarril. Podríem dir que les titulitzacions generades pels bancs prèvies a la crisi també eren un producte nou i que, per tant, la informació era dispersa i de baixa qualitat i la formació de preus descansava en bases poc sòlides. En aquestes circumstàncies, aprofitar les

3 Vegeu Vives (2008) per a una exposició detallada dels models dels mercats financers i la seva eficiència informacional en un context d'informació incompleta i poder de mercat.

onades d'optimisme pot ser racional i els inversors poden decidir cavalcar sobre la bombolla mentre dura, esperant sortir-ne abans que no esclati. Això implica que discrepàncies importants i persistents dels preus en relació amb els valors fonamentals són possibles, i fins i tot probables, quan la informació està dispersa, però que la correcció arribarà tard o d'hora. A mitjà i llarg termini, els preus dels actius financers reflecteixen la realitat de l'economia. Vet aquí que el mercat es pot assemblar al casino de Keynes en el curt termini i a la meravella d'agregació d'informació de Hayek en el llarg termini.

Com podem explicar la sobreexposició de moltes entitats al risc hipotecari i als seus derivats, així com el col·lapse del mercat interbancari? Van ser irracionals els bancs que van titlitzar hipoteques en lloc de mantenir-les en el seu balanç? Una cadena d'incentius mal alineats explica el fenomen. D'entrada, per als bancs, titlitzar volia dir, als EUA per exemple, que s'evitaven requisits de capital i el cost de supervisió dels préstecs. Hi hem d'afegir la complicitat de les agències de qualificació de riscos, que certificaven productes com d'alta qualitat quan no ho eren aprofitant-se de la pobra informació de molts inversors. Els gestors bancaris generaven més negoci i els accionistes estaven protegits per la responsabilitat limitada de les entitats. El sistema de banca paral·lela que gestionava la titlització tenia garanties implícites del sector bancari que amagaven el risc sistèmic generat amb les entitats financeres centrals. La diversificació aconseguida mitjançant la titlització interaccionava de manera perversa amb el risc agregat de cua (*tail risk*) que s'estava formant i que romaníu ocult.

D'altra banda, el col·lapse del mercat interbancari es va produir en bona part per una fallada d'informació, selecció adversa, que ja havia estat estudiada com a fenomen per George Akerlof. Aquesta situació es dona quan només els bancs més arriscats són els que queden en el mercat demanant finançament i, per tant, ningú no els vol deixar diners. Els bancs, durant la crisi, no es refiaven els uns dels altres perquè un banc no sabia quants actius problemàtics tenia el banc al qual li demanava finançament. El comportament dels bancs no va ser irracional, sinó que calia la intervenció pública per restaurar la confiança en el sistema.

Veiem, doncs, que incorporar imperfeccions en l'anàlisi del mercat financer ens permet poder explicar fenòmens com les bombolles especulatives, la gran volatilitat i les discrepàncies duradores entre els preus i els valors fonamentals. A més, de-

penent del tipus de fricció que sembli més important, les conseqüències per al disseny de mesures reguladores poden ser ben diferents. Per exemple, si es pensa que els inversors tenen biaixos importants en el seu comportament, aleshores les mesures de protecció d'aquests seran rellevants i poden arribar a ser paternalistes. Si es pensa que els actors econòmics responen racionalment als incentius que se'ls presenten i a la informació de què disposen, les mesures seran unes altres. Aquí hi pot haver també una asimetria amb els inversors individuals subjectes a biaixos, mentre que les entitats financeres poden respondre als incentius induïts per la regulació d'acord amb el càlcul racional.

Per què no es va anticipar la crisi?

Els mecanismes que generen crisis sistèmiques es coneixien i s'havien estudiat, però va sorprendre l'abast i la profunditat de la crisi, la magnitud del risc sistèmic ocult i l'impacte dels canals de contagi a través del mercat.

Hi va haver diversos economistes, nogensmenys, que van alertar que el sistema financer era més inestable del que es pensava. Començant per Raghuram Rajan, economista en cap de l'FMI i després governador del Banc Central de l'Índia, ara retornat a l'acadèmia, que va advertir l'any 2005 de l'acumulació de risc ocult en el sistema financer internacional i que aquesta podia portar a una crisi sistèmica de grans proporcions (Rajan, 2006). Aquests són alguns dels seus arguments premonitoris. Un mecanisme generador d'inestabilitat era l'incentiu dels agents del sistema per prendre risc, que era invisible des del punt de vista dels inversors; un altre era el comportament de ramat dels gestors financers, pel qual s'imiten uns i altres en lloc de cercar informació de manera independent i actuar en conseqüència. Una paradoxa és que el fet que els mercats financers siguin més profunds, cosa que implicaria que són més resilents a perturbacions petites però que ho poden ser menys a xocs grans, fa que la banca sigui més inestable, ja que bancs que depenen de la liquiditat proveïda pel mercat no poden assegurar la liquiditat quan hi ha una crisi. D'altra banda, la competència entre gestors financers que tenen una remuneració basada en el rendiment relatiu d'uns envers els altres pot portar a comportaments més correlacionats, que resulten en una probabilitat més gran d'una crisi sistèmica.

Nouriel Roubini va anticipar que l'esclat de la bombolla en el sector immobiliari als EUA, desencadenada per l'efecte retardat de la pujada de tipus d'interès, portaria a una crisi bancà-

ria sistèmica i a una recessió. Aquesta predicció anava en contra del consens dels models que feien servir els macroeconomistes. La raó és que aquests models no consideraven possibles problemes en el sector bancari en ignorar l'existència dels mateixos bancs. A més, va apuntar que el relaxament de la regulació financera, promogut per la banca d'inversió als EUA, va permetre el creixement del risc sense control.

El premi Nobel Paul Krugman també va deixar clar ja fa molt temps que la llarga crisi del Japó, després de l'esclat de la seva bombolla immobiliària, no era necessàriament una curiositat per ignorar sinó la manifestació de la famosa trampa de la liquiditat de Keynes, que fa inefectiva la política monetària convencional, i que la capacitat dels bancs centrals d'evitar depressions econòmiques podia ser limitada. Els problemes econòmics manifestats arran de la Gran Depressió dels anys 30 tornaven a estar sobre la taula. Semblava que les lliçons de Keynes haguessin estat oblidades.

L'etapa de la gran moderació amb volatilitat baixa del PNB i la inflació als països avançats va ser en part un miratge on el risc sistèmic, en particular el risc de cua (*tail risk*) que es dona amb probabilitat baixa s'acumulava sota la catifa. L'absència de volatilitat no vol dir que no hi hagi risc, ja que aquest risc de cua pot tardar molt a manifestar-se. Així va passar amb el risc en productes financers hipotecaris *subprime* i tot l'edifici de derivats financers que s'havia construït al damunt. La resposta als xocs del *crash* borsari d'octubre del 1987, la crisi russa del 1998 i l'esclat de la bombolla tecnològica el 2000-2001 no van provocar crisis sistèmiques perquè eren crisis als mercats d'accions i no involucraven el crèdit i el sistema bancari. En una economia moderna monetària els bancs tenen un paper central en el sistema de pagaments i d'oferta de crèdit.

Cal un nou paradigma de les finances?

Els instruments per entendre les crisis bancàries i la dinàmica dels preus dels actius financers en mercats imperfectes han estat desenvolupats per molts economistes, entre els quals m'incloc, que han dedicat la seva activitat acadèmica a entendre les fallades del mercat, ja sigui per problemes d'asimetria en la informació, externalitats o poder de mercat. Totes elles es donen en abundància en els mercats financers. Al mateix temps, és cert que un sector de la professió, i en particular d'economistes dedicats a les finances, ha mantingut el model idealitzat competitiu sense friccions per modelar el mercat financer i que des de la macroeconomia s'ha ignorat el paper

del sector bancari i la possibilitat de crisis sistèmiques. Alhora, una part de la professió s'ha alineat amb Milton Friedman, mantenint que un bon model econòmic no necessita fer supòsits realistes, només cal que el resultat del model no quedi contradit per les dades. Que el model funcioni, en definitiva. El problema és que molts d'aquests models amb supòsits realment difícils d'engolir, des del coneixement empíric i el sentit comú, han funcionat molt malament quan l'entorn no ha estat estable. En contraposició a Friedman, Paul Samuelson argumentava que els supòsits dels models han de ser realistes.

Un resultat positiu de la crisi és que ara es para molta més atenció al sector bancari, al risc sistèmic i a les seves implicacions macroeconòmiques, així com a les imperfeccions dels mercats financers. Cal posar al centre de l'anàlisi dels mercats financers les imperfeccions i possibles fallades del mercat. Cal desplaçar el paradigma per defecte sobre els mercats financers de l'ideal competitiu a un mercat amb friccions d'asimetria informativa, externalitats i poder de mercat amb els èmfasis que corresponguin a cada cas analitzat. Cal desenvolupar i integrar bé els models que expliquen les imperfeccions dels mercats i les crisis bancàries en els models que intenten explicar el funcionament global de l'economia. Al mateix temps, cal adaptar i desenvolupar els models del sector bancari i dels mercats financers per acomodar les noves realitats tecnològiques que afecten tant les entitats, amb entrada de nous competidors potencials com ara les *fintech*, com als mercats. En resum, hi ha molta feina feta en l'estudi de les imperfeccions dels mercats financers i en el sector bancari, cal construir sobre aquesta i bastir ponts amb les altres especialitats de l'economia per tal que, per defecte, no s'agafi un sistema financer competitiu i sense friccions. ■

Referències

- Diamond, D.; Dybvig, P.** (1983). "Bank runs, deposit insurance, and liquidity". *Journal of Political Economy*, vol. 91, núm. 3, p. 401-419.
- Postlewaite, A.; Vives, X.** (1987). "Bank runs as an equilibrium phenomenon". *Journal of Political Economy*, vol. 95, núm. 3, p. 487-491.
- Rajan, R.** (2006). "Has finance made the world riskier?". *European Financial Management*, vol. 12, núm. 4, p. 499-533.
- Roubini, N.** (2006, 7 de setembre). Speech at the IMF about the U.S. and Global Outlook.
- Vives, X.** (2008). *Information and learning in markets*. Princeton: Princeton University Press.
- Vives, X.** (2016). *Competition and stability in banking*. Princeton: Princeton University Press.



LITERATURA I ECONOMIA

Joaquim Perramon (ed.)
Barcelona: Universitat de Barcelona, 2016

Valentí Pich

President del Consell General d'Economistes

El sol fet d'endinsar-se en el món de les relacions entre la literatura i l'economia és suficient per posar en valor aquesta obra, la qual, per mitjà de nombrosos exemples, se submergeix en un món encara no suficientment explorat, el de la permeabilitat entre aquestes dues disciplines.

Partint dels seminaris de finances del grup de recerca IAFI de la Universitat de Barcelona i de la sèrie de xerrades que Joaquim Perramon va organitzar a l'Ateneu Barcelonès l'any 2012, neix aquest llibre, que compila algunes de les intervencions que hi van tenir lloc i que ha estat coordinat pel mateix Perramon i editat pel Servei de Publicacions de la Universitat de Barcelona.

Resulta molt interessant la reflexió que, en la introducció d'aquest volum, se'ns planteja sobre la preeminència de la fi-

nalitat estètica sobre la didàctica –o viceversa– en la literatura. Tot i que no podem obviar aquells autors purament formalistes, no hi ha dubte que, a l'hora d'escriure, la majoria opten per situar l'acció en un context històric i cultural clarament definit. Això fa que, com diu Perramon, el lector es “nodreixi de la realitat” social i econòmica i que es trenqui la jerarquia de l'estètica sobre la didàctica.

No pretenem dir que l'objectiu d'un escriptor sigui establir un model econòmic, però en situar-nos en un espai-temps concret, ens està mostrant una realitat que podria ser objecte d'anàlisi econòmica. Així, només cal llegir el capítol primer del Quixot (“*que trata de la condición y ejercicio del famoso y valiente hidalgo don Quijote de la Mancha*”) per constatar la posició social del personatge en un determinat context històric i, a mesura que ens anem endinsant en la novel·la, també toparem amb l'enorme presència de fets econòmics com, per exemple, permanents referències al sistema monetari i fiscal de l'època, així com al model de treball i de la propietat.

Si fem un salt en el temps, fins al segle XX, trobarem també exemples molt eloqüents. Tots recordem la frase atribuïda a Josep Pla quan, el 1954, va arribar a Nova York i, en veure la il·luminació nocturna de la ciutat, va comentar allò d’“Escollit! I

“El lector podrà constatar la fèrtil relació entre els dos àmbits i gaudir de rellevants textos de la història de la literatura alhora que transitarà per la realitat econòmica de cada època”

tot això, qui ho paga?”. Precisament, un dels articles de *Literatura i economia* –que tracta sobre “L’economia en el periodisme de Josep Pla”– porta també a col·locació una reflexió de Pla sobre el concepte de riquesa: “El profit, això és l’important en la vida [...]. Una societat vertaderament pròspera i rica només es pot basar en una situació de profit permanent”.

M’he permès seleccionar únicament aquests dos exemples que fan referència a l’entorn del nostre país, però, al llarg de les pàgines d’aquesta publicació, trobarem molts més casos que posen de manifest el rerefons econòmic de grans obres d’autors clàssics. Escriptors com Mark Twain o Bertolt Brecht creen mons en què l’economia n’és el fil conductor; en les novel·les d’altres autors, com ara Theodore Dreiser, Benito Pérez Galdós o Vicente Blasco Ibáñez, l’economia és tractada de manera molt explícita. També hi ha qui, com Goethe –que va ser ministre de Finances–, posa els seus coneixements en la matèria al servei de la seva prosa i qui, com Narcís Oller –a *La febre d’or*–, basa les seves trames en fets econòmics rellevants. Tampoc no podem oblidar aquelles obres –recordem *El gran Gastby* o *Las uvas de la ira*– on hi ha una clara presència d’un determinat cicle econòmic.

Doncs bé, a través de l’anàlisi de l’obra d’aquests i altres autors, se’ns obre la possibilitat de visualitzar les intenses connexions entre economia i literatura. A més a més, crida l’atenció la varietat de literats –de diferents èpoques i estils– els textos dels quals han servit de base per bastir aquesta interessant obra, en la qual es recopilen 18 textos redactats per economistes i investigadors de diferents disciplines (economia, filologia, història, dret, filosofia...), cosa que hi aporta un valor afegit.

Gràcies a aquest treball, el lector podrà constatar la fèrtil relació entre els dos àmbits i gaudir de rellevants textos de la història de la literatura, alhora que transitarà per la realitat econòmica de cada època. D’altra banda, els economistes –ave-sats a l’ús d’un llenguatge tècnic enrevessat– podrem prendre

consciència que una prosa acurada no té per què comportar excessiva complexitat, agafant com a exemple la feina ben feta dels nostres literats i economistes clàssics.

En moltes ocasions, la literatura ens ajuda a entendre els fets econòmics i, fins i tot, alguns economistes la utilitzen com a testimoni de la realitat. A la vegada, els escriptors sovint prenen l’economia com a font d’inspiració en les seves obres. Mitjançant la lectura de cadascuna de les pàgines d’aquesta compilació d’articles, podrem percebre nítidament aquesta simbiosi i, gràcies a la visió que els diferents autors de *Literatura i economia* ens ofereixen de les grans obres de la literatura, ens veurem, sens dubte, impel·lits a acudir a les nostres biblioteques per llegir o rellegir aquells llibres que creiem oblidats, a l’objecte de desxifrar el rerefons econòmic que s’oculta en les seves trames mentre gaudim d’una bona novel·la. ■

REVISTA ECONÒMICA DE CATALUNYA

DIRECTOR
Martí Parellada

SECRETARI CONSELL DE REDACCIÓ
Antoni Garrido

CONSELL DE REDACCIÓ

Oriol Amat
Ezequiel Baró
Jordi Caballé
Montserrat Casanovas
Antoni Castells
Josep Maria Duran
Anton Gasol
Enric Genescà
Francesc Granell
Jordi Gual
Guillem López Casanovas
Andreu Morillas
Valentí Pich
Joaquín Trigo
Joan Trullén

SECRETÀRIA
Carme Cuartielles

COORDINACIÓ I SUPERVISIÓ LINGÜÍSTICA

TRADUCCIÓ DEL CASTELLÀ
Marta Guspí Saiz

TRADUCCIÓ DE L'ANGLÈS

Marta Arman Albert

DISSENY I PRODUCCIÓ EDITORIAL

ZETACORP. Publicacions Corporatives
(Grupo Zeta). Consell de Cent, 425.
08009 Barcelona. Tel. 93 227 94 16

SUBSCRIPCIONS
sgomez@coleccionomistes.cat

PROMOCIÓ
cperezdelpulgar@coleccionomistes.cat

DIPÒSIT LEGAL
B. 8.160-1975
ISSN 135-819 XX

COMISSIÓ GESTORA DEL COL·LEGI D'ECONOMISTES DE CATALUNYA

DEGÀ
Joan B. Casas Onteniente

VICEDEGÀ
Alfred Albiol Paps

PRESIDENT TERRITORIAL DE BARCELONA

Joan Ràfols Esteve

PRESIDENT TERRITORIAL DE GIRONA

Esteve Gibert Utset

PRESIDENT TERRITORIAL DE LLEIDA

Joan Turmo Montanuy

PRESIDENT TERRITORIAL DE TARRAGONA

Pere Segarra Roca

SECRETÀRIA
Montserrat Casanovas Ramon

INTERVENTOR
Anton Gasol Magriña

TRESORER
Eduard Soler Villadelprat

VOCALS
Xavier Subirats Alcoberro
Emilio Álvarez Prez-Bedia
Manuel Cambarà Moreno
Jordi Caballé Vilella
José Ignacio Cornet Serra
Xavier Segura Porta
Joan Rojas Graell
Josep Maria Riu Vila
Modest Guinjoan Ferré
Avelino Vázquez Parcero
Jordi Albiol Plans
Luís Jorge Mas Vilellas
Rodrigo Cabedo Gregori
Lluís Bigas de Llobet
Xavier Amargant Moreno
Albert Jover Roig

CONSELLERS
Esteve Sarroca Punsola
Raimon Casanellas Bassols
Carlos Puig de Travy
Josep Lluís Sánchez Cristóbal
Manuel Barrado Palmer

NORMES PER A LA PUBLICACIÓ D'ORIGINALS

1. Els originals s'han d'enviar a l'adreça electrònica rec@coleccionomistes.cat.
2. L'extensió dels treballs no pot superar les 4.000 paraules, incloent-hi quadres, gràfics, mapes, notes i referències bibliogràfiques.
3. Els articles, que han de ser originals inèdits, són sotmesos a avaluació per part d'especialistes qualificats.



Col·legi d'Economistes de Catalunya

*Al servei dels professionals
de l'economia i de l'empresa*

Seu de Barcelona

Pl. Gal·la Placídia, 32
08006 Barcelona

Seu de Girona

C/ Joan Maragall, 44-46, ent. 3a
17002 Girona

Seu de Lleida

C/ Pere Cabrera, 16, 1r G
25001 Lleida

Seu de Tarragona

Rambla Nova, 58-60, 5è A
43004 Tarragona

www.coleconomistes.cat

