



RAMON TREMOSA I BALCELLS

L'any 1926 l'economista austríac Friedrich August von Hayek (1899-1992) va definir el que anomenava "expansió artificial del crèdit bancari". Els bancs centrals dels principals països desenvolupats imprimien grans quantitats de bitllets que, en ser facilitats a les entitats financeres a gran escala, van permetre baixar substancialment els tipus d'interès i van donar lloc a uns grans augments del crèdit bancari a individus i empreses. Hayek definia com a "artificials" aquests augments de l'activitat creditícia, per tal com no responien a la dinàmica natural del mercat del crèdit bancari, en el qual l'estalvi d'un país en configura l'oferta de fons prestables i les peticions de crèdits per a invertir (ja sigui per part d'individus o d'empreses) en conformen la demanda. Així, s'originaven de forma artificial cicles recurrents d'expansió i de depressió econòmica en els principals països desenvolupats, fins al punt que Hayek va ser dels pocs economistes que van avisar de les greus conseqüències que podria comportar aquesta manipulació del mercat creditici: de fet, el que fou premi Nobel d'economia l'any 1974 va ser dels pocs economistes que van predir la gran depressió dels anys trenta, de la qual els Estats Units només en van poder començar a sortir l'any 1941 per mitjà d'una economia de guerra (i de llavors ençà la despesa militar en relació al PIB no ha disminuït...).

La intervenció de tot mercat per part del sector públic, atès que els bancs centrals són bancs públics, acostuma a suposar el que els economistes anomenem una "distorsió de les expectatives dels agents econòmics". El preu d'un bé, en aquest cas el preu del diner, esdevé de cop i volta més barat i això genera una superior demanda del bé en qüestió per part d'individus i empreses. El diner a baix preu de la dècada daurada dels anys 20 del segle passat va comportar un gran augment de la inversió empresarial, que es va concretar en ingents increments de la producció de béns i serveis. Les empreses, però, van generar llavors molta més producció de la que podien absorbir els consumidors, la qual cosa va crear grans excessos d'oferta que els mercats corregeixen amb caigudes dels preus. Així, la gran depressió dels anys 30 va ser originada per un gran excés d'oferta i va anar acompanyada de llargs episodis de deflació (caiguda general i continuada dels nivells de preus). Aquesta situació presenta avui algun paral·lelisme, salvant les distàncies, amb el que s'observa al Japó i amb el que es comença a observar als Estats Units i a Alemanya.

# Ens estem endeutant

**"Avui les empreses estan més endeutades que mai, perquè han realitzat grans ampliacions de les seves instal·lacions productives a baix cost, una part de les quals ara estan en part ocioses per causa d'una demanda menor a la prevista"**

Avui també el preu del diner està fortament "subvencionat" a tot el món per part dels bancs centrals. En el nostre cas, el Banc Central Europeu (BCE) incrementa la quantitat de diner per sobre de l'increment del PIB de la zona euro, la qual cosa genera distorsions com les abans esmentades: si, per exemple, els cotxes produïts a la zona euro en un any creixen un 1% a la UE (com és ara el creixement del PIB de la zona euro), caldria augmentar els mitjans monetaris per a comprar aquest volum superior de producció en un 1%, però el fet és que la quantitat de diner creix un 8% anual a l'eurozona per decisió del BCE. Com a resultat d'aquestes polítiques monetàries tan expansives practicades als principals països desenvolupats, que suposen grans injeccions de diner en circulació, al Japó el tipus d'interès ja ha arribat al 0%, als Estats Units a l'1% i a la UE al 2%, en una situació que determina els preus del diner més baixos en dècades.

Aquests tipus d'interès, però, són molt més baixos dels que es fixarien en els mercats financers sense intervenció, com a resultat del lliure i estricte joc de l'oferta d'estalvi, constituïda pels dipòsits bancaris, i la demanda d'inversió d'empresaris, de crèdit al consum i de crèdits hipotecaris. En aquest sentit, cal recordar que els bancs públics amb monopoli d'emissió de moneda són un invent recent, encara no fa dos segles, i que durant llargues etapes de prosperitat econòmica eren els banquers privats qui emetien moneda en lliure competència entre ells, paper moneda que era acceptat per part dels individus en funció de la confiança que generava cada banquer en l'exercici de la seva activitat.

Tot resseguint Hayek, aquesta continuada intervenció del sector públic en un mercat tan important com és el mercat del diner genera efectes "perversos", en el sentit d'efectes no previstos i no desitjats. D'una banda, un diner tan barat anima tothom a endeutar-se, fins i tot per sobre de les pròpies capacitats: hi ha projectes empresarials que es duen a terme només i gràcies al fet que els tipus d'interès són tan baixos, projectes que no serien viables amb un tipus d'interès més alt; hi ha moltes persones que s'hipotequen per a tota la vida comprant un immoble, tot confiant que els tipus d'interès no pujaran substancialment en els propers vint o trenta anys i que difícilment podran afrontar el seu deute si aquests tipus puguen substancialment en el futur. I també un cost de l'endeutament del sector públic tan baix tempta els governants a recórrer al dèficit públic, com es veu als EUA, al Japó, a

# en excés?



"La caiguda dels tipus d'interès desincentiva els individus i les empreses a estalviar, ja que les retribucions a l'estalvi són quasi nul·les o fins i tot negatives si hi descomptem la inflació."

França i a Alemanya actualment, on els dèficits públics a l'alça no fan més que anticipar augments dels tipus d'interès a mig i llarg termini per a poder-los finançar (i ja se sap que si els tipus d'interès del deute públic augmenten, el conjunt de preus del diner de l'economia evolucionen en la mateixa direcció).

D'altra banda, la caiguda dels tipus d'interès desincentiva els individus i les empreses a estalviar, ja que les retribucions a l'estalvi són quasi nul·les o fins i tot negatives si hi descomptem la inflació, a més de patir en molts països una fiscalitat desfavorable. Cal tenir present que aquestes polítiques monetàries tan expansives redueixen el volum mundial de l'estalvi, fins al punt que la seva davallada constitueix ja un problema global. Als Estats Units, per exemple, l'estalvi privat és quasi nul: els individus viuen a crèdit i gasten tant o més del que ingressen, les empreses no estalvien i amb George Bush el sector públic, que amb Clinton obtenia superàvits pressupostaris per tal de compensar la manca d'estalvi privat, s'endeuta de manera creixent. I cal recordar que si no hagués estat per l'estalvi de la resta del món (principalment japonès) la gran expansió econòmica dels Estats Units dels darrers deu anys no s'hauria pogut produir, per manca de recursos que financessin els projectes d'inversió. L'estalvi, però, va disminuint a tot el món, fins i tot al Japó, que és la gran reserva mundial d'estalvi, per tal com els japonesos encara estalvien un 30% de la seva renda anual enfront d'un 11% dels europeus i d'un 1% dels nord-americans.

El resultat és que avui les empreses estan més endeutades que mai, perquè han realitzat grans ampliacions de les seves instal·lacions productives a baix cost, una part de les quals ara estan en part ocioses per causa d'una demanda menor a la prevista. I els individus estan també més endeutats que mai, i creix any rere any la part de la seva renda disponible que s'utilitza per pagar els interessos dels crèdits. Segons l'Institut Nacional d'Estadística, a Catalunya el pes del crèdit bancari sobre el PIB català ha passat de representar un 60% l'any 1995 a un 115% l'any 2002, havent passat aquests percentatges del 55% al 111% al País Valencià i del 60% al 130% a les Illes Balears en el mateix període.

L'efecte de les expectatives alterades i de l'endeutament creixent podria ser la causa principal del procés de disminució de la inflació que s'ob-

serva als principals països desenvolupats, amb els Estats Units i Alemanya acostant-se al creixement zero dels preus. Si respon a increments de la productivitat, la deflació no és negativa per a un país, com ho demostra el sòlid creixement amb deflació del període 1880-1910 als Estats Units. Si respon, però, a excés d'oferta i a excés de capacitat productiva, la deflació pot generar una espiral de depressió econòmica com la dels anys 30 en aquell país. I si la deflació es combina amb un deute elevat de famílies i empreses, aquest deute serà més difícil de "pair": si per exemple demanem al banc 150.000 euros per adquirir un apartament a vint anys, en un context d'augment de preus, els salaris també evolucionen a l'alça i el retorn del capital és més assequible, mentre que en un context deflacionari passaria tot el contrari. En aquest sentit als EUA, on hi ha un mercat laboral flexible, quan baixen els preus acostumen a baixar també els salaris; a la UE, però, on el mercat laboral no és tan flexible, si baixen els preus el mercat s'ajusta "via quantitat", és a dir, per mitjà d'un augment de l'atur.

Preu del diner artificialment baix, increments forassenyats del crèdit a individus i empreses, distorsió d'expectatives, sobreinversió i excés de capacitat productiva, volum de deute creixent, deflació que s'albira als principals països desenvolupats... no hauríem de parlar fins i tot de tipus d'interès manipulats?

*Ramon Tremosa i Balcells és professor de Teoria Econòmica a la Universitat de Barcelona*