

El dia 15 de novembre es van reunir més de vint caps d'estat i de govern a Washington. Un dels objectius era donar consells sobre les conseqüències de la crisi financera mundial. Si alguns en tenen prou amb el sistema d'incentius i les injeccions de capital per part dels estats, uns altres exigeixen un nou *Bretton Woods* (en aquest balneari dels EUA les Nacions Unides van acordar l'any 1944 un sistema de tipus de canvi fix, per a impedir el proteccionisme i la cursa de la devaluació).

Tot allò que fins ara ha fracassat

EDMUND S. PHELPS

(Chicago, 1933)
Premi Nobel d'economia 2006



És absurd de parlar de la *fi del capitalisme*, com fan alguns europeus aquests dies. El benestar pressuposa un lloc de treball lucratiu i interessant, que aporte canvis i reptes. Per aconseguir-ho, cal un capitalisme que funcione.

Ningú no dubta que la indústria bancària ha fracassat als EUA. Els bancs van comprar hipoteques i les van enfarcellar en títols de valor assegurats hipotecàriament, que s'exportaven en grans quantitats a l'estranger i eren sobrevalorats per les empreses financeres que els adquirien.

Una nova manera de pensar és necessària

Quatre premis Nobel d'economia i una pregunta: com hauria de ser l'ordre financer mundial d'ara endavant? Edmund S. Phelps, Robert E. Lucas, Reinhardt Selten, Joseph E. Stiglitz responen a l'interrogant.

Les agències de qualificació creditícia, que basaven les qualificacions únicament en bons supòsits i en cap moment en els escenaris més desfavorables, van ser en gran part responsables d'aquesta sobrevaloració.

En la venda de derivats, com per exemple les assegurances per pèrdua i més títols, els bancs transferien productes financers que resultaven massa complexos d'entendre per a un gran nombre d'inversors.

Finalment, els mateixos bancs es van causar els pitjors danys. L'import dels seus préstecs i l'import dels crèdits, que ells mateixos havien demanat per concedir aquests préstecs, eren tan elevats en comparació amb el seu capital, si més no el capital propi, que cada pertorbació del preu del patrimoni —com una onada de pèrdues o un vertiginós ascens de les quotes de liquiditat— podia tenir resultats desastrosos per a la capacitat contractual d'un banc.

Que els bancs estiguessen disposats a córrer cada vegada riscos més grans en les adquisicions —fins arribar a fer fallida— és una conseqüència de la remuneració dels seus treballadors: cada dia que el banc poguera continuar fent negocis augmentava la riquesa dels treballadors. No hi havia normes de reclamació de devolució, per les quals una gratificació s'obté només en cas d'un rendiment a llarg termini. Cal una regulació d'aquest punt? Sens dubte, allà i ací són imprescindibles noves reglamentacions.

Malgrat tot, molts observadors adueixen que les limitacions que s'han d'imposar als bancs són més aviat per aquest motiu —que les inspeccions han desapropiat el seu poder— i per falta d'autoritats reguladores. Siga com siga, és necessària una nova manera de pensar.

Un problema fonamental, al qual s'ha d'enfrontar el debat sobre la regulació, és la qüestió de quina funció ha d'exercir la indústria bancària. Aquests dos darrers decennis, els bancs han intentat progressivament guanyar diners amb hipoteques sobre la casa pròpia o la propietat industrial. Com que tot això s'ha revelat difícil, en el futur els bancs hauran de reduir el volum conjunt de crèdits o desviar-ne una part a les empreses.

Malauradament, sembla que els bancs han perdut l'habilitat per als crèdits empresarials o les inversions —que, en els anys llegendaris, van fer famosos els bancs d'inversió, com ara el Deutsche Bank i J.P. Morgan.

Els grans bancs dels EUA podrien recobrar aquesta habilitat? Sembla probable que els bancs amb regulacions estrictes no siguin cap font ideal per al finançament d'inversions empresarials, sobretot d'idees comercials innovadores. Una font natural per a joves empreses de nova creació són els adinerats *oncles rics*, els anomenats Business Angel ('inversors àngel'), que entenen més en joves empresaris que no pas cap banc.

Uns altres financers naturals són de

capital risc, que tenen una base com a empresaris i poden assessorar i ajudar econòmicament empreses joves. Alguns fons d'inversió d'alt risc també són creatius quan es tracta de finançar projectes innovadors.

Queda clarament fora dels interessos d'una empresa regular inversors adinerats, capitalistes de risc i fons d'alt risc, que inverteixen en empreses xicotetes o noves o els presten diners. Quan una empresa comet aquests errors, la seua força innovadora se'n ressent i els salaris i l'oferta de treball, també.

El problema més peremptori: la recessió

ROBERT E. LUCAS

(Yakima, Washington, 1937)
Premi Nobel d'economia 1995



En una crisi financera les coses passen molt de pressa. El boom del mercat immobiliari i la crisi de les hipoteques d'alt risc ja fa temps que pertanyen al passat.

En aquesta situació, la Reserva Federal del banc emissor dels EUA ha de posar en circulació més reserves de diners en efectiu, acció que s'ha de valorar com cal. Les reserves pujaven a 47.000 milions de dòlars americans el 10 de setembre; el 8 d'octubre a 180.000 milions de dòlars i el 22

d'octubre ja eren 329.000 milions de dòlars. Això és una bona política bancària central.

Hauríem de preocupar-nos de si les persones simplement conserven les noves reserves i redueixen més les emissions? Segurament això passarà en part, però en qualsevol moment s'hi poden afegir noves reserves.

Ens hauríem de preocupar per la inflació? Naturalment, sempre.

Però el problema més peremptori en aquest moment és la recessió. En cas que la inflació continue pujant, es podrien retirar les reserves tan ràpidament com es van subministrar. En la meua opinió, aquestes reflexions són les més importants de la política actual dels EUA. Crec en les nostres possibilitats d'evitar una recessió més greu que la del 1982, si les polítiques creditícies actuals de la Reserva Federal continuen essent tan agressives. Actualment considere que això és el millor que es pot esperar. I encara és molt millor que una repetició d'allò que va passar als anys 30.

Cal reorganitzar l'estructura de regulació que ha permès aquests esdeveniments. No ha de passar aquesta setmana, però tampoc no s'aconseguirà en un lapse de temps en què encara es puga influir la crisi positivament. Els problemes de regulació que cal resoldre són els següents: la gent ha de menester un mitjà de pagament lleuger, no subjecte a cap risc d'impagament i, per tant, que no puga originar cap tempesta als bancs. El millor camí per aconseguir-lo seria un sistema bancari competitiu, amb dipòsits assegurats per l'estat.

Ara bé, això només pot funcionar si existeix una regulació estricta per als valors del capital del banc. Si es poguera aconseguir un equilibri com aquest, seria possible que una institució fora d'aquest sistema regulat oferira dipòsits un poc més arriscats. Podrien oferir un rèdit més elevat que els dels dipòsits dels bancs subjectes a una supervisió estricta.

Els consumidors i les empreses ho considerarien favorable i hi traslladarien els dipòsits. Tanmateix, si tothom ho fera, la reglamentació ja no protegiria ningú. L'estructura de reglamentació, que té l'origen als anys 30,

sembla que resolgué aquest problema durant seixanta anys. No obstant això, necessitarem alguna altra cosa per als seixanta anys vinents.

La reglamentació dels mercats financers és important

REINHARDT SELTEN

(Wroclaw, Polònia, 1930)
Premi Nobel d'economia 1994



Vull recordar que la crisi del mercat financer va tenir l'origen en una bombolla immobiliària americana. El problema no és tan sols una qüestió del mercats financers, sinó que, en general, es troba relacionat amb mercats per als valors de capital. Aquests mercats són menys estables que uns altres mercats de béns. Sovint, s'hi dipositen falses expectatives, en aquests mercats. Així doncs, molta gent esperava que continuaria l'augment dels preus immobiliaris als EUA il·limitadament. Hom creia que, a causa del creixement del benestar, l'augment de la població i l'escassetat dels terrenys, els preus del terreny per a habitatges només podien pujar. Però aquesta expectativa ha resultat profundament



La companyia de serveis financers Lehman Brothers es va declarar en fallida el setembre passat.

frustrada. A causa de la manca d'estabilitat dels mercats d'actius de capital és important una regulació dels mercats financers. S'ha de procurar que els negocis d'especulació es troben assegurats mitjançant una quota suficient del capital propi. Això també és vàlid per a les hipoteques. Als EUA es concedien hipoteques fins a

un 110% del valor de mercat. A més a més, aquestes hipoteques es dotaven de taxes d'interès variables i una responsabilitat del subscriptor de la hipoteca limitada al valor de la casa. Cada vegada que el Banc Central dels EUA tornava a augmentar d'un 0,25% la taxa d'interès base en curts intervals, es duplicaven els interessos

hipotecaris finals, i molts creditors hipotecaris preferien tornar al banc les claus de la casa i viure de lloguer en un altre lloc més barat. Cosa que, naturalment, va motivar una caiguda del preu de l'habitatge. D'aquesta manera els bancs es van trobar en un destret.

Durant els darrers deu anys s'ha acomplert una revolució bancària. Els bancs han venut més i més valors nous, en els centenars de deutes de crèdit d'alt risc. Els anomenats crèdits *subprime* enfarcellaven crèdits, que tenien un risc especialment alt. No s'esperava que el pagament de molts d'aquest crèdits se suspenguera simultàniament. Per tant, bancs d'ací també van comprar a gran escala aquests títols, que havien produït grans beneficis, com una inversió. Les agències de qualificació creditícia van valorar aquests títols amb AAA.

Evidentment, el mercat no qualifica correctament aquests nous títols tan complexos. Per tant, cal establir normes per a l'autorització de nous títols valor. Els títols valor haurien d'anar proveïts de marques de risc rellevants, mitjançant un sistema semblant al dels queviures.

La idea predominant en la teoria de l'economia sobre el comportament econòmic es basa en suposicions lògiques molt fortes que en la realitat no es compleixen. Si el subjecte econòmic, en el sentit de la teoria econòmica, fora completament racional, es podrien abandonar els mercats a l'atzar, sense arribar a greus, llargs i continus desequilibris.

Aquest optimisme pel que fa a l'estabilitat és injustificat. La teoria de l'economia ha d'avançar cap a una idea més realista del comportament humà. Per aconseguir això es requereix una investigació molt empírica i experimental.

I les normes per al mercat financer no tan sols han de concernir els bancs, sinó més institucions, com ara els fons d'inversió d'alt risc, que són actius al mercat de finances. En cap cas no ha de ser possible que els bancs externalitzen operacions altament especulatives com passà en uns casos de bancs dels estats federats

alemanys. Aquestes operacions no són sotmeses a les estrictes regulacions, tot i que els bancs que les fan sí que hi són sotmesos.

S'ha d'anar amb compte que, per una banda, les regulacions proposades siguen tan senzilles com puga ser i, per una altra banda, que no puguen ser eludides. Naturalment, per tal de treballar aquestes normes, calen coneixements institucionals i jurídics detallats i amplis. Són els detalls, com en tantes ocasions, que causen els problemes.

Justícia per als països en via de desenvolupament

JOSEPH E. STIGLITZ

(Gary, Indiana, 1943)

Premi Nobel d'economia 2001



Una crisi financera global exigeix solucions globals. Això mateix val també per a les regulacions. Durant molt temps hi va haver una cursa per tal de reduir les regulacions cada vegada més, a causa de l'opinió errònia que la desregulació portava a la innovació. En realitat, els mercats

financers haurien de ser un mitjà per a arribar a l'objectiu, per a menar a una economia més pròspera i estable tot facilitant recursos i una gestió de riscos millor. Però els mercats financers no gestionen els riscos, els causen.

Les famílies dels EUA no estaven en condicions d'entomar les imprevisibles taxes d'interès i, ara, milions d'aquestes famílies perden la casa. A més a més, es van invertir malament centenars de milers de milions de dòlars, cosa que ara ocasiona danys bilionaris.

D'una altra banda, trobem el preu que cada persona ha de pagar: famílies amb els somnis d'una vida destrossats en perdre la casa, la feina i tots els estalvis.

Si en el futur també volem garantir una liberalització dels mercats financers a escala mundial, pels quals els productes financers poden passar les fronteres sense dificultats, hem d'assegurar-nos que aquests productes són segurs.

Les inspeccions nacionals i internacionals dels mercats financers han fracassat. Els nous requisits de Basilea II per a la regulació de bancs es basen en gran mesura en una regulació pròpia, que en si mateixa ja és una contradicció. Els bancs han demostrat que no poden encarregar-se dels propis riscos, però, encara que pogueren fer-ho, restaria el problema fonamental dels riscos del sistema.

L'actual estructura financera mundial no tan sols és deficient, sinó que també és injusta, especialment amb als països en via de desenvolupament. Aquests pertanyen a les víctimes innocents de la crisi mundial, que es va causar als EUA. Fins i tot països que han actuat correctament —que regularen millor la seua economia i deixaren que regnara la precaució macroeconòmica— es troben afectats pels errors dels Estats Units. Encara pitjor és que en el passat el Fons Monetari Internacional (FMI) demanà mesures procíclics (com és ara l'increment de la taxa d'interès i dels impostos i la limitació de les emissions en una recessió), mentre que Europa i els EUA actuaven exactament al contrari, perquè prengueren mesures anticíclics. Això porta al punt en què, en

cas de crisi, el capital dels països en via de desenvolupament desapareix i comença un cercle viciós. S'acumulen indicis que els països en via de desenvolupament hauran de menester molts diners. Sumes que sobrepassen la capacitat de l'FMI. Les fonts per a recursos líquids es troben a Àsia i al Pròxim Orient. Però aquests països, per què haurien de cedir el seus diners que costen tant de guanyar a una institució amb un balanç de resultats miserable? Podem confiar en una institució si la seva política de desregulació ha conduït al desordre actual i, a més a més, exerceix una política asimètrica que contribueix a la inestabilitat? Necessitem una nova institució financera per als països en via de desenvolupament, la gestió de la qual corresponga a les realitats d'avui. Aquesta institució s'hauria de fundar de seguida. Si experts dels ministeris de finances i dels bancs centrals s'ho proposen, podria estar capacitada per a actuar en poc de temps.

Unes altres reformes han de seguir aquesta: el sistema de reserva monetària mundial que depèn del dòlar mostra senyals de desgast; el dòlar no s'ha manifestat com un bon protector de valors. Però un canvi a un sistema dòlar-euro o dòlar-euro-ien podria conduir a més inestabilitat. Un sistema financer mundial requereix un sistema de reserva monetària mundial.

L'èxit als EUA no seria tan imaginable si la gestió del sistema financer s'haguera traspasat als cinquanta estats de manera individual. El paper dels governs estatals és imprescindible, encara que ara tinguem un sistema financer global. Un sistema d'aquesta mena senzillament no pot funcionar.

Una perfecta estabilitat dels nostres mercats financers o de les nostres economies nacionals és inassolible. Encara mercats no es corregeixen sols. Encara que podríem fer millor moltes coses.

Tant de bo que els caps d'estat i els caps de govern d'Europa i Àsia comencen, amb la cimera de Washington, a consolidar una estructura financera mundial, de manera que el segle XXI puga ser un segle sòlid i ple d'èxits.

Traducció de Blanca Juan