

## LA CRISI ECONÒMICA: ALGUNES LLIÇONS DE LA HISTÒRIA I PER A LA HISTÒRIA<sup>1</sup>

Lliçó inaugural del curs acadèmic 2013-2014 de la UPF, a càrrec d'Albert Carreras, catedràtic d'Història i Institucions Econòmiques de la Universitat i secretari general del Departament d'Economia i Coneixement de la Generalitat de Catalunya

Universitat Pompeu Fabra, 3 d'octubre del 2013

Rector Magnífic de la Universitat Pompeu Fabra, Rector Magnífic de la UIC, exrector de la UPF, presidenta del Consell Social, secretari d'Universitats i Recerca, regidor d'Educació i Universitats, secretari general del CIC, director general de Recerca, vicerectors, degans, directors, benivolguts col·legues, estudiants i amics tots.

Agraeixo al Rector Magnífic de la UPF la seva invitació per donar la lliçó inaugural del curs acadèmic 2013-2014. És un honor i una gran satisfacció per a mi visitar d'aquesta manera la Universitat de la qual, malgrat el meu actual allunyament, sóc professor permanent i a la qual he dedicat una bona part de la meva vida acadèmica.

Fa tot just dues setmanes i mitja –el 15 de setembre– que va esdevenir-se el cinquè aniversari de la fallida de Lehman Brothers, el punt que convencionalment s'utilitza per senyalar l'esclat de l'actual crisi econòmica. Com tantes crisis econòmiques, va començar amb la fallida per sorpresa d'un gran banc. Hi ha molts que prefereixen situar aquest inici ben bé un any abans, a primers d'agost del 2007, quan un gran banc francès 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 financer. Vaig passar el curs acadèmic 2007-2008 a Washington, i tothom reconeixia el perill de la crisi, tot comparant-la amb la que s'havia produït un segle abans, el 1907; però ningú no podia imaginar el que vindria. Les sèries econòmiques mostren que l'estiu del 2007 totes les variables econòmiques significatives anaven decididament cap avall. Tanmateix, hi ha un fort consens en la idea que la crisi de Lehman Brothers va ser l'esclat de l'actual crisi tal com la coneixem: una crisi financera causada per l'excessiu apalancament creditici no suportat pel comportament de l'economia real. L'empatx creditici ha estat enorme i general, i no sabem quant trigarem a digerir-lo. Si mirem exemples en el món 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'estalvi en el nostre país– amb pèrdues) com entre els més pròspers (perquè els força a mostrar les seves pèrdues i a perdre el control dels seus bancs). *Sensu contrario*, com més procrastinador s'ha estat més s'ha trigat a recuperar el pols econòmic. La crisi japonesa, que ja porta més de vint anys, ens recorda que es tracta d'un perill ben real.

---

<sup>1</sup> Agraeixo els valuossíssims comentaris que m'han fet arribar Fernando Guirao i Xavier Tafunell, que han enriquit la versió final, i les converses amb Guillem López i Andreu Mas-Colell.

Aquests primers comentaris que faig estan implícitament farcits de lliçons de la història i de lliçons per a la història. L'actual crisi econòmica s'ha produït en un món on economistes, polítics i la ciutadania en general disposaven d'una bateria d'idees i de 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 de 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 a una davallada sobtada de la demanda agregada i a 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. Esquematitzant 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 de la banca central, injectant crèdit a l'economia. Cal 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'ha de repetir l'error del banc central dels EUA (la Reserva Federal) després de 1929, que va deixar que els bancs fessin fallida i no va compensar la destrucció de crèdit i la deflació subsegüent amb una política d'expansió del crèdit o, com a mínim, de la quantitat de diner en circulació. Bona part de la reputació d'expert en política monetària de Milton Friedman li vingué d'haver convençut tothom que si la Reserva Federal hagués disposat d'un objectiu de creixement moderat dels preus (diguem que un 2%), ens hauria estalviat la gran depressió mercès a polítiques monetàries i creditícies expansives. Qui era conegut per la seva defensa de polítiques monetàries contractives emergia com un defensor de l'estabilitat monetària. L'any 2008 hi havia al capdavant de la Reserva Federal un dels acadèmics més acreditats per la seva recerca sobre la crisi de 1929 i sobre els errors que s'hi havien comès. 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 trenta. A la Gran Bretanya hi havia un primer ministre amb idees clares sobre això –Gordon Brown– i va evitar el col·lapse econòmic amb mesures no sempre ben compreses com la nacionalització d'alguns grans bancs. Alguns països europeus (Alemanya i Holanda) 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 conseqüència de la contracció del crèdit mitjançant l'increment de la despesa pública. Molts governants van copsar 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 també havia qualificat i matisat molt quines podien ser aquestes situacions). Des de finals de l'any 2008, durant tot l'any 2009 i fins a 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–. En menys de dos anys –en un

any i mig per ser exactes— 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 va anar-se 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 per lluitar contra la contracció creditícia, n'hi havia menys 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 enies hi havia per pensar què 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 ha implicat una forta crisi de desconfiança sobre la mateixa supervivència de l'euro. Han calgut tres anys per aconseguir tranquil·litzar els mercats sobre la voluntat de l'eurozona 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.

Hem viscut amb l'ai al cor aquests cinc anys. 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. La reducció de les expectatives immobiliàries va realimentar les males expectatives de negoci financer. El desinflatament de la bombolla va provocar l'immediat increment 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 permetia la seva no-renovació a mesura que s'extingien. La reducció de la població ocupada va ennegrir les perspectives de molts negocis i 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 atemperar un temps —escassament un any i mig— la situació, però el remei era massa fràgil com per durar. Sense sobirania monetària, 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 fou la imposició de la realitat econòmica sobre els somnis de despesa il·limitada (o "el 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 de les polítiques públiques des d'aquell moment.

No és molt hispano-cèntrica 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 estaven a l'eurozona. Tampoc 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 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 no es van veure afectats. El món que era pobre ha crescut a gran velocitat durant els anys de la crisi de la zona euro. S'ha produït una convergència de nivells de renda per càpita 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 vuitanta del segle XIX), quan els emergents eren els EUA i els països rics eren, també, 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 d'aquesta al món desenvolupat. Tot això ens recorda que la sensació de crisi econòmica no és general al món. Nosaltres vivim en una economia en crisi. Som una minoria en el món. Si no corregim els nostres defectes no ens en sortirem. El món creix i som incapaços d'aprofitar el seu creixement.

Què ens pot ensenyar la història sobre tot el que ens està passant? He mencionat repetidament les lliçons de la crisi de 1929 i de la gran depressió subsegüent. Molts han mirat cap a les crisis financeres dels anys noranta (des de la japonesa fins a la sueca passant per les d'Argentina o les de l'Est asiàtic). Hi ha molt per aprendre del que aleshores va passar. Tots aquests països han hagut de millorar i endurir la seva regulació bancària i financera. Alguns se n'han sortit millor que els altres. Com ja apuntava, els que van acceptar més ràpidament la realitat van recuperar-se abans i més. "Acceptar la realitat" volia dir deixar caure o nacionalitzar els bancs amb pèrdues quantioses, 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 seguit. Han aparegut oportunitats d'inversió atractives i s'ha tornat a activar el crèdit. Avui en dia estan bé. No ho estan les 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, tot i que hi havia bancs i caixes més exposats a la bombolla immobiliària que d'altres. El Banc d'Espanya, que lluitava la seva política de provisions anticíclics, es va voler assegurar que no hi hauria cap entitat de crèdit que fes fallida. I ho va fer amb una circular que va autoritzar als bancs i caixes a comptabilitzar els seus actius al preu de compra (el preu de balanç o "de llibres") en lloc de forçar-los 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 –qui sap si fill de pressions encara no conegudes–. La regulació bancària espanyola va anar en direcció exactament contrària a la que calia seguir. El resultat és el

desastre que hem vist. Ni s'ha ajustat ràpidament el preu dels actius immobiliaris, ni s'ha pogut 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, ara tenim nacionalitzacions enormes i fallides encobertes. Pel camí s'ha produït una contracció de crèdit sense parió que ha estat un llosa per al creixement econòmic.

La contracció del crèdit no ha estat un procés progressiu. S'ha produït puntejada per moments de 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 prestamistes de 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, degut a l'automatisme dels ajustos de contracció monetària. En canvi, el món anterior a 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 prestamistes de darrera instància van anar apareixent a finals del segle XIX, i al llarg de les primeres dècades del segle XX. La Reserva Federal és del 1913, filla de les reaccions a la crisi bancària del 1907. 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. S'ha convertit en un lloc comú parlar de la importància de comptar amb un sistema financer que doni crèdit. Ara comptem amb un sistema financer que detreu crèdit de l'economia: necessita tota la liquiditat disponible per atendre els seus compromisos de retorn del seu endeutament, que va créixer fora de tota mida i control en els anys de bonança i/o d'interessos barats. Enmig de tot el brogit actual neixen opinions de tota mena sobre la banca. Molts la fan responsable de tots els nostres mals sense adonar-se'n de fins a quin punt la seva expansió creditícia va ser general i que tots els gestors que van tenir la temptació (els preus ràpidament creixents dels actius immobiliaris) hi van caure. Només se'n van lliurar els que no tenien temptació o aquells que, tenint-la, van tenir problemes molt aviat i van decidir allunyar-se dels riscos de la bombolla immobiliària. Altres acusen la banca de no donar crèdit, però obliden que si no dóna crèdit és perquè tot el que podria donar se'n va, *volens nolens*, a finançar el dèficit públic. Tornaré sobre aquests fils argumentals. Ara vull subratllar dues possibles lliçons per a la història –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, dues vegades president dels EUA a finals del segle XVIII. Ell va escriure alguna de les pàgines més dures contra la banca que s'hagin escrit mai. Les 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 inestabilitzador de l'activitat bancària desregulada. Una altra lliçó

ben oposada a l'anterior fa notar que l'actual 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 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 la sap utilitzar bé, el que demana una forta regulació i control. El mateix passa amb el crèdit. És un invent extraordinari, com el diner. Però en tots dos casos exigeixen regulació i control si no volem que ens explotin a les mans. Justament com passa amb l'energia nuclear. No se l'ha de prohibir (bé, com sabeu, els qui volen prohibir l'energia nuclear solen coincidir amb els qui volen suprimir els bancs), sinó que se l'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 en 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 va haver-hi 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, adequadament regulada. En resum: no podem prescindir del crèdit, però tampoc podem prescindir d'una bona regulació del crèdit.

Una altra gran lliçó de la història per a la crisi actual ens la va donar la crisi del deute que va sacsejar l'Amèrica Llatina i altres parts de la perifèria econòmica mundial en els anys vuitanta. N'hi ha hagut diverses de crisis del deute, però la que va esclatar el 1982 a Mèxic i que va difondre's 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 setanta 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, la vulnerabilitat de les economies receptores del crèdit era 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 invertir els seus estalvis excedents, o procedien dels grans bancs occidentals que canalitzaven aquestes inversions i altres semblants. En molts casos la seva selecció d'inversions era ben superficial, i dominava el comportament gregari en la selecció d'inversions, 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 van retirar-se i molts països no van poder o no van saber com 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 d'Amèrica Llatina—. No se'n van sortir més que amb una combinació d'obertura a l'exterior, liberalització econòmica interna i externa, reducció del preu del petroli 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. Tothom a la perifèria europea va pensar que la crisi del deute no era una experiència de la qual calgués treure cap lliçó. Havia estat un error d'economies inferiors, dirigides per un personal de menor qualitat, i ells eren massa intel·ligents i avançats perquè els passés el mateix. Dissortadament, aquí estem, amb una crisi del deute de dimensions enormes. Crisi del deute privat i crisi del deute públic. I tots estaríem molt contents si ens poguessin assegurar que duraria menys de deu anys.

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. Costa molt entendre a les societats benestants que els països més pobres tenen res per explicar-los. Estem tots millor volent creure que hi ha problemes que no ens afecten. Doncs ben al contrari, el que estem vivint ara mateix és una immensa crisi del deute amb l'agreujant que estem en una unió monetària, hem perdut sobirania monetària i no hem sabut aprofitar 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 tothom s'enriqueix 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 nosaltres estem agafats en un cercle viciós de palanquejament financer que ens pot arribar a fer perdre una generació sencera. Més val que estudiem què li va passar a l'Argentina dels anys trenta o a la de després de la Segona Guerra Mundial, o a l'Uruguai en els darrers cent anys, o a Cuba entre els anys trenta i els cinquanta, 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 equivocat. 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.

La crisi de la integració monetària ha complicat el que inicialment no era més que una bombolla immobiliària i una bombolla financera. Alguns països no van patir la bombolla immobiliària, altres no van patir la financera. Però a l'àrea de l'euro molts països han viscut 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, la crisi de l'euro ha vist com les seves emissions de deute s'han col·locat a preus molt baixos (fins i tot negatius en termes reals). Han pogut finançar els seus dèficits sense grans problemes. Per a ells, les polítiques expansives no han suposat un augment del servei del deute. En preferir els estalviadors d'arreu del món les seves emissions de deute per convicció que eren completament fiables, han viscut la crisi amb els seus problemes, però amb una gran solució a la butxaca. Ja podien patir una enorme feblesa en el seu sistema financer, o una forta rigidesa de la seva despesa pública. No importava: tothom els tenia confiança i això els ha salvat de qualsevol problema. No vull menystenir la seva virtut, però distàncies minúscules amb altres països no s'han traduït en primes de risc semblants.

Per ara prou s'ha fet amb convèncer l'opinió pública i els mercats (una altra forma d'opinió pública) que l'euro no es trencarà –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. 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 engrescadors. 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 respon a la intenció de donar un nou pas endavant d'integració econòmica. No haver resolt la seva governança abans de la seva implantació ens ha portat bona part de tots els problemes que hem tingut i que tenim arran d'haver hagut de fer front a “xocs asimètrics” sense disposar d'una veritable unió econòmica. Els guanys que tothom va entreveure van generar un consens imparabile en favor de l'euro. 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 en els llibres, sense que ningú no volgués parar-hi atenció. De qui és culpa? Potser de ningú en concret i de molts, en general. Qui es vol perdre una gran festa? A qui li frena pensar que potser el dia després es llevarà amb maldecap? O que passarà uns dies dolents? Tothom creu que ho té tot controlat. Probablement en aquesta crisi hem après més sobre la psicologia econòmica col·lectiva que en unes quantes generacions anteriors. O no. Potser tot el que calia saber ho teníem completament al nostre abast i no hem volgut que cap lletraferit ens malbaratés una bona oportunitat.

No he parlat gaire de la bombolla immobiliària. Malgrat que molts advertien que existia i que era molt perillosa, ningú no s'ho acabava de creure. Hom 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 des de l'agost del 2007, quan van aparèixer els primers símptomes (les “subprime”) de crisi immobiliària, fins a l'agost del 2008, just abans de la crisi de Lehman Brothers, per una baixada del preu dels habitatges. Atès que ningú no creia que baixessin, tothom estava disposat a apostar contra ell. 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 la seva devaluació. Que 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 allisonadora. 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 llança 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 vuitanta 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? Japó l'ha pagada ben cara, i ha perdut pràcticament tot el seu 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.

La crisi ha posat sota un enorme estrés financer els comptes públics, i ha obligat a ser molt selectius en quines partides protegir i quines abandonar. M'encantaria parlar àmpliament del tema, però les meves responsabilitats actuals no fan recomanable que en digui ni una paraula, i menys amb esperit d'acadèmic independent. Em limito a assenyalar que 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 i de la mà d'un president d'origen català (Josep Batlle). La lluita per la preservació d'aquest ha guiat l'acció política de tots els governs uruguaians 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 –no ho oblidem– la protecció dels més vulnerables 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. Les civilitzacions han crescut i decaigut emparades i deseparades, 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. En 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 sobre les finances públiques, tant en termes de dèficit com de sostenibilitat del seu finançament (o sigui, l'endeutament) han estat enormes, i han donat lloc a empobriments importants dels perdedors com de llargs períodes de despallanquejament financer per 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 crisi actual 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 tenen dèficits 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 usant 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 –o nominals–). 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 seva remuneració directa (sous), compensatòria (subsidiis d'atur) o diferida (pensions). És el que passava al món del patró or, abans de la Primera Guerra Mundial i després, un cop establitzades les economies de postguerra. El patró or no va permetre una sortida coordinada de la gran depressió. Més aviat la va intensificar. Les analogies amb el món actual fan basarda perquè tothom sap que el trencament del nou patró or en el qual 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 sobre això (com per a tantes altres experiències del món actual), i un sol camí clar: adaptar-se al més aviat possible als nous paràmetres econòmics.

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 el seu conjunt opten fàcilment per desplaçar problemes al futur –trencant el contracte de solidaritat intergeneracional–. 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 en 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. Poden morir partits polítics i néixer-ne de nous, poden morir estats i néixer-ne de nous, poden morir ciutats i néixer-ne de noves. No res del que semblava garantir ho està del cert.

Poc he dit sobre inflació i deflació, però ja haureu entès tots que, per als països de l'àrea 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 està al nostre abast si el Banc Central Europeu no la vol. Tampoc he parlat explícitament sobre creixement econòmic. En

aquest cas les lliçons de la història són clares, però les meves responsabilitats m'obliguen a callar encara més sobre aquests afers. El creixement econòmic no és un tresor amagat. S'està produint, amb gran intensitat, al nostre voltant, però no ens hi volem connectar pels riscos que ens pot suposar. Connectar-nos-hi ens obliga a emprendre allò que se'n diu "reformes estructurals" i aquestes fan molta mandra. Tothom prefereix deixar-les per a més endavant, per al futur, fred i desavinent, sense voler entendre que el creixement no es produirà si no el volem de debò.

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 ben allunyats com la Roma Imperial o la monarquia dels Habsburg, en el propi territori o en espais ben allunyats, a l'altra punta del món. Quan el món esdevé massa interessant o massa poc avorrit, com ara mateix, la història –i especialment la història econòmica– és d'allò més interessant. Us convido a explorar-la amb la curiositat de qui comença però també amb la tranquil·litat de qui està convençut d'estar ben servit. En l'inici d'un nou curs acadèmic en una bona universitat, els dos factors –curiositat i confiança– són fonamentals per a l'èxit del que s'espera dels estudiants i dels professors. Els teniu garantits.

Moltes gràcies i que gaudiu d'un gran curs 2013-2014!

Albert Carreras