

INESTABILITAT FINANCERA I ACTIVITAT ECONÒMICA

Inestabilitat financera, política econòmica i economia real: dues visions enfrontades

Cap a la meitat del 2015, els mercats financers internacionals van entrar en una fase d'inestabilitat que encara dura. La desacceleració de l'economia xinesa i l'enfonsament del preu del petroli van ser els desencadenants d'unes tensions que es van estendre amb rapidesa a la generalitat de països i de classes d'actius i que, en alguns moments, van adquirir una gran intensitat. Es tracta del quart episodi d'aquest tipus des de la gran crisi financera del 2008-2009. El focus primari de volatilitat es va situar als mercats emergents el 2014, al mercat de deute públic dels EUA el 2013 i va fustigar el de la zona de l'euro entre el 2010 i el 2012. La sospita que tots aquests episodis tenen un fil conductor comú va creixent.

L'anàlisi de les causes i de les conseqüències d'aquestes crisis repetitives és objecte d'un viu debat entre economistes acadèmics, responsables de política econòmica i inversors. Es tracta d'un assumpte tècnicament complex, perquè ha de tenir en compte les múltiples interaccions existents entre les variables de l'economia real, les variables financeres i les actuacions de política econòmica. És també una qüestió polèmica en el pla politicoideològic, perquè els valors i les preferències personals determinen els pesos assignats als costos i als beneficis de les diferents alternatives de política pública, els efectes de la qual no es distribueixen per igual entre grups socioeconòmics i entre generacions. I és, en certa manera, un debat familiar, perquè rememora la vella dicotomia entre keynesians i liberals. En efecte, s'han dibuixat amb claredat dos bàndols o corrents de pensament obertament discrepants.

La visió dominant és la de caire keynesià.¹ Considera que l'economia global pateix un problema, que ha esdevingut crònic, d'insuficiència de demanda agregada: les famílies estalvien molt i consumeixen poc, les empreses amb prou feines inverteixen i els Governos contenen les despeses. Com a resultat, el creixement del PIB és lent, hi ha recursos infrautilitzats (atur elevat o taxa de participació baixa) i la inflació és minsa (en no pocs països, negativa). Segons aquesta narrativa, el problema té diverses causes. Algunes són temporals, com la incertesa política, i altres són sobrevingudes, com l'elevat endeutament i la ressaca posterior a les crisis financeres. Però les més importants vénen de lluny i tenen caràcter estructural, com la demografia, la globalització i els canvis tecnològics. L'envelliment dels països desenvolupats ha incrementat l'estalvi de cara a la jubilació, al qual s'afegeix la irrupció als mercats internacionals de l'ingent estalvi de les empreses i de les famílies xineses (atribuïble a l'absència de seguretat social o de sanitat pública, entre altres motius). Per la seva banda, els nous sectors digitals són menys intensius en capital que la indústria i la construcció tradicionals. Això configura un context d'estalvi abundant i d'inversió escassa, que comporta un descens del tipus d'interès real d'equilibri, que se situa clarament en terreny negatiu. Però, atès que la inflació és gairebé nul·la i que el tipus nominal té un sòl natural a la zona del zero per cent, el tipus real als mercats és superior al d'equilibri, la qual cosa, en deixar inoperant el mecanisme natural d'ajust o de reequilibri, perpetua la dinàmica de demanda feble i de subocupació. En la més pura tradició keynesiana, els membres d'aquest corrent propugnen l'ús agressiu de les polítiques de demanda (fiscal i monetària, incloent tota la gamma de mesures no convencionals) per sortir d'aquest parany com més aviat millor. Defensen que, amb un impuls suficient, l'economia recuperarà la plena ocupació, situarà la inflació i les expectatives d'inflació en els nivells desitjats pels bancs centrals i, a partir d'aquí, tornarà a operar amb relativa normalitat.

Paradoxalment, aquesta visió proposa solucionar el que considera un problema bàsic de l'economia esperant una de les causes que ha contribuït a generar-lo. És a dir, propugna apujar els nivells d'endeutament dels agents i inflar el preu dels actius financers. De fet, s'espera que aquests siguin els principals canals a través dels quals els estímuls monetaris arribin a l'economia real. Segons aquesta visió, hi ha tres motius pels quals paga la pena córrer el risc d'intentar inflar els flotadors financers. Primer, si s'aconsegueix reactivar l'economia i aquesta adquireix tracció sostenible per si sola, llavors el creixement del PIB nominal alleujarà la càrrega del deute, justificarà preus més alts dels actius i permetrà una retirada molt gradual dels estímuls. Segon, el risc de formació de bombolles locals, i de contagi sistèmic si punxen, pot ser controlat amb les polítiques macroprudencial, microprudencial i de regulació financera. Tercer, si els dos arguments anteriors fallen, serà un mal menor en relació amb l'alternativa de contemplar passivament com l'economia se submergeix en el pou i àmplies capes socials, possiblement les més vulnerables, cauen en l'atur. Sota l'òptica d'aquesta escola, per tant, les repetides crisis financeres d'aquests anys ens indiquen dues coses. Primera i transcendental, que les polítiques de demanda han estat mal dissenyades i han pecat de tímides en intensitat i en dura-

1. Vegeu, per exemple, Summers, L. (2014), «Reflections on the "New Secular Stagnation Hypothesis"», al llibre *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, publicat per Voxeu.org.

da. No sorprèn, doncs, que aflorin ara demandes perquè la Reserva Federal aturi les pujades de tipus i perquè el Japó i la zona de l'euro s'endinsin en el terreny de la monetització del deute i dels tipus negatius. Segona i complementària, que les polítiques prudencials i de regulació han tingut greus llacunes.

La visió alternativa considera que els problemes més importants que afecten l'economia internacional cal buscar-los al costat de l'oferta i no al de la demanda.² Però, desgraciadament, els Governos intenten eludir el cost electoral a curt termini que solen comportar les reformes estructurals i cauen en la temptació de posar pegats amb polítiques de demanda expansives (malgrat la seva independència formal, els bancs centrals ho tenen difícil per abstreure's del clima de pressió social i política). Ja aïlladament, la deixadesa en la cura del costat de l'oferta s'acaba reflectint en un menor creixement potencial a llarg termini. A més a més, el problema s'agreuja quan els augments de la despesa pública i del crèdit són destinats, fruit de la miopia, de la pressa i de la facilitat per obtenir fons, a inversions poc productives que malbaraten els recursos (les bombolles immobiliàries i els aeroports sense avions en són clars exemples). I, per rematar-ho, els *booms* crediticis acaben, abans o després i per molt encertades que siguin les polítiques prudencials i de regulació, en crisis financeres que danyen encara més el funcionament del sistema econòmic. El resultat és un estat de l'economia real ostensiblement pitjor que a l'inici de les polítiques de demanda expansives, amb l'agreujant que és fàcil caure en un cercle viciós entre creixement lent, remeis artificials contraproductius, acumulació de deute, crisis financeres i més lentitud del creixement.

Els partidaris d'aquest corrent proposen, com a prioritat, que la societat i les autoritats adoptin un enfocament a llarg termini per abordar, amb decisió i amb paciència, les reformes estructurals del costat de l'oferta que permeten incrementar el creixement potencial. Pel que fa a les polítiques de demanda, propugnen disciplina fiscal i monetària. És a dir, no descarten l'aplicació d'estímuls quan estigui justificat (com és, de fet, la conjuntura actual en alguns països), però amb moderació, evitant les mesures més proclius a desencadenar efectes contraris als desitjats (per exemple, els tipus d'interès negatius) i amb disposició a utilitzar el fre quan arribi l'etapa de bonança. Això últim és important, ja que els *booms* de crèdit són fruit no tant dels estímuls en les fases de recessió com de l'absència de mesures restrictives en les expansions. Aquesta asimetria ha distorsionat de manera perversa els incentius dels inversors des dels temps de l'anomenada *Greenspan put*. Una altra recomanació d'aquesta escola en matèria d'incentius és acceptar les reestructuracions de deute si estan justificades i es duen a terme de manera selectiva i controlada. Creuen que, sota un esquema d'aquest tipus i amb el complement d'un bon marc de regulació i de supervisió, disposaríem d'uns mercats financers més funcionals al servei de l'eficiència i del desenvolupament econòmics. En absència d'aquest marc, interpreten la cadena de turbulències financeres dels últims anys com episodis de *risk-off*, pels quals un xoc inicial (sigui de tipus fonamental, com ha estat el cas del descens del preu del petroli i de la desaceleració a la Xina, o sigui merament de sentiment) s'estén, s'amplifica i es retroalimenta, sobre la base d'uns mercats inflats artificialment per les polítiques monetàries, uns agents sobreendeutats, uns incentius inadeguats i una regulació imperfecta.

Recapitulant, es tracta de dos corrents discrepans pel que fa al diagnòstic dels problemes de l'economia global i clarament enfrontats pel que fa al tractament recomanat (prioritats, estratègia i receptes concretes). Irònicament, ambós són molt crítics amb la política econòmica dels últims anys, tot i que per motius oposats (passivitat enfront d'hiperactivitat). Hi ha, però, un element de coincidència més genuí: la dimensió financera importa, i molt. Els tres articles següents del present Dossier, arran de les profundes transformacions que ha experimentat el sistema financer des de la crisi del 2008-2009, examinen amb detall aquesta dimensió. S'ha guanyat espai per sostenir deute addicional? Són més estables els bancs i els mercats de capitals en l'actualitat que en el passat? Són més eficients assignant el capital i els riscos? Respostes afirmatives serien bons arguments per al bàndol partidari de redoblar els estímuls keynesians, si més no en termes del balanç entre recompensa i penalització potencials. En canvi, respostes negatives aconsellarien extremar la prudència monetària i fiscal. La realitat del món financer s'inclina, cruament, per aquesta segona opció.

Departament de Macroeconomia,
Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

2. Vegeu, per exemple, l'*Informe Anual 2015* del Banc Internacional de Pagaments.