

# Els estralls de la crisi econòmica global (2007-2010): llicions i conseqüències

Francesc Xavier Mena, *catedràtic d'economia de l'Escola Superior de Direcció i Administració d'Empreses (ESADE) i de la Universitat Ramon Llull*

## El pànic bancari de 1907 i la creació de la Reserva Federal

Per agafar perspectiva, ens podríem remuntar fins a cent anys enrere, quan la crisi bancària de 1907 als Estats Units va provocar un pànic de reintegrament de dipòsits que amenaçava l'en-sorrament sistèmic de totes les entitats bancàries. El banquer més important d'aquella època, J. P. Morgan, va retornar la confiança als petits estalviadors del conjunt del sistema financer atenent —amb el seu patrimoni personal— qualsevol demanda de reintegrament dels dipositants.

El pànic bancari de 1907 als Estats Units va motivar la creació d'una entitat pública que apai-vagués futures crisis bancàries. L'any 1913 es va fundar el Sistema de Reserva Federal (Fed). L'existència d'un banc central va introduir al sistema financer el concepte *too big to fail* ('massa gran per permetre la seva caiguda'). La fallida d'una entitat bancària de dimensió important té conseqüències negatives sobre altres entitats financeres i afecta negativament el crèdit, la con-fiança dels estalviadors i, en definitiva, l'activitat econòmica i l'ocupació. Com és sabut, un prin-cipi bàsic afirma que «un sistema financer es compon d'uns quants quilos de diners i moltes tones de confiança». Així doncs, la Reserva Federal actuaria de prestador i subministrador de liquiditat en última instància per protegir l'estalvi de les famílies i l'estabilitat del sistema de transmissió de crèdit a les persones i les empreses.

## La crisi econòmica dels anys setanta com a canvi de paradigma

La dècada dels setanta constitueix una altra referència històrica. L'aplicació inadequada de les idees keynesianes —que havien inspirat les democràcies des de la Segona Guerra Mundial— es va concretar en dèficits públics estructurals, no pas conjunturals i anticíclics. Els governs van finançar aquests dèficits públics mitjançant el recurs a la monetització per les autoritats mone-tàries. En conseqüència, les taxes d'inflació van escalar els dos dígits. Alternativament, el finançament del dèficit pressupostari via emissions de deute públic va provocar l'absorció dels recur-sos d'estalvi, va impulsar a l'alça els tipus d'interès i va desplaçar l'accés de les empreses al crèdit (*crowding out*).

Per complicar la situació, els acords de Bretton Woods (1944) en matèria de tipus de canvi fixos es van col·lapsar l'any 1971, i això va fer aparèixer la incertesa dels tipus de canvi fluc-tuants.

Simultàniament, el càrtel de l'OPEP va provocar un increment dels preus del petroli el 1973 i el 1979, multiplicant per un factor vint el preu d'importació d'aquesta matèria primera bàsica.

La crisi econòmica dels anys setanta va obrir espai a altres idees econòmiques dins els governs (Margaret Thatcher, al Regne Unit; Ronald Reagan, als Estats Units). El paper actiu de l'Estat a l'economia, que havia caracteritzat els governs democratacristians i socialdemòcrates des de la Segona Guerra Mundial, es va substituir per la desregulació basada en la confiança en la lliure iniciativa d'empreses i famílies i en la seva assumptió i cobertura dels riscos.

El vent de la història bufaria a favor d'aquest canvi. La caiguda del mur de Berlín avalaria el sistema polític democràtic i econòmic de lliure mercat, enfront de l'ensorrament del sistema polític soviètic i de les economies de planificació central.

Al capdavant de la Reserva Federal dels EUA, el nou president Alan Greenspan, provinent de Wall Street, va inspirar l'anomenat *Greenspan put*. La política monetària de la Reserva Federal i les agències reguladores del sistema financer es van afanyar a treure «pals de les rodes». Alan Greenspan romandrà al capdavant de l'autoritat monetària americana quasi dues dècades (1987-2006), amb les administracions republicanes i demòcrates dels presidents Ronald Reagan, George H. Bush, Bill Clinton i George W. Bush (Jr.). El *New York Times* arribaria a afirmar «Per què necessitem l'or si tenim Greenspan?».

## La nova teoria de les finances

La nova teoria de les finances, a partir d'aproximacions quantitatives, rebria el reconeixement acadèmic. Així, el Premi de Ciències Econòmiques en memòria d'Alfred Nobel va guanyar el 1990 els professors de finances Harry M. Markowitz, William F. Sharpe i Merton H. Miller.

El 1995, l'Acadèmia Sueca va reconèixer el professor Robert E. Lucas (Universitat de Chicago) i les expectatives racionals, que qüestionaven les expectatives adaptatives keynesianes. Els models macroeconòmics dinàmics i estocàstics d'equilibri general, amb expectatives racionals d'un agent representatiu en mercats perfectes, començaven a fonamentar les polítiques monetàries dels bancs centrals.

La fórmula de Black & Scholes per determinar el preu de les opcions representaria un salt qualitatiu. Els professors Myron S. Scholes i Robert C. Merton rebrien el Premi de Ciències Econòmiques en memòria d'Alfred Nobel l'any 1997 per les seves investigacions entorn dels productes financers derivats. Aquests avenços en la teoria de les finances van proveir de fonaments acadèmics la percepció general que el risc podia ser controlat i, en qualsevol cas, ser objecte de cobertura mitjançant la innovació financera desenvolupada pels mateixos mercats. Tot plegat constituïa un pas que alimentava la perillosa ignorància de l'existència de risc financer per part dels inversors.

La «hipòtesi dels mercats eficients» formulada per Eugene Fama (Universitat de Chicago) va ser la clau de volta de la nova «teoria de les finances».

## La globalització i la innovació dels mercats financers

La innovació financera, el càlcul computacional i els avenços tecnològics de les telecomunicacions i la informàtica possibilitaven la globalització i la integració financeres, la qual cosa va afavorir el creixement de les transaccions globalitzades i la minoració dels costos operatius.

L'estalvi de les economies frugals amb superàvits per compte corrent a les balances de pagaments (el Japó, Alemanya, la República Popular de la Xina) es traslladava (*carry trade*) en grans volums i a costos de transacció molt baixos, en temps real, cap a les economies amb dèficits per compte corrent, on les empreses i les famílies demanaven crèdit comercial i hipotecari (EUA, Espanya).

El món es va inundar per un «mar de liquiditat» o «ennuegament d'estalvi global» (*global saving glut*). En conseqüència, el sistema financer va assolir una grandària molt superior a l'evolució de les variables reals, com ara el producte interior brut (PIB) o el volum del comerç internacional.

Els productes derivats creixien de manera explosiva, en molts casos comercialitzats en mercats no públics (*over-the-counter*, OTC), sense cambra de compensació (*clearing house*).

L'alt palanquejament de l'activitat financera es traduïa en la generació de beneficis diferencials en relació amb els guanys obtinguts per les activitats industrials o comercials.

Les altes retribucions i els incentius dels empleats de Wall Street i de la City van atreure el millor talent de les universitats i el món científic (matemàtics, enginyers) cap a l'àmbit financer.

L'any 1998, els mercats van llançar un avís que els reguladors no van saber interpretar: la fallida del *long-term capital management* (LTCM). Aquest *hedge fund* de Connecticut havia estat fundat per John Meriwether, antic director d'arbitratge de bons a Salomon Brothers. Entre els seus socis i assessors figuraven els millors directius financers, un exvicepresident de la Reserva Federal i, fins i tot, els professors Robert C. Merton i Myron S. Scholes. L'LTCM operava amb ràtios de palanquejament extraordinàriament elevades, que permetien obtenir guanys multimilionaris als mercats de bons. Aquests productes financers de baix risc havien experimentat un canvi substancial, però, a diferència dels mercats d'accions a Wall Street, no eren supervisats per la Securities and Exchange Commission (SEC). La crisi dels bons russos de 1998 va capgirar el mercat, cosa que va provocar la dilució del capital de l'LTCM, que va requerir un rescat per una acció coordinada dels bancs d'inversió de Wall Street amb l'auspici de la Reserva Federal. El relat dels esdeveniments escrit per Roger Lowenstein amb el títol *When genius failed* (2001) sembla que va passar desapercebut.

## La derogació de la Glass-Steagall Act

L'any 1999 es va fer un pas més cap al penya-segat. El president Bill Clinton derogà la Glass-Steagall Act.

Tot fent memòria històrica, el gran crac de Wall Street de 1929 va ser la culminació d'un període d'expansió del crèdit que va alimentar un *boom* borsari. Els bancs combinaven operacions comercials i d'inversió, i amplificaven els seus beneficis. Quan va esclatar el pànic bancari, davant la falta de reacció del prestador en darrer recurs, la demanda de reintegrament dels dipòsits va posar en evidència el risc assumit pels balanços dels bancs. Les massives ordres de venda de les carteres de valors van ensorrar l'índex Dow Jones. La inexistència de fons de garantia de dipòsits va provocar la fallida de milers d'entitats bancàries, i moltes famílies van perdre els seus estalvis dipositats als bancs o invertits a la borsa.

El 1933, el president Franklin D. Roosevelt va dictar la Banking Act, coneguda pels noms dels seus impulsors al legislatiu (Glass-Steagall Act). Aquesta norma establia la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) i separava la banca comercial de la banca d'inversió.

La banca comercial opera amb els estalvis familiars dipositats al seu passiu, que transforma en crèdits a famílies i empreses. A causa de la naturalesa de la seva operativa, la banca comercial està regulada i supervisada, i té accés al finançament de la finestreta del banc central. Contràriament, la banca d'inversió es nodreix als mercats financers majoristes i realitza operacions arriscades de sortides a borsa de les companyies, fusions i adquisicions, etc. La confidencialitat de la seva activitat fa que sigui només supervisada per la Security Exchange Commission (SEC), sense tenir accés al finançament de la Reserva Federal (Fed).

Cap al 1999, la percepció que el risc era inexistent o que estava ben cobert va induir la derogació de la Glass-Steagall Act de 1933 per part de l'Administració Clinton, que va aprovar la llei de modernització financera (Gramm-Leach-Bliley Act). Aquesta norma tornava a possibilitar la constitució de grans corporacions financeres (Citigroup Inc. i altres), que combinaven banca comercial i banca d'inversió.

Així doncs, l'ambició humana ensopegaria per segon cop amb la mateixa pedra. La desregulació no només era una opció ideològica, sinó un tret característic de l'època.

## ***L'annus horribilis del 2001***

L'any 2001 es van produir una sèrie de fets històrics que van impactar l'onada de globalització econòmica i l'expansió financera.

En primer terme, la proliferació de negocis lligats a Internet i l'*e-business* va inflar una bombolla especulativa (bombolla de les puntcom) a les borses de valors que va acabar punxant, cosa que va provocar la caiguda de l'índex Nasdaq de valors tecnològics.

D'altra banda, els atemptats terroristes de l'11 de setembre a Nova York i Washington van fer témer un seguit d'atacs i una inestabilitat política global.

Finalment, als EUA van esclatar escàndols i fraus empresarials de l'abast de l'empresa energètica Enron i la seva auditora Arthur Andersen, líder del mercat amb una reputació centenària.

En un reguitzell d'empreses com WorldCom, Tyco i d'altres també van aflorar males pràctiques, la qual cosa va deteriorar la confiança dels inversors.

Davant el perill de caure en una recessió profunda i duradora, els bancs centrals van abaixar decididament els seus tipus d'interès. Així, la Reserva Federal va reduir-lo des del 6,5 % fins a l'1 % als EUA. De la mateixa manera, el Banc Central Europeu va abaixar el seu tipus d'interès des del 4,75 % fins al 2 %.

Els baixos tipus d'interès van evitar caure en recessió i van facilitar la transmissió de la liquiditat creada pels bancs centrals a crèdit a les famílies (consum, hipotecari) i les empreses.

L'economia americana va entrar en un cicle expansiu sustentat en el crèdit abundant, accessible i barat, la qual cosa va disparar l'endeutament de les famílies i les empreses. El baix nivell de l'estalvi als EUA va obligar el sistema i els mercats financers a captar la liquiditat d'arreu del món. Així doncs, hi ha hagut un palanquejament de la família i les empreses sobre el crèdit bancari, mentre el sistema financer s'endeutava amb els mercats majoristes internacionals.

Aquest estat de coses va posar les bases per al desenvolupament i la consolidació del model financer *originate-to-distribute* a escala global.

## **El model financer de concessió de crèdit i distribució del risc**

A les economies avançades, molt particularment als EUA, el Regne Unit i d'altres, els bancs comercials finançaven famílies i empreses sense incorporar una estimació prudent del risc lligat a la solvència dels creditors.

Als EUA, fins i tot entitats no bancàries (Countrywide, New Century) concedien crèdits hipotecaris a famílies sense FICO *scoring* que seguidament cedien als bancs comercials amb el corresponent descompte. L'operativa es basava en el principi «hipoteca concedida, hipoteca en l'oblit», ja que es transferia el crèdit amb el risc d'impagament incorporat. Un cop «originats» els crèdits, el sistema financer convertia el corrent de quotes a pagar en el valor en garantia d'un títol financer (*securitization*). La Reserva Federal regulava i supervisava aquest procés dins la banca comercial per protegir l'estalvi de les famílies i les empreses.

No obstant això, els bancs comercials van començar a cedir les seves carteres de crèdits, amb el risc incorporat, a la banca d'inversió (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Bear Stearns). Amb el decurs del temps, la banca d'inversió va convertir els productes financers senzills i transparents (valors amb garantia hipotecària, MBS) en innovacions cada cop més complexes i opaques (valors amb garantia real, ABS), per acabar dissenyant els títols garantits per deute<sup>1</sup> (CDO) i els CDO sintètics. Darrere dels títols financers hi havia hipoteques, prés-

1. Els CDO, una mena d'«obligacions de deute garantides», eren títols de renda fixa que hipotèticament estaven garantits pel pagament de les quotes hipotecàries que els havien originat, o altres tipus de préstecs financers. Els CDO van esdevenir molt opacs pel que fa a les seves garanties, però tenien la reputació dels bancs d'inversió emissors, el ràting AAA de les agències de qualificació i la cobertura de la prima d'assegurança en cas de risc d'impagament (*credit default swap*) per part d'una companyia asseguradora.

tecs a estudiants, crèdits al consum, targetes de crèdit, préstecs empresarials, fluxos descomptats de concessionàries, etc. Aquests títols sempre incorporaven el risc d'impagament de les famílies i empreses, que no s'havia retingut al balanç de qui havia originat el crèdit.

A més, per no consumir capital i multiplicar els beneficis, la banca d'inversió feia ús del palanquejament i d'entitats instrumentals.

La globalització i la innovació financeres són positives si aporten valor, canalitzant l'estalvi a les demandes d'inversió, en un entorn de diferencials de rendibilitat en funció del risc inherent al producte financer. Ara bé, els incentius retributius de les entitats i els professionals van alimentar volums creixents d'actius financers derivats, distribuïts per canals al marge dels mercats, i poc transparents respecte al risc assumit per l'inversor. Com va afirmar el CEO de Citigroup, «quan la música sona, no pots deixar de ballar».

Aquests títols financers cada cop més complexos i opacs pel que fa a les garanties del valor en garantia, emesos per bancs d'inversions amb reputacions centenàries, van rebre la màxima qualificació creditícia (AAA) per les agències de ràting (Standard & Poor's, Moody's, Fitch). Aquestes entitats van estimar que el risc dels productes analitzats era baix a causa de la diversificació de crèdits que garantien el valor en garantia. A més, els bancs d'inversió van dissenyar trams a cada producte financer en funció del perfil de risc de l'inversor: *super-senior*, *senior*, *mezzanine* i *equity*. I si això no fos suficient, els productes financers estaven coberts per una prima de risc d'impagament (*credit default swap*, CDS) emesa per asseguradores financeres de la grandària i solvència d'AIG, Ambac, Mbia i altres.

En un entorn de baixos tipus d'interès i rendibilitats, els inversors globals es van abocar a subscriure aquests títols financers, incloent-hi fons de pensions, asseguradores, reasseguradores, *family offices* i tota mena de fons d'inversió i estalviadors.

Aquestes condicions financeres favorables (tipus d'interès baixos, liquiditat abundant) van impulsar l'economia americana a partir de 2001. La irrupció de l'economia xinesa també va dinamitzar l'economia global. El creixement explosiu del crèdit i del consum amenaçava de revifar les expectatives inflacionistes. En conseqüència, a partir de 2004, la Reserva Federal va decidir apujar el seu tipus d'interès des de l'1 % fins al 5,25 % en disset reunions consecutives del Federal Open Market Committee (FOMC).

Warren Buffett afirma que «tota bombolla té la seva agulla i quan la bombolla topa amb la seva agulla, una legió de nous inversors aprèn lliçons financeres molt antigues».

La major part de crèdit *subprime* havia estat concedit a tipus d'interès variable (*adjusted-rate mortgage*, ARM) a persones sense ingressos estables ni actius en propietat (*no incomes, no jobs, no assets*). A causa de la seva escassa capacitat de pagament, aquestes famílies *subprime* no podien afrontar les primeres quotes hipotecàries ajustades al líbor. En conseqüència, la morositat i les execucions hipotecàries van proliferar per tota la geografia dels EUA. Els cartells «For sale. Bank owned» anunciaven la venda a preus rebaixats de moltes propietats immobiliàries.

El sector immobiliari es va col·lapsar i va reduir dràsticament la seva activitat, i es va produir un ensorrament dels preus dels habitatges. En primer terme, això va significar una crisi immobiliària en forma de propietats immobiliàries retornades que afectaria a l'alça les provisions bancàries. No obstant això, com que els crèdits hipotecaris morosos constituïen una part important dels valors en garantia dels títols financers, aquests impagaments i la depreciació dels valors immobiliaris provocarien —més enllà del daltabaix immobiliari— una crisi financera d'abast global.

## **L'esclat de la crisi financera el 9 d'agost de 2007 i el seu contagi**

Al llarg de 2007, alguns senyals revelaven que la bombolla estava assolint el punt de ruptura. Així, els diferencials de risc entre els productes financers segurs (lletres del tresor) i els títols amb risc (*asset-backed commercial paper*, ABCP) van començar a eixamplar-se, per la fugida dels inversors cap a productes amb qualitat financera (*fly to quality*). Les agències de ràting van començar a degradar la qualificació AAA d'alguns productes financers. El banc d'inversió Bear Stearns va mostrar dificultats en la seva operativa.

El 9 d'agost de 2007, el banc francès BNP Paribas va anunciar que suspenia temporalment el dret de reintegrament dels clients en alguns dels seus fons d'inversió, per calcular el valor de mercat dels valors en garantia. Va ser el tret que anunciava l'esclat de la crisi.

Les borses internacionals (S&P 500, EUROSTOXX 50) van reaccionar amb caigudes molt profundes. Els fons sobirans aprofitaran per entrar als capitals de les institucions financeres i empreses, i van registrar pèrdues abundants a mesura que els mercats de capitals es van anar ensorrant.

El banc anglès Northern Rock seria la primera víctima, en constatar el tancament del mercat interbancari i haver de recórrer en procediment d'urgència al Banc d'Anglaterra. Finalment, el pànic bancari en forma de cues de dipositants a les seves oficines va recomanar-ne la nacionalització pel Govern britànic.

Als EUA, les entitats no bancàries de crèdit *subprime* (Countrywide, New Century) van començar a tenir problemes.

Els mercats financers (interbancari, majoristes, crèdit) es van anar tancant i, davant la falta de contrapart, els valors dels actius es depreciaren en aplicació del principi de comptabilitat a preu de mercat (*market price*).

Quan el mar de liquiditat va desaparèixer, afloraren les estratègies inversores temeràries, com el cas de les pèrdues milionàries ocasionades per Jérôme Kerviel (Société Générale) o l'esquema financer piramidal Ponzi aixecat per Bernard Madoff.

El tancament dels mercats financers majoristes internacionals i la inexistència d'operacions corporatives de sortides a borsa i altres (fusions, adquisicions) van impactar el model de negoci dels bancs d'inversió. El 17 març de 2008 va fer fallida Bear Stearns, el cinquè del rànquing mun-

dial, que seria adquirit en darrera instància per JP Morgan Chase amb un préstec de 30.000 milions de dòlars de la Reserva Federal.

L'operativa via entitats instrumentals d'inversió fora del balanç i l'excessiu palanquejament van sotmetre la banca d'inversió a una gran pressió. Les pèrdues de les entitats instrumentals fora del balanç exigiren abundants injeccions de finançament contingent, però van acabar afectant el balanç. El palanquejament, davant el capgirament del mercat, els abocava a la fallida.

El setembre de 2008 va esclatar el sistema financer als EUA.

Les agències Fannie Mae i Freddie Mac, que havien finançat bona part de l'accés de les famílies *subprime* a l'habitatge (*american dream*), es declararen en concurs de creditors el 7 de setembre. Els tenidors dels seus bons eren inversors institucionals i els bancs centrals de països tercers. Per tant, ambdues entitats haurien de ser salvades amb diner públic. Els rescats pel Govern dels EUA de Fannie Mae i Freddie Mac són els grans forats d'endeutament públic que la crisi ha traslladat a futures generacions de ciutadans americans.

El 15 de setembre, va caure Merrill Lynch —adquirit per Bank of America el darrer moment— i, aquell mateix dia fatídic, es va produir el gran esclat de la caiguda de Lehman Brothers, que no va trobar comprador i es va acollir al *chapter 11* per a la declaració de bancarrota. La fallida de Lehman Brothers va qüestionar el principi que les entitats sistèmiques no podien fer fallida i va canviar el principi *too big to fail* ('massa gran per deixar-ho caure') pel *too big to bail-out* ('massa gran per poder-ho rescatar') amb recursos impositius del contribuent.

L'ensorrament de Lehman Brothers el 15 de setembre de 2008 es va agreujar per la fallida de l'asseguradora AIG l'endemà. Les asseguradores financeres no podien atendre la cobertura del risc d'impagament dels crèdits originats, que havia estat assumit en quantitats milionàries mitjançant contractes de *credit default swaps* (CDS). En una operació de rescat desesperada, els EUA van nacionalitzar AIG per evitar un efecte dominó que hauria ensorrat tot el sistema financer global.

La crisi financera va esclatar al cor de Wall Street i es va contagiar immediatament dels EUA a Europa. La major part dels grans bancs europeus van entrar en pèrdues i el seu valor de capitalització en borsa es va ensorrar (Royal Bank of Scotland i Lloyds, al Regne Unit; Dexia, a França i Bèlgica; Hypo Real Estate i Landesbanken, a Alemanya; ING, a Holanda; Fortis, al Benelux; Allied Irish i Bank of Ireland, a Irlanda, etc.).

A Islàndia es va enfonsar tot el sistema financer (Kaupthing, Landsbankinn, Glitnir), que va reclamar l'ajut del Fons Monetari Internacional (FMI).

## **El rescat financer i la resposta de la política econòmica**

El sistema financer és el cor del sistema de crèdit que sustenta una economia moderna. Aquesta naturalesa explica l'afirmació que «si veus un banquer llançar-se per la finestra, segueix-lo que hi ha negoci...».



Als EUA, el secretari del Tresor (Hank Paulson) i el president de la Reserva Federal (Ben Bernanke) van articular un rescat bancari mitjançant el Troubled Asset Relief Program (TARP), amb resultats limitats. Les autoritats es van afanyar a salvar institucions financeres (Citigroup) i empreses (General Motors).

Els bancs d'inversió supervivents (Goldman Sachs, Morgan Stanley) es van reconvertir en «*holdings* financers», amb possibilitat d'accés al finançament de la Reserva Federal.

La política monetària va abaixar dràsticament els tipus d'interès i va multiplicar el balanç dels bancs centrals, injectant oxigen mitjançant l'ampliació de la seva base monetària (*high-powered money*) en voluminosos programes de flexibilització quantitativa<sup>2</sup> (QE). Els bancs centrals, més enllà de la seva funció com a prestadors en darrer recurs, s'havien convertit en creadors del mercat, suplint la liquiditat volatilitzada que ara retenien els inversors.

La crisi es va originar a l'àmbit financer. Molt ràpidament va acabar traspasant-se a l'economia real.

La política fiscal va actuar per la via d'increments de despesa i de reducció d'impostos. En primer terme, els governs van entrar al capital d'algunes entitats bancàries i van establir un ampli ventall de programes de suport financer (garanties, avals). Aquella política fiscal expansiva i les operacions de rescats bancaris van agreujar els dèficits públics, i han elevat els nivells de deute públic, transferit a futures generacions. A més, les projeccions de baixa taxa d'inflació dificultaran enormement el pagament i la reducció del deute públic.

A Europa, les polítiques monetàries i fiscals expansives van xocar amb les reticències d'Alemanya, que té gravada a la memòria històrica les hiperinflacions durant la República de Weimar com a conseqüència del pagament de reparacions derivades de la Primera Guerra Mundial. Pels alemanys, existeix una associació indeleble entre la seqüència de creació de diner, inflació, descontentament social, ascensió de Hitler al poder, guerra, derrota i patiment social.

Aquest trauma històric és el motiu que el Tractat de Maastricht i la unió econòmica i monetària europea (UEM) siguin una creació amb patró germànic. La seu del Banc Central Europeu es va establir a Frankfurt, on va heretar els principis antiinflacionaris del Bundesbank. Per aquest motiu, Alemanya no permetrà actuacions fora de les línies vermelles, com les que s'estan produint a Grècia.

Finalment, la crisi financera i econòmica va acabar esdevenint una crisi social global (atur, desnonaments, pobresa) que ha reduït substancialment la classe mitjana.

Els ciutadans (*main street*) van copsar que les entitats i mercats financers (Wall Street) rebien el suport i el rescat que es negava a les persones. La pèrdua de reputació dels bancs ha estat una de les conseqüències més evidents de la crisi financera.

2. Es tracta de la política monetària expansiva, concretada en determinades operacions de provisió massiva de liquiditat pels bancs centrals.

## Les lliçons de la crisi financera

Les lliçons apreses de la crisi financera inclouen advertències per a tots els participants del model *originate-to-distribute*:<sup>3</sup>

a) Les famílies i les empreses van endeutar-se a nivells superiors a la seva capacitat de pagament, fiant que l'economia seguiria creixent i els valors immobiliaris no s'ajustarien mai a la baixa.

b) Els bancs comercials van concedir crèdit sense valorar el risc dels creditors i van traslladar la conseqüència dels impagaments als subscriptors dels títols financers. Un cop va esclatar la crisi, els bancs van tancar l'aixeta. Caldrà establir regulacions que redueixin el comportament expansiu-contractiu del crèdit.

c) Els bancs d'inversió van generar productes financers derivats complexos i opacs, moguts per incentius perversos de remuneració i amb ràtios de palanquejament excessives a través d'entitats instrumentals fora del balanç.

d) L'activitat simultània de banca comercial i banca d'inversió significa un risc alt de contaminació financera.

e) Els sistemes d'incentius a directius (*stock options*, retribucions variables indexades al volum) no estaven alineats amb els interessos a llarg termini dels accionistes ni amb l'estabilitat del sistema financer.

f) Les autoritats reguladores no van actuar proactivament ni amb el rigor desitjat. La International Organization of Securities Commission (IOSCO) haurà d'establir criteris de regulació preventius.

g) El principi de comptabilitat basat en preus de mercat, quan es tanquen els mercats de manera duradora, exigeix un volum elevat de provisions. Davant un daltabaix, els productes comercialitzats fora de mercat (*over-the-counter*) sense cambra de compensació, com que no existeix contrapart, van portar el valor dels actius a zero. L'International Accounting Standard Board (IASB) haurà d'avaluar els principis de comptabilitat en situació d'estrès financer.

h) Les agències de ràting van emetre qualificacions creditícies AAA que no es corresponien amb el risc potencial dels productes financers, ja que cobraven del client que emetia els títols, el qual també assessoraven.

i) Les asseguradores financeres van cobrir el risc d'impagament amb cobertures que van resultar letals per al conjunt del sistema. Warren Buffett va qualificar els productes financers derivats i els *credit default swaps* com a armes de destrucció massiva en la seva carta als inversors de 2002. La International Association of Insurance Supervisors (IAIS) i Solvència II han inclòs el sector assegurador dins el perímetre objecte de regulació, per la seva naturalesa de risc sistèmic.

j) Els estalviadors i inversors del món, fins i tot els més prudents, com els fons de pensions, van subscriure productes financers opacs a la cerca de rendibilitat, sense avaluar-ne el risc incorporat. Els inversors acostumen a oblidar el passat i pensen que «aquest cop serà diferent». Cal llegir referències com *Manias, panics and crashes. A history of financial crises* (1978), de Charles

3. El sistema financer anglosaxó «originava» molt crèdit (hipoteques, etc.) que transformava en títols financers (CDO, etc.) que «distribuïa» arreu del món amb el risc incorporat. Aquest sistema nascut a Wall Street i a la City era conegut com a «originate-to-distribute».

P. Kindleberger; *Can «it» happen again. Essays on instability and finance* (1982), de Hyman P. Minsky, així com els textos de Daniel Kahneman, Amos Tversky o Nassim Nicholas Taleb.

k) Una part de les activitats transcorrien a l'ombra a través del sistema financer a l'ombra (entitats instrumentals d'inversió estructurada fora del balanç, «conduïts», etc., domiciliats a paradisos fiscals).

l) Els bancs eren globals en vida, però nacionals el dia de la seva mort (*living will*), a càrrec dels contribuents.

m) El món acadèmic universitari, amb la nova teoria de les finances, va construir models basats en hipòtesis que no sempre es mantenen a la vida real. Els mercats financers es caracteritzen per l'aparició sobtada d'entorns inversemblants, improbables i no previstos (*black swans*). El *Titanic* era considerat un vaixell que no es podia enfonsar, però està al fons del mar.

n) La coordinació financera global va ser molt feble, limitada a les autoritats monetàries dels bancs centrals.

o) Les institucions financeres globals (FMI; Banc de Pagaments Internacionals, BIS, etc.) no disposen de competències i capacitat financera en correspondència amb la dimensió i la profunditat de les crisis del segle XXI. El G-20 va resultar inoperatiu.

p) El Consell d'Estabilitat Financera i el Comitè de Basilea tendiran a impulsar el pèndol des de la desregulació a la hiperregulació (exigències de nivells més elevats de capital de màxima qualitat, risc de liquiditat, risc de contrapart, ràtios de palanquejament, reducció del comportament expansiu-contractiu del crèdit, regulació de les operacions fora del balanç, etc.). Les noves directrius del Departament del Tresor als EUA, l'informe Larosière a Europa, l'informe Turner al Regne Unit, etc., són exemples d'aquesta nova direcció reguladora.

Com al final del relat d'Agatha Christie *Assassinat a l'Orient Express*, en què els culpables de l'assassinat eren tots els passatgers, els responsables de la crisi financera han estat tots els participants al model de creació de crèdit i distribució global del risc.

La darrera reflexió: el títol d'aquesta conferència sobre la crisi financera i econòmica global posa una data de començament i una data de tancament, malgrat que l'economia mundial i els mercats financers segueixin immersos en rèpliques del terratrèmol que va esclatar el 9 d'agost de 2007.