

**JOSEP M. BRICALL · NOTA SOBRE LA CIRCULACIÓ FINANCERA ·**  
DISCURS DE RECEPCIÓ COM A MEMBRE NUMERARI · **INSTITUT**  
**D'ESTUDIS CATALANS · SECCIÓ DE FILOSOFIA I CIÈNCIES SOCIALS**



## **NOTA SOBRE LA CIRCULACIÓ FINANCERA**



**INSTITUT D'ESTUDIS CATALANS**  
**SECCIÓ DE FILOSOFIA I CIÈNCIES SOCIALS**

**NOTA SOBRE LA CIRCULACIÓ FINANCERA**

Discurs de recepció de JOSEP M. BRICALL  
com a membre numerari de la Secció de Filosofia  
i Ciències Socials, llegit el dia 16 de juny de 2008

Resposta d'Antoni Serra Ramoneda, membre emèrit  
de la Secció de Filosofia i Ciències Socials

BARCELONA, 2008

Biblioteca de Catalunya. Dades CIP

**Bricall, Josep M.**

Nota sobre la circulació financera

Bibliografia

ISBN 978-84-7283-978-6

I. Serra i Ramoneda, Antoni

II. Institut d'Estudis Catalans. Secció de Filosofia i Ciències Socials III. Títol

1. Finances 2. Mercats financers

336

Disseny gràfic: Maria Brossa

© Josep M. Bricall

© 2008, Institut d'Estudis Catalans, per a aquesta edició

Carrer del Carme, 47. 08001 Barcelona

Primera edició: juny de 2008

Primera reimpressió: octubre de 2008

Tiratge: 200 exemplars

Text revisat lingüísticament per la Unitat de Correcció del Servei Editorial de l'IEC

Compost per Víctor Igual, SL

Carrer del Peu de la Creu, 5. 08001 Barcelona

Imprès a gama, s. l.

Carrer d'Àrístides Maillol, 9-11. 08028 Barcelona

ISBN: 978-84-7283-978-6

Dipòsit Legal: B. 26161-2008

Són rigorosament prohibides, sense l'autorització escrita dels titulars del *copyright*, la reproducció total o parcial d'aquesta obra per qualsevol procediment i suport, incloent-hi la reprografia i el tractament informàtic, la distribució d'exemplars mitjançant lloguer o préstec comercial, la inclusió total o parcial en bases de dades i la consulta a través de xarxa telemàtica o d'Internet. Les infraccions d'aquests drets estan sotmeses a les sancions establertes per les lleis.

1. El sistema econòmic propi del capitalisme presenta alguns trets persistents. Un, que va ser assenyalat per Keynes, es troba sintetitzat en aquest fragment de *La teoria general de l'ocupació, l'interès i el diner*:

A mesura que augmenten les existències dels béns que en principi tenien una eficiència marginal almenys igual al tipus d'interès, llur eficiència marginal [...] tendeix a baixar. D'aquesta forma s'arribarà a un punt en el qual ja no valdrà la pena produir-los, a menys que el tipus d'interès baixi *pari passu*. Quan no hi hagi cap bé l'eficiència marginal del qual abasti el tipus d'interès, hom arribarà a una suspensió de la producció de béns de capital. (Keynes, 1987, p. 199)

El text correspon al capítol xvii, segurament el més interessant i incisiu de tota l'obra. Expressa que, contràriament a la idea de Wicksell, són els tipus d'interès dels diferents béns els que tendeixen a adaptar-se al tipus d'interès del diner.

Com que l'eficiència marginal del diner reflecteix el seu tipus d'interès, aquesta idea queda completada en una altra afirmació posterior de Keynes: «L'eficiència marginal del diner es determina per forces que li són parcialment pròpies» (Keynes, 1973, p. 103).

En realitat, ambdós textos apunten a una qüestió central en aquest sistema econòmic. Es refereixen a la relació entre el conjunt dels mecanismes financers i el conjunt del sistema de producció o de l'economia anomenada *real*. En efecte, la relació social coneguda com a *capital* determina l'enquadrament de les unitats econòmiques i dels seus agents en una xarxa privada de drets i d'obligacions que són conseqüència d'avançar uns recursos en forma d'actius de diferents classes

que suposen a qui presta la possibilitat de recuperar-los —d'acord amb diferents terminis o modalitats— amb l'escreix de rendiments addicionals.

Aquests rendiments addicionals signifiquen, en darrer terme, participar en el valor afegit que s'obté de les activitats productives, agrícoles, industrials o terciàries. Sense aquesta creació de valor, només serien meres transferències entre els agents econòmics, de suma zero. Per tant, només l'acumulació de capital productiu permet l'extracció de valor afegit que assegura els rendiments addicionals dels fons.

Naturalment, les decisions dels agents financers connecten el conjunt del sistema de necessitats de finançament amb el corresponent a recursos possibles, mobilitzant-los o generant-los; els mercats financers i monetaris tracten d'adaptar les modalitats de les demandes amb les disponibilitats i caràcters de les ofertes. Aquestes relacions permeten a les unitats o agents —com les empreses— emprendre activitats sense la constricció d'estalvis previs.

L'aportació de Keynes alerta sobre el condicionament de les conductes financeres en el conjunt de l'economia real. Però, a més, aquest condicionament manifesta en moltes ocasions dificultats que desemboquen en crisis potser només financeres, però també en crisis més greus que incideixen en el conjunt de les economies que, progressivament —i des de fa segles—, s'han fet mundials.

L'avinentesa del moment actual no fa inútils algunes reflexions sobre la qüestió que tants cops ha desvetllat l'opinió i ha neguitejat tants ciutadans. Davant d'aquestes crisis, la preocupació dominant és que les turbulències del sector financer no afectin de manera irreversible el sector de l'economia real a través de mesures de política econòmica. Per això s'ha considerat que l'aspecte més important del *New Deal* de Roosvelt el 1933 fou precisament aconseguir que l'estructura financera estimulés les empreses i que no quedessin presoneres de conductes especulatives (Minsky, 1994, p. 151).

Les observacions que es formularan a continuació es fixaran en els comportaments financers en la mesura que condicionen l'activitat productiva, tot influint actualment sobre les decisions dels empresaris (secció tercera), que afaïonen la present crisi financera (secció quarta) i, finalment, que limiten l'acció tradicional de la política monetària (secció cinquena). Aquesta aproximació requerirà algunes precisions sobre l'estructura bàsica del circuit de finançament (secció primera) i sobre el finançament a través dels mercats financers (secció segona).

## I

2. Un senzill esquema pot servir d'introducció a l'estructura bàsica del circuit de finançament.

La demanda de crèdit ho és de les empreses i de les famílies. La demanda de crèdit de les empreses s'adreça a la producció i la de les famílies, al seu con-



sum.<sup>1</sup> Juntament amb aquesta demanda de crèdit per a operacions derivades del procés de producció (o relacionades amb ell), hi ha també una demanda de crèdit dirigida al finançament d'activitats especulatives.

La necessitat de finançament per a la producció empeny les empreses a manllevar; això vol dir adreçar-se als bancs per a obtenir els crèdits que els permetin fer front a les despeses de remuneració del treball i interessos i, si cal, l'avenç de beneficis distribuïts (per al consum dels capitalistes). Si tenim en compte el procés en el seu conjunt, és obvi que les transferències entre empreses es cancel·len finalment en el conjunt d'un territori (tret de les que afecten empreses exteriors al territori) i que, en canvi, les inversions requeriran també aquest finançament inicial.<sup>2</sup> Aquest endeutament inicial de les empreses —i, per tant, actius bancaris— es reduirà a la fi del procés de producció en la mesura que el mateix descabdellament de l'activitat productiva (i les rendes originades) permetrà a les empreses ingressar unes quantitats que els faran reintegrar el crèdit a causa de les vendes efectuades per les despeses de consum i d'inversió. A més, les rendes no gastades en consum no han de romandre definitivament en forma líquida per tal com els consumidors prendran al seu càrrec una altra part del finançament inicial en adquirir part dels passius de les empreses, reduint, per tant, l'endeutament inicial enfront dels bancs. També un altre tram d'aquest finançament inicial quedarà cobert en la mesura que l'excedent de la despesa adreçada a les empreses en relació amb les rendes satisfetes en la realització de l'activitat productiva origini uns beneficis que, en no ser repartits, n'assumiran una part.<sup>3</sup>

En fi, la part no coberta d'aquest finançament, i que per tant representa l'endeutament en relació amb els bancs (i, doncs, el finançament final que asseguren), es correspon amb l'augment del actius líquids (és a dir, actius que no han de patir costos de transacció ni de liquidació futura) segons els comportaments dels consumidors i de les empreses, que decidiran la part que d'aquests actius líquids conserven en forma d'efectiu o en forma de dipòsits bancaris, uns i altres deutes o passius bancaris.<sup>4</sup>

Per això, com més gran és «la propensió a la liquiditat dels agents, tant més gran és la quantitat de diner que volen mantenir en llur patrimoni i tant més len-

1. Al Regne Unit, més de la meitat dels crèdits dels bancs van a famílies, tot reduint-se la participació de les empreses com a destinatàries dels crèdits bancaris (Howells, 2005).

2. Atès que «els inversors de nou equipament necessiten un finançament que els cobreixi el preu d'oferta d'aquests béns; aquest finançament no ha de confondre's amb la quantitat de rendes satisfetes pels productors dels béns d'equipament» (Parguez, 1996, p. 166).

3. Noteu que els beneficis de les empreses s'originen pel fet que el finançament inicial supera les rendes inicialment satisfetes com a ingressos de diferent tipus de la població a causa del finançament que comporta la inversió (Kalecki, 1971, p. 78 i s.).

4. Sobre el caràcter derivat, i, per tant, endogen, de la massa monetària a partir de l'anàlisi del cicle de Kydland i Prescott; vegeu Keen (2007).

tament les empreses podran recuperar la liquiditat circulant i més grans seran les necessitats de finançament» (Graziani, 1988*b*, p. 103).

3. Abans s'ha fet notar que per altres raons —no estrictament productives— poden manllevar les unitats econòmiques. Es tracta del finançament d'operacions de caire especulatiu, obtenint llavors els cabals per endegar-les.<sup>5</sup> El finançament inicial ha de servir, per exemple, per adquirir un bé o un actiu en general del qual hom pretén disposar per a més endavant en millors condicions de preu. El crèdit es reintegra al moment en què, feta l'operació, es pugui retornar el finançament inicial, ja sigui per l'èxit final de l'operació o per a assumir algú altre totalment o parcial una part del finançament inicial; hi haurà augment d'actius líquids en la mesura que els bancs no encaixin íntegrament la suma que havien prestat. Aquí el desenllaç de l'operació no depèn pas de la realització d'una activitat productiva, sinó de l'acompliment de les previsions o de la capacitat dels agents econòmics per a fer-se —o renovar— amb crèdits addicionals, davant d'expectatives de continuïtat en l'augment de preus dels actius.<sup>6</sup>

En el supòsit del crèdit a les famílies per a consumir, aquestes satisfaran el retorn del crèdit bancari gràcies al seu flux corrent de renda esperada; el procés no altera el que s'ha descrit en l'apartat 2.<sup>7</sup>

4. Naturalment, el quadre anterior permet fàcilment introduir el sector exterior d'una economia i el seu sector públic.

En un territori amb dèficit exterior d'operacions corrents, els actius líquids que es desvien cap a l'exterior per a pagar les importacions (o qualsevol altre partida anàloga) es redueixen en la mesura que des de l'exterior s'assumeixi una part del finançament inicial; contràriament, si el país té superàvit, l'entrada d'actius líquids procedents de l'exterior s'atura si els residents decideixen fer front a una part del finançament inicial que s'ha desenrotllat fora del territori.

5. N. Kaldor va definir com a *especulatives* aquelles operacions sobre un bé o servei que tenen com a única motivació el canvi previsible del preu de mercat del bé o servei en qüestió. (Aquest és el sentit que es dona aquí.)

6. «L'expansió monetària és més probable que tingui a veure amb els augment ràpids dels preus dels actius que amb la inflació de béns i serveis» («Only human. A special report on central banks and the world economy», 2007, p. 18).

7. Es podria considerar, tanmateix, que aquest avenç de consum és a costa d'altres famílies que han participat en el procés de producció de creació de béns i que, en canvi, no han decidit gaudir d'aquest consum, per tal com «si del diner creat pel pagament dels factors de producció (és a dir, per finançament dels bancs a les empreses) en resulta la renda de les famílies, mentre que del diner creat en benefici de les famílies (és a dir, finançament bancari a les famílies) permet transaccions financeres (per bé que implícites) entre les famílies, l'objecte del qual és la mateixa renda» (Gnos, 2003, p. 322-338).

Una consideració semblant es pot fer respecte del sector públic en la mesura que, on hi ha superàvit públic d'operacions corrents, l'endeutament inicial del poder públic ha quedat més que compensat pels impostos recaptats, cosa que significa una disminució per aquest motiu d'actius líquids a menys que l'Administració pública determini la reducció del deute públic; contràriament, l'augment d'actius líquids a causa del dèficit pot reduir-se per l'absorció de més càrrega fiscal i un nou endeutament públic.

5. L'esquema proposat podria induir a creure que l'activitat productiva ha començat en un territori *ex nihilo*. La realitat és que l'activitat productiva es desplega temporalment a partir de processos precedents.

Per tant, el finançament inicial podria apel·lar a actius líquids preexistents, de períodes anteriors o d'altres territoris. Podrien derivar de l'atresorament de períodes anteriors o de la venda o l'amortització d'actius rendibles. Per tant, l'augment d'actius líquids —que hem identificat a l'apartat anterior— cal entendre'l com a increment del període respecte dels actius líquids que hi havia precedentment. Semblantment, quan subscriuen actius rendibles a partir de llurs ingressos corrents, els agents econòmics poden assumir endeutaments bancaris finals de períodes anteriors. I així successivament.

Aquestes consideracions ens fan veure que el que convé analitzar són els comportaments dels agents econòmics en els dos mercats, financer i monetari, en vistes a decidir la col·locació del seu patrimoni entre la liquiditat i la rendibilitat dels seus actius, no referits únicament al període que analitzem, sinó també al conjunt dels estocs existents en el sistema en un moment donat. I això és igualment vàlid pel que fa a les conductes dels governs o dels agents residents en altres territoris.

6. El procés que s'acaba de descriure revela l'existència d'una circulació monetària nascuda del finançament bancari inicial que, finalment, retorna en gran mesura al sistema bancari. Però d'aquest flux monetari, que neix i després retorna a les entitats emissores, s'ha vist que en resta una part a disposició dels agents econòmics que s'afegeix als actius líquids preexistents, esdevenint, doncs, un estoc que els agents desitgen mantenir de forma líquida. És a dir, la circulació originada pel finançament inicial retorna als bancs un cop efectuades les operacions que la justifiquen (tot romanent una part com a nova liquiditat del sistema) i es renova cada període a menys que es donin les circumstàncies que s'explicaran més endavant. Si els bancs accepten aquesta situació, es prosseguirà en la fase següent un nou finançament inicial de dimensió semblant, amb el mateix volum d'actius líquids (preexistents i increments del període precedent).

Keynes s'adonà d'aquest fet<sup>8</sup> i el va observar com un fons rotatori de finançament (*revolving fund of finance*), en palesar un corrent continuat de producció assegurat infinitament a partir d'un fons inicial que el permet en una economia monetària.<sup>9</sup>

7. Els dos orígens d'endeutament bancari (per l'activitat productiva o per l'activitat especulativa) no afecten la forma de l'endeutament atorgat i els mercats financer i monetari no distingeixen, a la pràctica, els títols i crèdits per discriminació de la seva causa, que, doncs, entren indiferentment en la circulació.

Tanmateix, l'abast de la distinció permet separar una circulació monetària que es determina per la producció i per la distribució de rendes i una circulació monetària que es determina per una altra lògica, que és la dels mercats financers i monetaris, on poden inserir-se les operacions especulatives. En la primera, el diner respon al nivell de la producció i de la despesa; en canvi, en la circulació financera, el diner respon a l'actitud sobre el futur i sobre la incertesa d'aquest futur. A partir d'aquest fet, Keynes remarcà la incapacitat de la teoria quantitativa per a explicar els fenòmens econòmics en la mesura que no es pot demostrar l'estabilitat de la velocitat renda de la moneda a causa de la mateixa existència i significació del mercats financers.

Els agents econòmics decideixen sobre la part del patrimoni que destinaran a actius menys líquids (i, per tant, rendibles) i la part consistent en actius de major liquiditat (i, doncs, de rendiments menyspreables). Tant la circulació motivada per estimacions dels agents sobre el moviment de preus dels actius com les conductes sobre la proporció d'actius líquids i d'actius rendibles dintre del seu patrimoni afecten a un mercat de títols i crèdits de diferents classes que constitueixen la circulació financera. Les conductes s'hi determinen per l'opinió formada sobre l'evolució dels títols existents i que, per tant, es refereix a un mercat d'estocs d'actius rendibles i d'actius líquids que pesen de manera aclaparadora sobre els nous fluxos que procedeixen de les operacions corrents del període i, en particular, dels processos productius. La circulació financera organitza mercats secundaris que faciliten la configuració temporal del consum.<sup>10</sup>

Es pot distingir, en conseqüència, entre els fluxos monetaris que discorren en el mercat dels béns i serveis i que es corresponen amb el flux circular de la renda —en què intervenen empreses i consumidors, a més dels bancs— i les transac-

8. A «Alternative theories of the rate of interest», a CW XIV, p. 201 i s., en introduir el motiu *finançament* (*finance-motive*).

9. Alguns interpreten que per cada fase hom pot parlar d'una destrucció del diner penetrat en el finançament inicial que renaixerà en una fase ulterior (Graziani, 1996). Altres més aviat s'inclinen a pensar que el diner no es destrueix al moment del reintegrament, sinó que més aviat circula entre comptes monetaris de consumidors, empresaris i banquers (Keen, inèdit).

10. Graziani (1988a, p. xxxiv), tot recordant Irving Fisher sobre el paper del mercat secundari de títols perquè cada estalviador pugui projectar temporalment el seu consum.

cions financeres que afecten el diner que circula en els mercats financers i monetaris; tanmateix, ambdós circuits estan connectats, car del circuit de la renda es passa al financer mitjançant l'atresorament, les subscripcions d'actius rendibles o el reintegrament de deutes; contràriament, el sector financer pot vessar al de renda el desatresorament, les despeses que permeten els ingressos extraordinaris obtinguts de les vendes d'actius o el manlleu net (Palley, 2006, p. 2).

Això donà peu a una doble teoria per a explicar el nivell dels preus. I això és el que desenvolupà Keynes al *Treatise*.<sup>11</sup> Per un costat, el nivell de preu dels béns de consum, que ve influït per la demanda de consum en relació amb l'oferta d'aquests béns i, doncs, depèn de les decisions sobre el volum d'estalvi, i, de l'altre, el nivell de preu de béns d'inversió, que està afectat per l'actitud del públic en relació amb l'atresorament (*state of bearishness*) (Ertuk, 2006, p. 5 i 15; Keynes, 1971, p. 129) per tal com les decisions concernents a la part de la renda no consumida depenen dels preus presents i futurs dels actius, determinant la conducta sobre el seu patrimoni financer.<sup>12</sup>

11. L'anàlisi de Keynes sobre la formació macroeconòmica dels preus s'ha considerat tributari de la tradició del pensament econòmic de l'escola austríaca (de Böhm-Bawerk a Hayek) i de Kurt Wicksell, interessats en el perfil temporal de la producció —i, per tant, en les característiques específiques dels béns de capital— i en les variacions relatives dels preus durant el cicle econòmic. Vegeu Seccareccia (2002) i Meltzer (1988, p. 61).

12. Kregel (1988, p. 63). A Keynes (1971, p. 121-124), el valor de la despesa de consum ( $P_c$  és el nivell de preus dels béns de consum i  $C$  el volum de béns de consum produïts) depèn del valor agregat de les rendes monetàries ( $E$ ) un cop deduït l'estalvi ( $S$ ); com que el valor de l'*output* ( $O$ ) agrega l'*output* de consum ( $C$ ) i el d'inversió ( $L$ ), serà:

$$P_c \times C = E - S = (E/O) (C + L) - S = (E/O) \times C + I' - S,$$

on  $I'$  és el cost de producció dels béns d'inversió ( $E \times L/O$ ) perquè expressa la part de les rendes originades per la producció de béns d'inversió. Per tant:

$$P_c = (E/O) + (I' - S) / C = W' + (I' - S) / C = (W/e) + (I' - S)/C,$$

on  $W'$  és la renda monetària per unitat d'*output* i  $W$  és la renda per unitat d'esforç humà i  $e$  la taxa d'eficiència.

En canvi, el nivell general de preus ( $P$ ) seria (essent  $P'$  el nivell de preus dels béns d'inversió,  $N$  el volum de nova inversió i  $I$  la inversió):

$$P = (P_c \times C + P'N) / O = (E - S + I) / O = (E/O) + (I - S)/O,$$

i, per tant,

$$P = (W/e) + (I - S)/O.$$

Així, la disparitat entre preus i costos depèn de les diferències en les conductes de  $(I' - S)$  i de  $(I - S)$ , que expressen els beneficis del sector de consum o de l'economia, respectivament. L'assignació de recursos econòmics depèn de canvis dels preus relatius a través de variacions del benefici (Meltzer, 1988, p. 64).

La presència de comportaments reals en la determinació del nivell de preus amb independència de variables monetàries ha estat desenvolupat modernament per A. Graziani en fer dependre el nivell de preus de la propensió a consumir en relació amb la proporció de l'oferta de béns de consum (és a dir, el marge de benefici) i del cost del producte en termes monetaris (salari i costos dels interessos per unitat de producte); vegeu Graziani (1996, p. 48-51).

Si en el *Treatise* s'adopta el doble canal per a explicar el nivell dels preus, en *La teoria general de l'ocupació, l'interès i el diner*, Keynes examina la circulació financera en termes del motiu especulatiu, especialment en el capítol xvii. Llavors la doble teoria dels preus se sintetitza —perdent una part de la seva comprensió— entre «l'eficiència marginal del capital per la determinació dels béns de capital i la preferència de la liquiditat per la determinació del preu de les accions» (Kregel, 1988, p. 70).

8. Les raons dels agents econòmics per a mantenir actius líquids en el seu patrimoni apunten tant «al motiu *especulació* davant de possibles pèrdues inesperades de capital (properes al motiu *precaució*), o a operacions derivades d'expectatives de guanys de capital, com al motiu *transacció* davant de les transaccions corrents de renda (per desfasaments temporals entre la renda corrent i la despesa corrent). Finalment, el motiu *precaució* es refereix a inesperats pagaments o oportunitats» (Tymoigne, 2004, p. 3). En la seva polèmica amb Ohlin (Keynes, 1973, p. 201, 215 i s.), Keynes hi va afegir un quart motiu, *finançament*. D'aquests quatre motius, només *transacció* i *precaució* (anomenats *demandes actives*, és a dir, diner que es manté per a futures despeses) justificarien l'estabilitat de la velocitat renda de la moneda.<sup>13</sup>

El motiu especulatiu respon a la incertesa de l'economia davant del futur i, per tant, és una demanda inactiva, que no comporta despesa. El concepte *incertesa* justificaria, per tant, la tinença de liquiditat; la incertesa no admet la seva reducció a una aproximació en termes de probabilitat<sup>14</sup> ni a ser tractada com a *portfolio choice*.

9. En la seva polèmica amb Hayek durant els anys trenta del segle xx, Sraffa (1932, p. 42-53) va fer notar que es pot definir el tipus d'interès propi de qualsevol mercaderia o de tot actiu en general com la relació entre el seu preu actual respecte del seu futur preu de mercat, que indica la quantitat que n'ha de ser lliurada en el futur com a equivalent de l'actual. En cada actiu, el valor del tipus d'interès ha d'abraçar el seu rendiment esperat  $q$ , els costos de conservar-lo  $c$ , les expectatives de variació del preu  $a$  i la liquiditat  $l$ .

13. La introducció del motiu *finançament* com a explicació per al manteniment d'actius líquids ha donat lloc a una polèmica abundant i ha estat objecte de diverses interpretacions (Asimakopulos, Minsky). Es justifica per poder-los destinar a projectes d'inversió i, per tant, és una demanda per transaccions planejades que, tanmateix, es distingeix dels motius *transacció* i *precaució* en la mesura que no es pot considerar funció estable de la renda per tal com està subjecte a la lògica fluctuant de les inversions programades.

14. «Per no existir bases científiques a partir de les quals pugui ésser calculada qualsevol probabilitat» (Keynes, 1973, p. 114). Sobre aquesta idea, expressa que «la incertesa pel que fa al curs futur del tipus d'interès és l'única explicació intel·ligible del tipus de preferència per la liquiditat L2 (motiu especulatiu) que condueix a la conservació d'efectiu» (Keynes, 1987, p. 180).

De manera que:

$$r = a + q + l - c.$$

La tendència a la igualació dels preus en el mercat suposa la tendència a la igualació dels tipus d'interès de tots els actius (béns, drets i crèdits) que són objecte de transacció en la circulació financera. Enfront de la tradició de Wicksell, Keynes advertirà que «l'eficiència marginal del diner es determina per forces que li són parcialment pròpies, de manera que els preus dels altres actius varien fins que llur eficiència marginal s'adapta al tipus d'interès (del diner)». Per això «la funció del tipus d'interès consisteix en modificar els preus en diner dels altres actius de capital, de manera que s'iguali l'atracció de disposar-ne amb la d'atresorar diner» (Keynes, 1973, p. 103 i 213).

La diversitat de tipus d'interès en la circulació financera expressa la diversitat de situacions relativa a l'estat dels mercats financers. Atès que aquesta diversitat palesa l'actitud dels bancs per a endeutar-se i la preferència de diferents graus de liquiditat en els patrimonis dels agents segons el tipus d'interès de mercat, Keynes havia suggerit que seria raonable que la direcció monetària consistís en una «oferta complexa del banc central de comprar i vendre als preus establerts valors de tota confiança i de qualsevol venciment, en comptes d'una taxa única de redescòmpte per a les lletres a curt termini» (Keynes, 1987, p. 183).

## II

10. L'endegament de la circulació financera correspon actualment als mercats financers i monetaris; es tracta de mercats fortament institucionalitzats per a salvar la insuficient informació que hi proporcionen els preus i mitigar els efectes negatius de l'asimetria d'informació. Com que les transaccions d'aquests mercats signifiquen un compromís present a canvi de la promesa d'un compromís futur (*spot-forwards swaps*), hi planeja sempre la incertesa de l'incompliment de les expectatives. Per això els prestadors solen preferir actius fàcilment liquidables a curt termini, mentre que els prestataris es decanten per endeutar-se amb exigibilitat a més llarg termini. Per tant, la variació de tipus curts en relació amb els llargs pot suposar ajustaments o interrupcions en els préstecs, reducció de marges o reducció de reserves o —si la variació és substancial— fins i tot la venda d'actius i, per tant, la baixada del seu preu per a poder afrontar la insolvència o la pèrdua de valor.

Quan en els mercats financers domina l'activitat intermediària dels bancs —segons la preferència per la liquiditat que mostrin (el bancs)—, les institucions financeres transformen actius força líquids dels prestadors en actius seus menys líquids; d'aquesta manera creen nova liquiditat, en la mesura que la distribueixen

sense destruir-la (com és el cas en els dipòsits bancaris). Aquesta creació de liquiditat es produeix, doncs, en el propi balanç del banc.

Nogensmenys, des del començament dels setanta del segle xx ençà, els mercats financers han sofert una transformació profunda. Les operacions directes entre prestadors i prestataris a través dels mercats han canviat el paper dels bancs i han reduït l'àmbit de llur intermediació. En aquest supòsit (com ha esdevingut als Estats Units i també —encara que molt menys— a Europa), els prestadors estan disposats a una menor liquiditat si poden convertir els seus actius —quan els calgui— en actius líquids acudint al mercat secundari, que, d'aquesta manera, resol el problema de la *maturity transformation*. Per tant, en els mercats financers i monetaris són els *brokers* i altres operadors els qui connecten demandants i oferents de fons i adapten les demandes de liquiditat a les demandes de préstecs; a més, els fons monetaris d'inversió col·lectiva capten fons que abans se situaven en dipòsits bancaris, tot desplaçant els bancs en aquestes operacions. L'accés al mercat secundari resol el problema, i ara el risc —que en cas d'intermediació bancària se situa immediatament en els bancs— és assumit pel públic com a prestador final d'aquests mercats (Kregel, 2007b, p. 2-9).

Tanmateix, la liquiditat dels mercats sembla diluir-se entre relacions d'interdependència, més sensibles a la confiança, una confiança recíproca que descansa fràgilment en les actituds dels participants en el mercat. Per això finalment les variacions de la preferència per la liquiditat van lligades a les expectatives sobre el preu dels actius (Bervas, 2008), preu dels actius que expressa el seu valor (no històric) de mercat. Aquestes variacions poden desembocar en problemes de liquiditat quan planegen dubtes sobre la insolvència de les institucions financeres («Overview. Liquidity in a time of turbulences», 2008, p. 1 i 11). Qualsevol dubte provoca «fugides cap la qualitat».

Però els mercats financers demanen sempre una certa institucionalització. La retirada de la funció intermediària dels bancs ha suposat l'esclat d'una munió d'institucions financeres no bancàries, singularment els inversors institucionals, fons de pensions i fons d'inversió col·lectiva, que gestionen l'estalvi de les famílies, els fons destinats a pensions o que gestionen carteres col·lectives constituïdes per una mescla d'actius. Per això s'ha pogut denominar la nova configuració dels mercats com un *sistema intermediat de mercat* (Bervas, 2008, p. 125).

En qualsevol cas, els bancs han reduït la seva funció intermediària, esdevenint progressivament gestors d'actius o desenvolupant en el seu si seccions especialitzades de gestió d'inversions col·lectives. També s'ha aprofitat i utilitzat a bastament la liquiditat fornida pels mercats, per bé que tots els participants en el mercat depenen, en darrera instància, de la disponibilitat de liquiditat subministrada pels bancs («Overview. Liquidity in a time of turbulences», 2008, p. 11). Així, doncs, els bancs també operen en els mercats monetaris i financers, amb una ma-



jor presència dels bancs en el si de les institucions financeres a l'Europa continental, especialment a Alemanya (Aglieta, 2007, p. 20), on són presents en el mercat secundari més que no pas els *brokers*.

Les observacions que es faran a continuació es dedicaran a les transformacions dels mercats financer i monetari (apartats 11 i 12) i a l'actual orientació dels bancs (apartat 13).

11. S'ha esmentat en l'apartat anterior la transformació dels mercats i la reducció de la intermediació bancària. La globalització financera ha coincidit —i no pas per casualitat— amb aquesta desintermediació bancària (Morin, 2006).

La flexibilitat dels tipus de canvi, la liberalització dels comptes de capital que segellà la mobilitat internacional de capitals i la progressiva col·locació del deute públic en mercats financers, que havien d'alimentar dèficits públics perllongats i abundants (el servei del deute s'enduia la dècada dels vuitanta del segle xx del 20 % al 25 % de la despesa pública dels principals països), s'han combinat per a caracteritzar l'economia internacional des del començament dels setanta del segle xx, coincidint amb la tercera crisi important de la història del capitalisme.

La circulació financera s'ha eixamplat i fet més complexa: al començament del segle XXI, del total dels mil cent cinquanta-cinc milions de milions de dòlars corresponents al total de les transaccions interbancàries mundials (Morin, 2006, p. 48; Jacquillat, 2007, p. 56), una mica més del 3 % corresponia a transaccions en béns i serveis, les relatives a mercats financers per compravendes d'accions i obligacions pujaven a un 3,4 % del total. La resta de les operacions —és a dir, el 93,2 %— es referia a operacions de cobertura de riscos o de caràcter especulatiu o d'arbitratge repartides entre el mercat de canvis (un terç) i els mercats de productes derivats (dos terços). En definitiva, les transaccions interbancàries s'expliquen per la cobertura de riscos provocats per variació de preus (d'actius financers o reals), canvis de la moneda o oscil·lacions del tipus d'interès, mitjançant operacions de productes derivats.

Els riscos neixen de la possible fallida de les expectatives i l'incompliment consegüent dels compromisos acceptats. La seva protecció la proporcionen els actius líquids.<sup>15</sup> El risc també es dona quan el preu (o el tipus d'interès) dels actius al mercat no s'adiu amb les condicions de preu (o de tipus d'interès) del passiu.<sup>16</sup>

15. Aquesta raó sol adduir-se per a justificar una major grandària dels bancs; vegeu Pollin (2007, p. 25-44).

16. D'on l'adopció de tipus d'interès ajustables, amb efectes sobre l'eficàcia de la política monetària i les possibles complicacions sobre l'acompliment de les obligacions per al prestatari; vegeu Kregel (1998, p. 59). Així mateix, l'ús del crèdit interbancari a terminis molt curts ha permès reduir la proporció dels actius líquids, de baix rendiment.

En fi, el risc pot venir de la incapacitat del manllevador, normalment empreses, per a poder fer front a les seves obligacions.<sup>17</sup>

L'augment de la incertesa en els mercats financers va estendre l'ús d'artificis per a protegir-se dels riscos, concretament, els productes derivats, que van aparèixer al començament dels setanta del segle xx als Estats Units.<sup>18</sup> Es tracta de prendre una posició inversa a la de la transacció principal que implica directament al subjacent. A través d'aquesta innovació financera, es convé una operació a termini (en què les condicions de l'operació d'entrega són fixades en el moment present) que deriva d'un actiu anomenat *subjacent* (títols, valors, efectiu, primeres matèries, etc.) segons el valor corrent de mercat en cada moment.<sup>19</sup> El mercat de futurs té per objecte la negociació d'aquests contractes, normalment estandarditzats en quanties i venciments. Altres formes de productes derivats són les opcions de compra (*calls*) i de venda (*puts*) que, tot protegint-se de la fallida d'expectatives, permeten aprofitar-se de probables guanys sobrevinguts justament per variacions de les circumstàncies. En els *swaps* s'intercanvien dos títols pels fluxos d'ingressos que en resulten; el més freqüent és intercanviar un actiu al qual s'aplica un tipus d'interès variable amb un actiu del mateix valor però a interès fix. Moltes d'aquestes operacions es fan *over the counter*.

La negociació de derivats demana d'agents intermediaris que facilitin la compensació d'operacions contraposades. Si aquestes no arriben a compensar les operacions, l'intermediari n'ha d'assumir el risc o ell mateix ha de subscriure un derivat per cobrir-se.<sup>20</sup>

Naturalment, la translació del risc no l'esvaeix, per bé que les quantitats arriscades poden ser parcel·lades o que la seva gestió pot ser més acurada. Tot amb tot, els derivats han augmentat la incertesa per llur complexitat i la manca de referents del passat (Caballero i Krishnamurthy, 2008, p. 10). La seva incidència recau en tot cas sobre els qui en darrer terme han proporcionat els fons (Jaquillart, 2007, p. 55).

12. A banda que els mercats poden ser objecte de manipulació,<sup>21</sup> l'intermediari o l'agent que pren el risc que hom pretén cobrir participa d'una conducta es-

17. D'on la pràctica de garanties col·laterals. Sobre els riscos, vegeu Kregel (1998, p. 78-85).

18. Es van establir mercats especials a Chicago (1972), Londres (1982) i París (1986).

19. El 92 % de les cinc-centes empreses més grans empren productes derivats per a protegir-se de les alteracions de preus, divises o tipus d'interès, segons Morin (2006, p. 89 i 256-263).

20. En el cas de les operacions d'opcions de compra (*call*) o de venda (*put*), l'assumpció de riscos ha de comptar tant amb la probabilitat que esdevingui la variació de preus com amb l'abast de la variació probable dels preus durant la vigència del contracte.

21. Per exemple, per actuacions combinades en el mercat a termini de derivats i en el mercat a comptat de l'actiu subjacent. El BIS (Banc de Pagaments Internacionals) havia fet notar el juny de 2001 que un reduït nombre de banques europees havien participat activament en les manipulacions d'obligacions alemanyes d'aquells anys; vegeu Morin (2006, p. 172).

peculativa; aquests comportaments s'encomanen amb facilitat pel mimetisme i la rutina que solen caracteritzar les decisions dels qui hi intervenen (Morin, 2006, p. 151-187; Kregel, 1994, p. 174 i 176). El contagi és ràpid en un medi de reaccions sincronitzades, en què les institucions financeres administren de manera activa els seus balanços i responen immediatament als canvis dels preus dels actius i als canvis en llurs exposicions al risc (Adrian i Shin, 2008, p. 3).

L'accés al crèdit per a finançar aquestes operacions les ha amplificat considerablement. A més, els derivats no necessiten referències reals de transaccions de subjacents (sobretot en les operacions d'opcions de venda i de compra); això els fa eines aptes per a les operacions de caràcter especulatiu.

L'activitat especulativa i d'arbitratge s'ha vist reforçada per l'activitat d'entitats que esperen millorar el valor dels actius adquirits mitjançant una actuació encaminada primordialment a aquest objectiu. Els *hedge funds* (situats normalment *off-shore*) acudeixen a l'endeutament i actuen intensament en els mercats dels derivats. Llur activitat apunta als directius de les societats participades per fer créixer la valoració borsària de les empreses adquirides. Els fons de *private equity* faciliten als inversors entrar en el capital d'empreses no cotitzades en forma de fons propis; intenten llavors reconvertir-les o assolir un augment del seu valor per accions estratègiques de la seva administració.<sup>22</sup>

Les actuacions especulatives aprofiten les diferències de preus en llocs o moments diversos per a engegar moviments oposats a la tendència, tot moderant-la; per tant, sembla que la seva acció es justifica perquè estabilitza els mercats. Tanmateix, els operadors (*traders*) no coneixen sempre el valor real —o fonamental— dels actius que són objecte de transacció ni s'hi basen sempre en llurs decisions ni confien que el valor esperat hagi de coincidir amb el valor fonamental, fet que limita els efectes estabilitzadors. De fet, quan els operadors revisen amb rapidesa les seves expectatives de canvis futurs de manera més que proporcional als canvis presents, els efectes de llur conducta són precisament desestabilitzadors (Erturk, 2006).

13. D'entre les institucions dels mercats financers, els bancs tenen un lloc destacat per la seva antiguitat i també pel seu paper en el conjunt d'un sistema financer. Nogensmenys, el paper no sempre ha estat el mateix.

Dues han estat les formes típiques de l'activitat dels bancs (Kregel, 1998). Un primer tipus de banc ha tingut per objecte capitalitzar futurs fluxos esperats de renda, obtinguts d'actius productius o dels impostos (en aquest cas, de finançar una activitat pública); la capitalització suposa l'emissió d'accions o equiva-

22. Poden prendre diferents formes, com *venture capital*, adquisicions en forma de *buy outs*, *merchant banking*, *special situation* d'empreses, etc.

lents.<sup>23</sup> Una segona forma d'activitat bancària ofereix els serveis que necessiten les transaccions comercials, és a dir, la compensació i serveis de transferència (també internacionalment) a través de paper comercial; contràriament a la forma anterior, aquesta no requereix quantitats fortes de fons propis, per tal com el finançament d'aquestes operacions comercials, per la seva naturalesa, assegura a curt termini el reintegrament del crèdit.

Aquestes dues formes originals han tendit, en diferents ocasions i arreu, a combinar-se en una mateixa entitat bancària, per bé que l'activitat bancària ha desenrotllat aquestes funcions de manera diferent. La tendència bancària a barrejar els dos sistemes originals ha preocupat els governs, que (fins fa poc) han tractat d'endegar una demarcació separada entre l'activitat a curt termini i l'activitat a llarg termini.<sup>24</sup> han pretès prevenir el risc en cas de conflicte entre l'exigibilitat a curt del passiu i la liquidabilitat a llarg de l'actiu, atès que els bancs hi podrien atemptar per a evitar la menor rendibilitat dels actius líquids. El règim de separació ha implicat una regulació d'operacions autoritzades i, al mateix temps, una certa protecció de l'activitat bancària, dintre de certes limitacions (en particular, de remuneració del passiu captat i les reserves mínimes d'actius líquids).

Els fets demostren que, un cop s'ha desenvolupat el mercat com a distribuïdor de fons, els bancs han sofert la doble pressió de la pèrdua de passiu que cerca majors remuneracions en altres institucions financeres i la pèrdua de l'actiu per l'accés directe de les unitats econòmiques al mercat de capitals. La consegüent caiguda dels guanys ha estimulat els bancs a cercar procediments alternatius de remuneració del passiu<sup>25</sup> o situar els fons fora del sistema, per exemple, a l'exterior, que, d'aquesta manera, els allibera dels requeriments de reserves mínimes. No cal dir que aquests procediments també han reduït l'eficàcia de possibles controls per part de l'autoritat monetària.

Aquesta competència amb altres institucions menys regulades (Morin, 2006, cap. 6; Burlamaqui i Kregel, 2005, p. 6-7; Kregel, 1998, p. 44-74) ha empès els bancs a integrar les noves formes d'institucions financeres o a innovar nous mecanismes per a compensar l'erosió del marge d'intermediació. En el primer cas, s'han orientat cap a establir al seu redós societats de gestió dels fons d'inversió institucional. Pel que fa al segon cas, els bancs han subministrat en gran mesura els productes derivats aptes per a la cobertura de les transaccions; a més, han titula-

23. Fins i tot si les accions aportades no cobrien les necessitats inicials, els bancs, a través del propi crèdit, podien completar llur satisfacció.

24. És el cas de la llei bancària de 1933 als Estats Units, la francesa de 1945, la italiana de 1936 o l'espanyola després de l'estabilització econòmica.

25. Els certificats de dipòsit apareixen al First National City Bank of New York als anys cinquanta del segle xx.

ritzat (*securitized*) i parcellat els seus préstecs per a vendre'ls als subscriptors finals de les inversions, tot foragitant els préstecs dels seus balanços.<sup>26</sup>

D'aquesta manera (tal com s'ha introduït en l'apartat 10), l'activitat bancària ha abandonat la seva activitat característica com a intermediària directa entre prestador i prestatari i ha endegat, en canvi, operacions de compra i venda de valors i ha ofert també serveis financers als seus clients; així, els seus ingressos s'han anat basant en comissions i taxes. La nova modalitat d'actuació ha transformat la informació que els és necessària, des del coneixement del prestatari (informació sobre els processos de producció engegats o la distribució de les rendes, les condicions del mercat, les activitats dels clients, etc.) i de la seva trajectòria cap a l'anàlisi del comportament i la trajectòria dels mercats financers (per comparació dels preus dels actius financers, el seu rendiment o els riscos adjacents).<sup>27</sup> La recerca de la rendibilitat ha prioritzat patrimonis arriscats parcialment afavorits per un sistema de regulació bancària basada en el capital dels bancs; per exemple, el caràcter global del requeriment de Basilea I ha empès a desfer-se dels actius més segurs i menys rendibles a favor dels més rendibles i més arriscats.<sup>28</sup>

És raonable demanar-se cap a on anirà aquesta evolució de l'activitat dels bancs, sobretot en relació amb la seva funció bàsica de finançament de la indústria i dels serveis. J. Kregel ha fet notar que «els bancs poden sobreviure no tant esdevenint institucions més eficients en la transformació de la maduresa (dels crèdits) com desenvolupant el que sempre han fet implícitament, que és gestionar el risc de manera més eficient que qualsevol altra forma d'organització financera», de manera que «els bancs poden seguir proveint serveis particulars als clients tot oferint-los els serveis de gestió del risc adaptat a llur situació» perquè, «en connectar les posicions a curt i llarg termini acceptades dels seus clients, els bancs poden eliminar el risc d'ambdues parts, sense assumir-ne ells mateixos» (Kregel, 1998, p. 92-95).

26. «Els actius financers de qualsevol classe, des de les targetes de crèdit fins al deute de les empreses, s'han convertit en títols aptes per a la compravenda. Els prestadors no necessiten mantenir els préstecs en els seus balanços, sinó que poden vendre'n segons paquets als bancs i als fons d'inversió, interiors o de fora... I, com qualsevol altre títol, poden ser emprats com a garantia pels compradors en assumir-los» («Only human. A special report on central banks and the world economy», 2007, p. 4).

27. De manera resumida, L. Burlamaqui i J. Kregel remarquen que, en el cas de l'actuació directa, el banc especula en la rendibilitat nominal del procés productiu i en la seva innovació i, en canvi, en l'actuació a través dels mercats, l'especulació es fonamenta en la identificació de les anomalies en l'actuació eficient dels mercats i en la capacitat de la competència per eliminar-les. Es destaca que els bancs han estat ben equipats per eliminar i reduir l'asimetria d'informació mitjançant la continuada relació amb clients i prestataris; vegeu també «Overview. Liquidity in a time of turbulences» (2008, p. 111).

28. Kregel (1998, p. 59) i «Only human. A special report on central banks and the world economy» (2007, p. 28). Pel que fa a Basilea II, la dependència de les agències de classificació no es pot considerar un mecanisme ara prou satisfactori.

### III

14. Els fluxos de caràcter monetari i financer per operacions reals o financeres afecten, i per tant varien, els balanços de les diferents unitats. Els balanços d'empreses, famílies i bancs palesen les relacions que han estat teixides entre ells i entre ells i la resta del món i ens proporcionen l'estructura financera d'una economia en un moment determinat.

L'estructura financera expressa, per tant, la inserció d'una economia en l'economia mundial; en l'estat actual de transnacionalització del capital, els moviments financers i monetaris internacionals representen cada cop amb més intensitat la variable independent respecte del conjunt de les variables econòmiques reals, també en les relacions internacionals. En aquest darrer cas, l'estalvi privat net és idèntic al dèficit públic i al superàvit de la balança exterior d'operacions corrents; aquestes magnituds canvien el valor de les diferents partides dels balanços.<sup>29</sup> L'autonomia dels comportaments financers i els objectius dels agents implicats expliquen la particularitat d'alguns fets contemporanis; motivats per l'interès privat o obeint a objectius públics, la lògica de les conductes financeres actuals permet situacions abans difícils de mantenir-se o de ser explicables.<sup>30</sup>

El predomini de les variables financeres es reflecteix també en la mateixa composició de la renda.<sup>31</sup> El sector financer (incloses assegurances i immobiliàries) ha augmentat el seu pes en l'economia: als Estats Units, ha aportat el 2005 un 20,4 % al PIB enfront del 15,2 % del 1979. De forma semblant, del 1973 al 1989, el total dels interessos va passar del 44 % dels beneficis al 101,3 %, tot indicant una altra composició de les rendes del capital lligada a l'alt tipus d'interès; després, el 2005, els menors interessos i majors beneficis van deixar-ho en un 36,3 %. Els beneficis del sector representaven el 2007 un 40 % del conjunt dels beneficis empresarials, quan al començament dels vuitanta del segle xx eren un 10 % (Palley, 2007; «Briefing Wall Street's crisis», 2008, p. 73).

29. Per exemple, el dèficit públic afecta l'endeutament públic i l'estalvi privat suposa un canvi en el patrimoni net individual; vegeu, per al cas americà, Godley, Papadimitriou, Hannsgen i Zezza (2007).

30. Així, James K. Galbraith ha afirmat que «l'equilibri de la balança d'operacions corrents és zero en un règim de patró or sense noves descobertes, però no en una economia creditícia en què un país proveeix d'actius de reserva. En aquest supòsit, l'equilibri és simplement aquell que de qualsevol manera accepti mantenir la comunitat creditora segons la configuració dels tipus d'interès i els actius alternatius» (*16th Annual Hyman P. Minsky Conference, Conference Proceedings*, 2007).

31. Un tema de discussió ha estat el de l'oposició entre el capital industrial i el capital financer. L'oposició subratllada, per exemple, per Graziani (1988b, p. 104) seria potser millor interpretar-la com una destinació alternativa dels fons. Com si l'avenç facilitat pel bancs es pogués perdre sense el fruit que només dóna la producció per la desviació cap a activitats bàsicament especulatives. En darrer terme, seria que el sistema econòmic no es regeneraria. Naturalment, aquesta definició ens obligaria a precisar conceptes com el d'*activitat real* de l'economia.

La lògica dels comportaments financers (a la recerca de la rendibilitat) és determinant en l'orientació de les activitats que es financen. L'autonomia dels comportaments financers permet que els recursos financers, un cop recuperats per les entitats creditors i, per tant, convenientment regenerats, es dirigeixin envers on hi ha una oportunitat previsiblement òptima, explorant, si cal, destinacions inèdites que ara poden ser clarament globals. Poden adreçar-se, per tant, a una destinació i a un àmbit diferent del que ha estat la finalitat precedent; el retorn i els guanys d'operacions anteriors poden dirigir-se envers a països emergents o altres operacions domèstiques.<sup>32</sup>

15. Un aspecte gens secundari de domini de les variables financeres sobre les variables reals s'ha traduït en la pressió que la lògica dels mercats financers està exercint sobre l'activitat empresarial. Ha significat la preeminència dels interessos dels accionistes i la creixent activitat de les empreses (no financeres) en els mercats financers, propiciades pel major pes de la inversió col·lectiva en el seu capital (Stockhammer, 2004).

Un corrent de pensament —com és habitual en el pensament econòmic— no ha dubtat a explicar i justificar aquest fet. Que els responsables de les empreses incorporin a la seva conducta els procediments habituals en els mercats financers —es diu— imposa una disciplina en les seves decisions que promou una major eficiència i afavoreix els beneficis dels accionistes; les innovacions financeres cooperen en aquest afany.

Nogensmenys, la distinció que fa Keynes entre *earners*, *business class* i *investors* (respectivament, els perceptors de salaris, els destinataris dels beneficis i els receptors dels interessos, rendes i dividendes com a remuneració dels actius financers) adverteix contra aquesta convergència d'interessos i d'objectius.

Després del 1945 es va produir una certa separació entre les conductes empresarials i les conductes financeres, les primeres en mans dels *managers*, que, en descomptar previsibles rendiments creixents en augmentar l'escala de producció, subestimaren en ocasions les limitacions que imposava la capacitat de gestió i sobreestimaren els efectes beneficiosos de la tecnologia. El capitalista financer fou relegat a la verificació de les regles indispensables per al funcionament del sistema, és a dir, al manteniment o millora del tipus de benefici i a la satisfactòria conversió dels beneficis en dividendes o en plusvàlues del capital. Nogensmenys, la rectificació s'escau coincidint amb la crisi del final dels seixanta del segle xx i el canvi

32. Kregel (2007b, p. 11) recorda la notable activitat dels bancs en préstecs immobiliaris als Estats Units que entre els anys 1922 i 1927 van afectar abundants fons que eren escassament demanats per la indústria, en una situació semblant, en alguns aspectes —tal com ell remarca—, a l'actual. Sobre la regeneració internacional dels recursos financers, vegeu De-Bernis (1999) i Kregel (2007a, p. 31-32).

d'orientació de la política cap al començament dels vuitanta amb el nomenament de Paul Volcker per a presidir el 1979 la Reserva Federal.

La reestructuració interna de les empreses comercials i industrials no ha estat només la conseqüència directa dels canvis tècnics corresponents a l'esgotament de l'etapa precedent de desenvolupament tècnic, sinó que més aviat aquest canvi tècnic ha permès sotmetre les empreses a les noves directives.

La tendència a diversificar els processos i les activitats de les empreses ha estat substituïda per la diversificació dels riscos en la col·locació dels fons financers (Batsch, 2002), de manera que les empreses han preferit atènyer-se a la grandària dictada per l'especialització segons els mercats internacionals. Les decisions sobre l'activitat productiva s'han guiat pel rendiment de les accions d'acord amb el *total-share return* (TSR), que calcula la provisió de dividends i de plusvàlues de l'activitat borsària sobre els fons propis de l'empresa. Cal, per tant, que el TSR s'adigui amb les condicions del mercat financer, que imposa, doncs, les seves condicions a l'activitat productiva.<sup>33</sup>

16. Els dividends depenen dels beneficis repartits; les plusvàlues del capital col·locat depenen de les expectatives sobre l'avenir de l'empresa. Per tant, cal generar un valor afegit susceptible de convertir-se en beneficis distribuïts o en reserves aptes per a garantir el futur augment de valor (Batsch, 2002, p. 76 i s.). Si denotem  $P$  els beneficis,  $A$  el valor de les accions, és a dir, el capital propi,  $E$  l'excedent,  $X$  la xifra d'affers,  $K$  el capital real, o sigui, l'actiu de l'empresa, i  $VA$  el valor afegit, podem fer:

$$P/A = (P/E) (E/VA) (VA/X) (X/K) (K/A).$$

Aquesta expressió permet sistematitzar el ventall de les estratègies empresarials dissenyades aquests darrers anys.<sup>34</sup>

Primer. El TSR augmenta quan ho fa el benefici sobre l'excedent ( $P/E$ ). Per aconseguir-ho, les empreses es proposen disminuir les despeses financeres i les contribucions fiscals. Com que les despeses financeres depenen dels tipus d'interès i de l'endeutament de les empreses, l'endeutament presenta un risc per a la rendibilitat de l'accionista, per tal com un canvi de la conjuntura econòmica o un mal resultat empresarial pot fer oneros el cost del deute en disminuir la rendibilitat econòmica. Per tant, la rendibilitat de l'accionista és més aleatòria com més alt és el palanquejament de l'empresa.

33. Als països desenvolupats, el TSR fou del 6,7 % entre els anys 1972 i 1982, pujà a un 20,5 % entre els anys 1983 i 1992 i a un 22 % del 1993 al 2000; vegeu Plihon (2003, p. 67).

34. Les estratègies poden fer-se contradictòries entre elles en determinats casos i, per tant, l'itinerari seleccionat pot variar.



Segon. L'augment de la proporció de l'excedent en relació amb el valor afegit ( $E/VA$ ) afavoreix el TSR. Per això s'ha emprat la informació que proveeix *ebitda* (*earning before interest, taxes, depreciation and amortization*) i s'han comprimit al màxim els costos laborals o les càrregues socials.

Tercer. El TSR pot créixer si s'intenta augmentar la relació entre el valor afegit i el valor de la producció ( $VA/X$ ). És una estratègia competitiva per a augmentar la productivitat total dels factors; també el marge de benefici pot apujar-se mitjançant una acció sobre els preus<sup>35</sup> o sobre la diferenciació dels productes obtinguts, fins a potser personalitzar el producte respecte dels seus clients.

Quart. El TSR creix si l'empresa persegueix una estratègia d'incrementar el valor de les vendes per unitat invertida de capital real de l'empresa ( $X/K$ ). En darer terme, es tracta de dotar l'estructura de l'empresa d'una major flexibilitat. Per assolir-ho, els costos fixos es converteixen en variables per no haver d'afrontar costos independents del volum de producció, com ho són els d'acomiadament, introduint en paral·lel nous sistemes de contractació laboral, a temps parcial o a terminis més breus. Així mateix, l'empresa prefereix adquirir al mercat els serveis que abans obtenia de la mateixa activitat productiva interna o li proporcionaven els béns de capital fix, com els immobles.

De manera més general a l'alternativa *make or buy*, les empreses han semblat respondre decantant-se pel segon. Aprimar l'empresa ha esdevingut també un objectiu de la política empresarial.

Aquest aprimament ha passat per fases diferents; de primer, l'*outsourcing* es va limitar a certs serveis accessoris (neteja, restauració, vigilància), després s'ha ampliat envers activitats més centrals, com la informàtica, la comptabilitat o la logística, fins a abastar la mateixa producció, conservant-ne, però, ordinàriament el disseny del producte, les oficines de desenvolupament, els laboratoris de recerca i la funció comercial. Hom constata, doncs, una tendència a disminuir la taxa d'integració de les empreses: a través de filials o d'escissions es desenrotllen nous sectors i es promouen nous tipus d'autoocupació.

Una altra pràctica ha consistit en reduir el volum del crèdit comercial, tot minimitzant els estocs i confiant en la reposició *on time*.

El procés d'aprimament de les empreses pot analitzar-se a la *Coase* en termes de costos de transferència per tal com el grau d'eficiència proporcionat pel mercat i els menors costos de transferència justificarien la reducció de l'àmbit d'operacions a efectuar en el si de la unitat de producció. Hi empeny la ràpida successió d'innovacions (en informàtica i comunicacions) que preludeixen la tercera gran

35. «En un món caracteritzat per una producció a gran escala i per una alta intensitat de capital, una de les principals funcions del mecanisme de preus és el d'obtenir el volum de beneficis bruts que mantingui el ritme apropiat d'inversions» (Minsky, 1989, p. 233-234).

fase de canvis tecnològics en el capitalisme. Aquestes innovacions permeten transferir certes càrregues, evitant la pressió de la conjuntura encara que signifiqui, de vegades, reduir l'autonomia de les empreses. Aquesta transferència situa desigualment les unitats de producció, atès que algunes queden més exposades al risc enfront del confort d'altres.

Semblantment, el desenvolupament tecnològic i la internacionalització dels mercats posen condicions a l'esmentat procés. Les economies en forma de xarxa que aprofiten l'extensió de la demanda impliquen acords entre empreses on no es descarta la curta durada de les aliances. Encara que petites i mitjanes empreses poden assolir un espai propi i suficient en el mercat mundial, no obstant això, la distribució del producte en aquests àmbits sol reposar en poderosos grups empresarials.

Cinquè. Finalment, el TSR sol pujar si augmenta la relació entre el capital i el capital propi ( $K/A$ ). Certes polítiques s'orienten a disminuir els fons propis en relació amb el capital en la mesura que els costos de l'endeutament siguin inferiors al rendiment econòmic de les empreses. Així, es practica el *leverage buy out* en l'adquisició d'empreses: l'empresa que adquireix passa una part dels seus beneficis a un *holding* format per aportacions mínimes dels accionistes de l'empresa i reemborsa el deute contret per l'ús de capitals aliens amb els ingressos procedents de l'empresa adquirida. En altres ocasions, es redueix el capital propi en cas de no trobar col·locacions més adequades dintre de l'empresa o en el mercat de capitals. La conseqüència ha estat que, en ocasions, el mercat d'accions, lluny d'actuar com a font de nous capitals, ofereix valors negatius en les seves emissions netes, una vegada deduïdes les recompres d'accions i els dividendes distribuïts.

Llavors, l'autofinançament esdevé una font important de finançament i s'empra també com un indicador de l'eficàcia de les empreses. En aquest sentit, s'ha definit l'EVA (*economic value added*) com la relació entre l'excedent econòmic de l'empresa (un cop deduïda la remuneració que rebran els capitals invertits tant propis com aliens, aplicant un valor de rendibilitat adequat als fons propis) i el capital propi. Un EVA positiu indicaria que la direcció de l'empresa ha estat capaç de crear un valor extra en benefici dels accionistes.

#### IV

17. En els apartats 6 i 14 ens hem referit al fons rotatori de finançament i a la capacitat de regeneració —tot i haver-hi diferents destinacions— dels fons de finançament. La idea que hi rau és la de la continuïtat de la circulació financera.

La seva interrupció dóna lloc a les crisis financeres. Des de la darrera crisi del sistema productiu, a les darreries de la dècada dels seixanta del segle xx, les crisis

financeres han sovintejat, sobretot si es comparen amb les de l'immediat període anterior, inaugurat a Bretton Woods.<sup>36</sup>

La crisi financera no coincideix sempre amb situacions de crisi del sistema productiu, és a dir, per limitacions tècniques de l'aparell de producció o per insuficiència de demanda. La no coincidència fa que la seva gravetat no sigui tan accentuada, perquè l'expansió de l'activitat productiva permetria, a la fi, tancar el circuit de finançament. Amb una intensitat variable, totes les crisis financeres deixen sentir els seus efectes sobre el sector real de l'economia pel paper decisiu del crèdit en el finançament.

18. Les crisis financeres foren analitzades els darrers anys setanta del segle xx per H. P. Minsky. Per a ell, la crisi no és el resultat de períodes d'eufòria o de càlculs deficientes dels prestadors; més aviat cal cercar-ne l'explicació en la fragilitat del mateix sistema financer, per sòlids que puguin semblar els seus fonaments. En les seves pròpies paraules: «L'experiència històrica ensenya que en un sistema financer extremament robust, dominat per un finançament cobert o amb una reserva d'actius líquids en els seus balanços, pot escaure-li d'un dia a l'endemà una deflació traumàtica o una profunda depressió» (Minsky, 1989, p. 295). Hi distingeix tres situacions que, sense solució de continuïtat, es poden donar en una economia: un finançament cobert, un finançament especulatiu i un finançament de tipus Ponzi.

El «finançament cobert» compta amb un *cash flow* esperat que en el futur li fornirà un coixí suficient per a encarar els deutes contrets, qualsevol que sigui la variació de les circumstàncies. Aquest finançament no es correspon amb les necessitats d'una economia moderna: en efecte, encara que els bancs han de presentar-se davant dels seus clients com a entitats «cobertes», és obvi que no poden disposar d'un efectiu que cobreixi el 100 % dels seus dipòsits; per tant, el problema és com fer-ho sense incórrer en riscos sense control (Burlamanqui i Kregel, 2005). El «finançament especulatiu» no disposa inicialment de *cash flow* suficient per a afrontar els compromisos futurs, però el valor actual net del projecte finançat és positiu, cosa que permetrà fer front a les obligacions assumides durant la vigència del préstec aconseguit. Finalment, en un «finançament Ponzi», un fet inesperat o imprevist no permet atendre els compromisos ni que sigui liquidant els actius re-

36. La seva freqüència del 1973 al 1997 s'ha duplicat respecte dels anys 1945 al 1971; vegeu Boyer, Dehove i Plihon (2004, p. 17). Les causes que se solen adduir van des de la impossibilitat per mantenir el valor de les accions després de bombolles especulatives fins a la difícil superació de problemes en països emergents (Mèxic, Sud-est asiàtic) o l'assimilació de certes operacions financeres d'empreses (Enron, WorldCom, Parmalat), passant per la gestió deficient dels riscos en matèria de canvis (la crisi del Sistema Monetari Europeu), de col·locacions de fons (fallida de *Long-Term Capital Management LTCM*) o de l'endeutament facilitat per baixos tipus d'interès; vegeu Morin (2006, p. 152).

tinguts en el seu valor correcte; l'únic camí que resta obert és endeutar-se per a pagar el que es deu. Si en el finançament especulatiu el deutor ha de provar que el projecte finançat és viable, en el finançament Ponzi cal comptar amb un nou crèdit per a fer front als compromisos del principal.

El que s'esdevé és que el finançament cobert o el finançament especulatiu s'aboca a un finançament Ponzi, sense solució de continuïtat. En efecte, a mesura que s'aferma l'expansió, prestadors i manllevadors són empesos a una activitat que els erosiona els marges de seguretat, per augments incessants del palanquejament. La conducta baixista (*bear*) és mínima davant el creixement inaturable dels títols i el mateix optimisme i la corresponent eufòria estenen les actituds alcistes (*bull*), cosa que suposa inversions excessives per expectatives d'augment dels preus dels actius financers. El procés s'alimenta de dos elements: l'adquisició de béns de capital (o dels actius corresponents) i l'emissió suficient de passivitat per a finançar-los (Minsky, 1981, p. 119), tot augmentant l'endeutament de les unitats; les institucions financeres no dubten de «la seva capacitat de refinançar la seva pròpia posició de cartera» (Minsky, 1981, p. 160) fent elàstica l'oferta de fons de finançament. En definitiva, augmenta la relació entre endeutament i fons propis, que acaba fent-se difícil de pair quan és massa forta la divergència entre els deutes contrets per adquirir actius i el *cash flow* que originen (Keen, 2007, p. 2-3).

El desig de romandre més o menys líquids no és pas independent dels canvis que es produeixen en els preus dels títols. Tot i que els preus persisteixen en el seu creixement, comença a forjar-se una posició *bear* que pot eventualment compensar l'alça dels preus. El seguiment del procés pels bancs es debilita en un cert moment de la fase expansiva, no tant per dificultats internes del sistema bancari com pel convenciment que les expectatives comencen a titubegar. Poden seguir pujant els preus dels actius, però ho fan per sota de les expectatives sobre el seu creixement (Ertuk, 2006, p. 8).

Citant Minsky: «La nostra economia és inestable per l'existència d'un finançament de tipus capitalista. Si durant un període preval una mescla de finançament cobert i de finançament especulatiu en una certa proporció de les posicions i del finançament intern i extern de les inversions, hi ha alhora, en el si de l'economia, uns incentius que l'empenyen a un canvi de les proporcions. La tranquil·litat es transforma en una expansió en què creixen el finançament especulatiu i el finançament extern de les inversions. El successiu boom inversor obliga les unitats a utilitzar les seves reserves de liquiditat mentre augmenta la relació passiu/capital propi de les institucions financeres. S'erosionen els marges de seguretat, mentre el mateix encaminament de l'economia indueix a pensar que els marges del passat i fins i tot els actuals són encara massa amples» (Minsky, 1989, p. 301-302).

Minsky pren en consideració els aspectes financers de la dinàmica econòmica per a concloure que és el mateix cicle de destrucció creadora i d'innovació que va

analitzar Schumpeter el que desemboca en l'especulació i, en darrer terme, la seva paralització (Keen, 2007, p. 1-3).

Segons aquest plantejament, el sistema esdevé fràgil si s'escauen canvis en la preferència per la liquiditat dels bancs i de les demés unitats econòmiques un cop s'han rebaixat els marges de seguretat imposats pel desajust inherent a la creació de liquiditat (Kregel, 2007, p. 6). Més que no pas les variacions de l'oferta monetària, són, doncs, els canvis en les demandes de liquiditat els que proporcionen els motius de les fluctuacions cícliques. Atesa la seva dependència dels mercats financers, els béns de capital tenen uns preus sotmesos als comportaments sobre l'atresorament, és a dir, la major o menor tendència a l'actitud baixista (*bearishness*) (vegeu l'apartat 7).

19. Les operacions i l'estructura actual dels mercats financers als Estats Units han modificat les circumstàncies de ruptura i fragilitat. Els fets, però, semblen subratllar la interdependència entre els fenòmens financers a ambdós costats de l'Atlàntic.<sup>37</sup> El contagi és immediat i els mercats poden sentir-s'hi afectats encara que les tensions de liquiditat no preocupin inicialment (Ewerhart i Valla, 2008, p. 139).

Per això, recentment, s'ha remarcat (Kregel, 2008) que la visió de Minsky necessita una certa correcció precisament a causa dels canvis sobrevinguts en el sistema financer aquests darrers anys, sobretot als Estats Units.

La correcció afecta l'erosió del marge de seguretat que Minsky va situar en el marc dels mateixos balanços bancaris, perquè ara justament les operacions dels mercats monetaris i financers s'han allunyat d'aquests balanços. En efecte, els bancs tendeixen a obtenir els seus ingressos a partir de les taxes i comissions que cobren pels actius que generen, gestionant-los en entitats afiliades, «ocupant-se de la subscripció primària dels títols garantits amb aquests actius i proporcionant-ne els serveis corresponents» (Kregel, 2008, p. 11). És a dir, «originant i distribuint».

Les noves entitats financeres poden operar en els mercats financer i monetari per a obtenir quan els calgui els actius líquids que les circumstàncies reclamin; però, quan varia la preferència per la liquiditat i aquests mercats no els resolen el cas, la solució les aboca cap als bancs i a emprar les garanties adjuntades.<sup>38</sup> Davant el risc de liquiditat, «els actius que els bancs havien tractat de desplaçar de llurs balanços a través de la titularització els retornen quan (els bancs) són requerits a

37. Des d'Europa s'ha insistit en una certa desvinculació (*decoupling*) i autonomia de l'economia europea en alguns camps, com el comerç. Seria potser forassenyat no adonar-se dels lligams entre els Estats Units i Europa pel que fa als esdeveniments financers; vegeu Münchau (2007).

38. Vegeu la història de la nacionalització de Northern Rock a «Nationalising Northern Rock. A bank by any other name» (2008).

subministrar liquiditat a les estructures per ells establertes fora del seu balanç, encara que cap banc hagi mostrat un capital per sota dels nivells de Basilea i molts bancs trobin dificultats per a augmentar els seus préstecs i suports a aquestes noves entitats dintre dels límits de les proporcions de capital previstes» (Kregel, 2008, p. 19-20), de manera que les injeccions de liquiditat no serveixen per a garantir la solvència de les institucions.<sup>39</sup>

L'origen de la fragilitat rau en la creació d'aquestes entitats, en la seva forma d'operar i en l'avaluació del risc de les operacions de finançament. El marge de seguretat no s'aprima pel fet que el palanquejament es faci perillosament alt à *la Minsky*, sinó perquè els marges de seguretat són insuficients de bell començament, en el moment de determinar la idoneïtat dels crèdits. L'avaluació efectuada per agències de classificació i basada en l'incompliment respecte del valor de les garanties s'alimenta de l'èxit de la mateixa expansió.<sup>40</sup>

## 20. Examinem-ne alguns exemples.

De primer, per poder prestar sense ser-ne prestador, s'han imaginat les «entitats de finalitat especial» SPS (*special purpose entity*), jurídicament independents i que tenen la missió d'alçar fons —especialment procedents de la inversió institucional— per a adquirir els actius originats pels bancs. Els actius es presenten en forma de paquets (*structured securities*) de crèdits i actius financers<sup>41</sup> deslligats del crèdit original, acompanyats de les garanties, documents i fiances que els dona un perfil comú.

Els paquets s'acrediten per agències de classificació (*rating*). Aquestes agències ocupen el lloc que abans corresponia al personal i als comitès dels bancs que analitzaven la trajectòria, les garanties i els plans dels clients. Les agències basen els seus informes en la probabilitat de satisfacció dels compromisos pel que fa a un grup d'actius, sense referir-se als destinataris dels crèdits; la informació distribuïda al públic, a més, no facilita massa la seva comprensió per ser diferent de la que abans era habitual. La present crisi no deixa en bon lloc l'activitat que han realitzat aquestes agències: han fallat en no haver discriminat els riscos imputables als diferents títols i han estat massa generoses en l'atribució de les qualificacions més altes (Eichengreen, 2008, p. 23).

39. «La crisi ho és de liquiditat i no d'insolvència» («Only human. A special report on central banks and the world economy», 2007, p. 31).

40. Per exemple, l'expansió continuada del mercat dels immobles compensava més que proporcionalment qualsevol augment dels incompliments possibles (Kregel, 2008, p. 17). S'ha fet notar que «si els grups financers dediquen el diner manllevat a comprar una major quantitat dels títols que s'han emprat com a garanties, els preus d'aquests títols augmentaran, cosa que els autoritza a endeutar-se més i adquirir-ne encara més» («Briefing Wall Street's crisis», 2008, p. 74).

41. Entre els quals, els CDO (*collateralized debt obligation*).

Dintre dels crèdits hipotecaris, els crèdits *sub-prime*,<sup>42</sup> que van néixer cap la segona part dels vuitanta del segle xx, han tingut un bon creixement des del 2002. Amb una pobra documentació que avaluï la capacitat de fer front als seus compromisos, els manllevadors compten amb els seus ingressos o amb el valor previsible de la propietat hipotecada i gaudeixen de condicions que els solen ser molt favorables al començament de la vigència del crèdit.

La classificació buscada per les SPE per a col·locar-los s'obté estructurant els títols segons diferents qualitats de garantia i rendibilitat depenent de la probabilitat d'incompliment de les hipoteques corresponents (el *rate of overcollateralization* segons la taxa d'incompliment respecte de les hipoteques subjacents). Naturalment, un major risc significa una major rendibilitat. Els baixos tipus d'interès i el successiu increment dels preus de la propietat immobiliària han rebaixat la probabilitat d'incompliments, però han anat reduint el marge de seguretat.

S'han establert també els «mecanismes d'inversió estructurada» SIV (*structured investment vehicles*), que han permès ampliar els mecanismes de finançament. Aquestes entitats financen deute estructurat (*structured securities*) mitjançant passiu exigible a curt termini, amb un mecanisme de seguretat semblant als que acabem d'esmentar, reforçat, si cal, per entitats asseguradores de crèdit (com les *monoline insurers*, especialitzades en aquests afers), mitjançant els procediments *ad hoc* (com *credit-default swaps*), i per les classificacions obtingudes. Els subscriptors d'aquests passius són els fons del mercat monetari. L'augment de la pràctica del palanquejament ha expandit aquests mecanismes comptant amb la diferència entre el tipus d'interès a curt i el tipus a llarg termini. Per tant, el risc de liquiditat no ve de l'erosió del marge de seguretat, sinó de la mateixa naturalesa de les operacions.

En el seu conjunt, es pateix de l'abaratiment del crèdit, combinat amb l'assumpció de riscos excessius per a assolir una major rendibilitat, mentre la regulació de la autoritat monetària topa amb una realitat en què la creació de liquiditat ha fugit cap a entitats fora del balanç dels bancs i que, com ells, manlleven a curt i presten a llarg.

## V

21. Les operacions de finançament a través dels mercats financer i monetari han fet possible una oferta de liquiditat al marge de la transformació bancària del seu passiu en actius, amb la superació del curt i del llarg termini que havia estat el fonament de l'especialització bancària. El descabdellament d'aquests mercats ha ampliat l'accés al crèdit de llars i empreses en condicions més adaptades a llurs ne-

42. Crèdits hipotecaris que no han rebut la qualificació de les institucions oficials de l'Administració; vegeu Kregel (2008, p. 26, nota 9).

cessitats a causa de la diversificació de títols i a la possible liquidabilitat que ofereixen els mercats. D'altra banda, atesa l'obsessió (derivada de la teoria quantitativa de la moneda) de la dècada dels vuitanta del segle xx amb el control de l'oferta monetària, els mercats donaven una certa elasticitat a la seva rigidesa.

La diversificació dels actius que componen un patrimoni, en disminuir la covariància, es presumeix que redueix llur risc. Tanmateix, la sofisticació dels mercats per cobrir riscos no ha evitat —tal com s'acaba de veure— el risc sistèmic reforçat per la mobilitat global dels fluxos de capital financer. L'allau d'aquest risc empeny l'avidesa de liquiditat (davant la incertesa del futur), especialment si l'avidesa no és abastada pels mercats i l'endeutament interbancari<sup>43</sup> ni observada pel mètode de supervisió basat en les garanties del capital de la institució financera. La crisi ha colpejat, en darrer terme, el vertader cor del sistema financer, el mercat interbancari («Overview. Liquidity in a time of turbulences», 2008, p. iv), i els bancs europeus, en certs casos, no han pogut assegurar les fonts habituals de finançament: els tipus interbancaris s'han elevat i els préstecs interbancaris s'han fet escassos en un context d'augment de la preferència per la liquiditat (Ewerhart i Valla, 2008, p. 138).

22. Ja s'ha indicat que la demanda de liquiditat recau finalment sobre els bancs<sup>44</sup> i en darrer terme sobre qui els proveeix de diner efectiu, el banc central, a partir dels actius que aquest darrer consideri qualificats per a la provisió de liquiditat.<sup>45</sup> L'actuació del banc central per a evitar el pitjor s'acabà imposant, qualsevulla que inicialment hagués estat la seva confiança en el rigor dels mercats.<sup>46</sup>

Als bancs centrals se'ls atribueix una doble comesa: la cura dels mercats financers i la contribució a la política macroeconòmica. Tanmateix, la primera funció ha acabat condicionant la seva actuació<sup>47</sup> i *The Economist* ha remarcat la gran pa-

43. La desconfiança entre els bancs fa que s'ampliï el marge entre l'interbancari i el tipus de deute a curt dels governs; així ha esdevingut tant a Europa com als Estats Units.

44. «La infecció s'estén dels fons d'inversió als llibres dels bancs» («Only human. A special report on central banks and the world economy», 2007, p. 3). Per això les institucions financeres guarden la relació deguda amb els bancs encara que no formin part d'un grup bancari comú. Els *hedge funds* passen les seves ordres a través dels bancs d'inversió per raons de liquiditat (Jacquillat, 2007, p. 52; «Overview. Liquidity in a time of turbulences», 2008, p. ii).

45. La naturalesa i la qualificació d'aquests actius poden canviar en els temps, tal com esmenta Kregel (2007b, p. 11). Dintre de l'actual configuració dels mercats financers i des del punt de vista dels actius elegibles, resulta reveladora la proposta de W. Buffet —ben vista per les autoritats reguladores de l'Estat de Nova York— de fer-se càrrec de bons municipals garantits per tres entitats asseguradores de deute («Buffet bond plan puts heat on banks», 2008).

46. És el cas del Banc d'Anglaterra amb Northern Rock.

47. Se'ls ha considerat benèvols en les pujades de preus dels actius i interventors en cas de dificultats, per tant, sempre disposats a la provisió de liquiditat. R. W. Parenteau parla del pas d'un sistema financer centrat en els bancs a un sistema financer orientat cap a l'inversor institucional (Parenteau, 2007, p. 25).



radoxal que suposa que mentre els bancs centrals s'han revalidat en el seu paper de controlar la inflació, en canvi, se'ls ha fet difícil la lluita per l'estabilitat dels mercats financers, enlairant el risc moral pel fet de garantir la liquiditat del sistema.<sup>48</sup>

La conducta del banc central no és gens fàcil. Els canvis del sistema financer han afectat el mecanisme tradicional de transmissió de la política monetària perforat per noves entitats i operacions: els bancs poden no mostrar els préstecs en els seus balanços i no hi ha forma de comprovar la seva exposició al risc i l'endeutament; la Reserva Federal no té virtualment forma d'influir sobre els bancs i sobre el total del crèdit generat pel sistema, si no és incidint sobre les expectatives dels mercats financers i, per tant, sobre el tipus d'interès (Kregel, 2007a, p. 31). Les notes i comunicacions dels banc central poden ser de vegades més eficaces que les variacions del tipus d'interès.

Alguns autors posen de relleu la successiva pèrdua de control dels mercats per part dels bancs centrals en benefici dels mercats i de qui de fet els controla. Per exemple, recentment el tipus d'interès hipotecari va romandre baix tot i que la Reserva Federal havia pujat els tipus oficials; la raó donada va ser que les hipotèques no depenen dels tipus curts, sinó dels tipus llargs, i aquests recullen les expectatives d'una inflació domesticada.<sup>49</sup>

L'autonomia dels mercats en la determinació dels tipus d'interès a llarg termini és cada cop més evident; els bancs centrals semblen haver perdut tota mena de possibilitat de controlar-los. Greenspan havia afirmat el 2005 que els mercats de les obligacions es comportaven de manera enigmàtica perquè l'elevació dels curts no anava seguida de la dels tipus llargs; com si el finançament a curt termini aportés la liquiditat òbvia que s'havia de menester per destinar-la als actius a llarg termini.<sup>50</sup> Abans, l'estiu del 2003, la Reserva Federal va tractar d'intervenir comprant obligacions de l'Estat per abaixar els tipus; les expectatives apuntaren a una alça que va estimular-ne la compra i va enfonsar els tipus llargs (Miller, 2003). Els mercats d'obligacions sobre el dòlar o l'euro són completament internacionals i, per tant, poc domables a intervencions de bancs centrals (Artus, 2007, p. 96).

Des del final del segle xx, els tipus *swaps*, és a dir, els tipus fixos que proposen els bancs, han esdevingut la referència gairebé exclusiva dels mercats monetaris i

48. «Only human. A special report on central banks and the world economy» (2007, p. 4). Així mateix, C. Borio, del BIS, escriu que «la liberalització financera, les polítiques monetàries antiinflacionistes creïbles i la globalització han canviat l'economia mundial de manera no totalment comprensible» («Only human. A special report on central banks and the world economy», 2007, p. 20).

49. Els tipus hipotecaris se situen normalment als Estats Units en relació amb els tipus de les obligacions del Tresor a deu anys («Only human. A special report on central banks and the world economy», 2007, p. 18; Kregel, 2008, p. 17).

50. «La conducta imprevisible dels mercats internacionals d'obligacions és un enigma» («Testimony of Chairman Alan Greenspan», 2005).

financers internacionals, en comptes del tipus de referència que venia donat pels tipus d'interès sobre deute a curt dels estats. Per bé que els bancs centrals, sobretot la Reserva Federal, segueixen determinant els tipus de interès a curt termini, aquests reben la influència forta dels mercats i en particular dels derivats (Morin, 2006, p. 95-97).

\* \* \*

Schumpeter va assenyalar que tot procés d'innovació productiva exigeix la complementària creació de crèdit i va afegir que aquesta perspectiva fonamenta correctament l'anàlisi de la moneda i del crèdit.

Els mercats financer i monetari operen sobre actius que expressen un compromís present a canvi de la promesa d'un compromís futur. Dels actius rendibles i més o menys líquids s'obtenen rendiments segons tipus que tendeixen a conformar-se amb el tipus de rendiment de l'actiu més líquid. Per tant, aquests mercats determinen els preus dels diferents actius i, per tant, el cost del finançament del flux periòdic de les inversions. Aquesta és la seva funcionalitat en una economia monetària de producció, que Keynes va definir com una economia «en què els canvis d'opinió sobre el futur poden influir sobre el volum de producció».

El risc que suposa la dimensió temporal dels compromisos ha establert relacions de confiança amb i en les institucions que intervenen en aquests mercats *intermediats* i demana sistemes d'informació sobre l'aptitud de compliment del que es contrau. La liquiditat és el refugi obvi enfront de la desconfiança i l'incompliment. Pels seus intercanvis, els mercats poden satisfer les necessitats d'actius líquids.

Les operacions especulatives formen part de la naturalesa d'aquests mercats. Discorrent a través d'ells, la circulació financera disposa dels avantatges de tot mercat per a adaptar més flexiblement les conductes i els objectius d'ofereints i demandants en cada període i, doncs, per a acoblar temps i diner comparant preus presents i expectatives de futur.

L'activitat productiva requereix temps i necessita un avançament de recursos. La circulació financera hi és per això. Els fons avançats es refan per les despeses efectuades a partir de les rendes generades i la part del finançament que aquestes hi assumeixen. Els fluxos originats pel rendiment dels fons manllevats són una part del valor afegit obtingut i, per tant, no són meres transferències entre consumidors. L'assumpció dels deutes a partir de les rendes generades —a curt o a llarg termini— s'efectua en el si dels intercanvis d'actius dels mercats financer i monetari. La part no recuperada d'aquests avenços és un augment net de liquiditat, necessari (demandat) per a les transaccions o per a gaudir dels avantatges de la li-

liquiditat enfront del futur. Aquest augment net prové de la transformació de passius exigibles a curt termini en préstecs a més llarg termini.

La continuïtat en la circulació financera es garanteix en el sector dels béns reals per l'adaptació de la circulació i la consegüent recuperació dels fons avançats; és a dir, depèn de la realització de la producció (que s'acaba d'esmentar) i de les conductes que determinen el nivell de preus dels béns (els preus dels quals depenen els costos de producció i els factors que determinen el marge de benefici). Però, en discórrer pels mercats financer i monetari, el predomini de conductes alcistes esperona el palanquejament que a la fi no pot garantir l'assoliment de les expectatives, empenyent cap a conductes baixistes (davant de la moderació del creixement dels preus dels actius) i desencadenant l'augment de demanda de liquiditat i, en correspondència, l'augment de l'endeutament del sistema financer.

L'autoestimulació dels mercats financers —i evidentment la crisi financera que n'acaba derivant— pertorba la influència de la circulació financera sobre l'economia real i la fa disfuncional respecte d'ella.

També va fer notar Schumpeter que tota economia és una economia planejada i que l'economia de mercat ho és en tant que coordinada per una «agència central de comptabilitat social» que no és altra que el sistema bancari. La darrera instància de funcionament de la circulació financera reposa sobre les institucions a les quals més es responsabilitza en el manteniment de la confiança (el sistema bancari i el banc central) i que proveeixen en conseqüència dels actius més líquids. L'exercici d'aquestes funcions queda limitat si les institucions financeres (àdhuc les bancàries) s'han acostumat a operar en els mercats d'acord amb els seus mecanismes, preocupades sobretot per reconstruir el seu patrimoni, i si l'augment de la liquiditat es produeix en gran mesura al marge de la tradicional de crèdits i dipòsits bancaris.

Aquestes decisions no poden delegar-se en el mercat. La regulació s'ha d'adaptar a la nova realitat i la nova realitat ha de rectificar-se en els aspectes que no admetin aquesta supervisió final.

Ja fa uns anys, Luigi Einaudi, un dels autors de l'espectacular desenvolupament de l'economia italiana de la postguerra, va escriure en una de les seves lliçons que la certesa no sempre és una fidel companya de la ciència econòmica i que, més que pretendre conclusions segures i previsions acomplertes, la seva tasca s'hauria de centrar en aclarir l'ambigüïtat i definir al més acuradament possible els problemes tractats. Les circumstàncies són tantes que no es poden mai prendre en adequada consideració; en canvi, el que interessa —segueix dient— és que la solució s'acompanyi d'una visió clara de la importància i del contingut de cada problema.

## BIBLIOGRAFIA

- ADRIAN, T.; SHIN, H. S. (2008). «Liquidity and financial contagion». *Financial Stability Review* [París: Banque de France], núm. 11: *Special issue on liquidity* (febrer), p. 1-7.
- AGLIETA, M. (2007). «Vingt ans de mutations». A: PASTRÉ, O. [dir.]. *La guerre mondiale des banques*. París: Presses Universitaires de France: Descartes et Cie. (Les Cahiers, Le Cercle des Économistes), p. 7-24.
- ARTUS, P. (2007). *Les incendiaires. Les banques centrales dépassées par la globalisation*. París: Perrin.
- BATSCH, L. (2002). *Le capitalisme financier*. París: Repères. (La Découverte)
- BERVAS, A. (2008). «Financial innovation and the liquidity frontier». *Financial Stability Review* [Banque de France], núm. 11: *Special issue on liquidity* (febrer), p. 123-131.
- BOYER, R.; DEHOVE, M.; PLIHON, D. (2004). *Les crises financières: analyses et propositions*. París: Conseil d'Analyse Économique. (Report du Conseil d'Analyse Économique; 50)
- BURLAMAQUI L.; KREGEL, J. (2005). «Innovation, competition and financial vulnerability in economic development». *Revista de Economia Política* [São Paulo], vol. 25, núm. 2 (abril-juny), p. 5-22.
- CABALLERO R.; KRISHNAMURTHY, A. (2008). «Musical chairs: a comment on the credit crisis». *Financial Stability Review* [París: Banque de France], núm. 11: *Special issue on liquidity* (febrer), p. 9-11.
- DE-BERNIS, G. (1999). «Mundialización y crisis en Asia del Este». *Comercio Exterior* [Mèxic DF], vol. 49, núm. 1 (gener), p. 27-32.
- EICHENGREEN, B. (2008). «Ten questions about the subprime crisis». *Financial Stability Review* [París: Banque de France], núm. 11: *Special issue on liquidity* (febrer), p. 19-28.
- ERTUK, K. A. (2006). *On the Minskyan Business Cycle*. Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College.
- EWERHART, C.; VALLA, N. (2008). «Financial market liquidity and the lender of last resort». *Financial Stability Review* [París: Banque de France], núm. 11: *Special issue on liquidity* (febrer).
- GALBRAITH, J. K. (2007). «The cult of zero». A: *16th Annual Hyman P. Minsky Conference on the state of the U. S. and world economies. Conference Proceedings. Global imbalances: Prospects for the U. S. and world economies, April 19-20 2007* (2007). Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College, p. 11-17.
- GNOS, C. (2003). «Circuit theory as an explanation of the complex real world». A: ROSSI, S. [ed.]. *Modern theories of money*. Aldershot: Rochon, p. 322-338.

- GODLEY, W.; PAPADIMITRIOU, D. B.; HANNSGEN, G.; ZEZZA, G. (2007). *The U. S. economy: is there a way out of the woods? Strategic Analysis*. Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College.
- GRAZIANI, A. (1988a). «Il circuito monetario». A: MESSORI, M. *Moneta e produzione*. Torí: Einaudi, p. XI-XLIII.
- (1988b). «Le teorie del circuito e la “Teoria Generale” di Keynes». A: MESSORI, M. *Moneta e produzione*. Torí: Einaudi, p. 95-115.
- (1996). *La teoria del circuito monetario*. Milà: Jaca Book.
- HOWELLS, P. (2005). *The endogeneity of money: Empirical evidence*. Bristol: University of West England.
- JAQUILLART, B. (2007). «Le capitalisme financier du XXI<sup>ème</sup> siècle». A: PASTRÉ, O. [dir.]. *La guerre mondiale des banques*. Paris: Presses Universitaires de France: Descartes et Cie. (Les Cahiers, Le Cercle des Économistes), p. 45-56.
- KALECKI, M. (1971). *Selected essays on the dynamics of the capitalist economy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- KEEN, S. (2007). *Developing a monetary model of financial instability. Investment strategies and financial market inefficiency*. Sydney: Paul Woolley Centre for Capital Market Dysfunctionality: University of Technology.
- (inèdit). «Keynes’s revolving fund of finance and transactions in the circuit». A: WRAY, R. [ed.]. *The 60th anniversary of Keynes’s general theory*.
- KEYNES, J. M. (1971). *A treatise on money*. Vol. 1: *The pure theory of money*. A: KEYNES, J. M. *The collected writings of John Maynard Keynes*. Vol. V. Nova York: Macmillan Press Ltd.
- (1973). *The collected writings of John Maynard Keynes*. Vol. XIV. Nova York: Macmillan Press Ltd.
- (1987). *La teoria general de l’ocupació, l’interès i el diner*. Barcelona: Edicions 62.
- KREGEL, J. (1988). «Il finanziamento in Keynes: dal trattato alla teoria generale». A: MESSORI, M. *Moneta e produzione*. Torí: Einaudi, p. 59-71.
- (1994). «Global portfolio allocation, hedging and September 1992 in the European Monetary System». A: DAVIDSON, P.; KREGEL, J. A. [ed.]. *Growth, employment and finance. Economic reality and economic growth*. Aldershot: Edward Elgar, p. 168-183.
- (1998). *The past and future of banks*. Milà: Bancaria, p. 59. (Quaderni di Ricerche; 21)
- (2007a). «Mutual economic policy interests and global imbalances: Developed and developing countries in a globally integrated trade and financial system». A: *16th Annual Hyman P. Minsky Conference on the state of the U. S. and world economies. Conference Proceedings. Global imbalances: Prospects for the U. S. and world economies, April 19-20 2007* (2007). Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College, p. 31-32.

- KREGEL, J. (2007b). *The natural instability of financial markets*. Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College.
- (2008). *Minsky's cushions of safety. Systemic risk and the crisis in the U. S. Subprime mortgage market*. Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College.
- MELTZER, A. H. (1988). *Keynes's monetary theory. A different interpretation*. Cambridge: Cambridge University Press.
- MINSKY, H. P. (1975). *John Maynard Keynes*. Nova York: Columbia University Press.
- (1989). *Governare la crisi. L'equilibrio in un'economia instabile*. Milà: Edizioni di Comunità.
- (1994). «Full employment and economic growth as an objective of economic policy: some thoughts on the limits of capitalism». A: DAVIDSON, P.; KREGEL, J. A. [ed.]. *Growth, employment and finance. Economic reality and economic growth*. Aldershot: Edward Elgar, p. 149-167.
- MORIN, F. (2006). *Le nouveau mur de l'argent. Essai sur la finance globalisée*. París: Éditions du Seuil.
- PALLEY, T. I. (2006). *The twin circuits: aggregate demand and the expenditure multiplier in a monetary economy*. Washington DC: Public Policy Department, AFL-CIO.
- (2007). *Financialization: What it is and why it matters*. Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College.
- PARGUEZ, A. (1996). «Financial markets, unemployment and inflation within a circuitist framework». *Economies et Sociétés*, núm. 30 (febrer-març), p. 163-192.
- POLLIN, J.-P. (2007). «Un scénario hétérodoxe pour l'industrie bancaire du futur». A: PASTRÉ, O. [dir.]. *La guerre mondiale des banques*. París: Presses Universitaires de France: Descartes et Cie. (Les Cahiers, Le Cercle des Économistes), p. 25-44.
- PLIHON, D. (2003). *Le nouveau capitalisme*. París: Flammarion: Dominos.
- PARENTEAU, R. W. (2007). «Financiers gone wild: Entering a Minsky moment for the U. S. household sector». A: *16th Annual Hyman P. Minsky Conference on the state of the U. S. and world economies. Conference Proceedings. Global imbalances: Prospects for the U. S. and world economies, April 19-20 2007* (2007). Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College, p. 24-26.
- SECCARECCIA, M. (2002). *Aspects of a new conceptual integration of Keynes's treatise on money and the general theory: Logical time units and macroeconomic price formation*. Ottawa: University of Ottawa.
- SRAFFA, P. (1932). «Dr. Hayek on money and capital». *Economic Journal*, núm. 42 (març), p. 42-53.
- STOCKHAMMER, E. (2004). «Financialization and the slowdown of accumulation». *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, núm. 5.

TYMOIGNE, É. (2004). *A note on finance: Linking post Keynesian and circuit approaches*. Kansas: University of Missouri.

*16th Annual Hyman P. Minsky Conference on the state of the U. S. and world economies. Conference Proceedings. Global imbalances: Prospects for the U. S. and world economies, April 19-20 2007* (2007). Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College.

«Only human. A special report on central banks and the world economy» (2007). *The Economist* (20 octubre), p. 18.

«Overview. Liquidity in a time of turbulences» (2008). *Financial Stability Review* [París: Banque de France], núm. 11: *Special issue on liquidity* (febrer), p. i i ii.

«Briefing Wall Street's crisis» (2008). *The Economist* (22 març).

MILLER, R. (2003). «Why Greenspan had to cut rates. If anything, the Federal Reserve wants to cultivate a sky-high bond market». *BusinessWeek* (7 juliol).

«Testimony of Chairman Alan Greenspan» (2005). A: *Federal Reserve Board's Semiannual Monetary Policy Report to the Congress. Before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*. Washington DC: U. S. Senate.

MÜNCHAU, W. (2007). «The fiscal fallacy of decoupling from America». *Financial Times* (16 abril).

«Nationalising Northern Rock. A bank by any other name» (2008). *The Economist* (23 febrer).

«Buffet bond plan puts heat on banks» (2008). *Financial Times* (13 febrer).





## **Resposta d'Antoni Serra Ramoneda, membre emèrit de la Secció de Filosofia i Ciències Socials**

Les interrelacions entre el sector financer i el real han estat un dels temes que més interès ha despertat entre els economistes. És lògic. En definitiva, avui dia predomina l'opinió que les crisis que periòdicament sacsegen l'activitat econòmica tenen l'arrel en desajustos entre la circulació financera i l'activitat productiva. Keynes, escrivint quan els efectes del crac del 29 encara es manifestaven amb altes taxes d'atur, fou segurament qui millor analitzà els obstacles que la creació i la destrucció d'actius financers poden suposar per a l'assoliment d'un dels objectius essencials de tota societat, com és la plena ocupació dels factors productius.

A la primera part de la seva comunicació, el professor Bricall exposa de manera precisa les línies fonamentals del pensament keynesià, insistint en el fet que la insuficiència de la teoria quantitativa neix de la seva incapacitat de distingir entre la demanda de liquiditat per a emprendre operacions productives de la que té una finalitat especulativa. Tradicionalment, la circulació financera passava per les institucions bancàries i els seus balanços recollien els actius i passius creats, i alhora la transformació temporal que duïen a terme per a equilibrar les preferències temporals dels estalviadors amb les de les empreses. D'aquesta manera, els bancs centrals, a través de les dades comptables subministrades per les institucions bancàries, podien controlar la circulació financera i corregir les desviacions que es produïssin entre el sector real i el financer.

El professor Bricall atribueix la crisi que avui pateix l'economia mundial als canvis que en els darrers temps ha conegut l'activitat bancària. La desintermediació que progressivament ha anat imposant-se, gràcies en part als dissenys de l'anomenada *enginyeria financera* i a la voluntat dels mateixos bancs de sostreure's del control, ha significat un canvi estructural que finalment ha passat factura. Tal

com gràficament exposa, la gestió del risc, que anava a càrrec dels comitès d'experts amb què cada banc comptava, ha passat a mans de les agències de ràting, allunyades de les operacions individuals i desconexades de les característiques concretes de les parts implicades en cada operació. No esmenta, però, la influència que els aires desreguladors, dominants sobretot als Estats Units, han tingut sobre el descontrol que ha conduït a la desconfiança que avui obstaculitza el normal funcionament dels mercats interbancaris. És cert que els mitjans de control per part de les autoritats centrals s'han afeblit a causa de la desintermediació, però també ho és que la Reserva Federal i els poders polítics han estat disposats a desregular l'activitat bancària, convençuts que les forces anònimes del mercat ja s'en-carregarien de vetllar per l'ortodòxia de les operacions.

L'enginyeria financera ha jugat un paper molt important, especialment amb la creació de les anomenades *sub-prime*. Fou possiblement Markovitz, amb la seva teoria de carteres, qui va iniciar el camí per a trencar la forta relació entre rendibilitat —o més exactament entre esperança matemàtica de rendibilitat— i risc que tradicionalment mostraven els actius financers oferts als estalviadors. Tot consistia a fragmentar els actius existents i crear-ne de nous que, com un mosaic, fossin integrats per moltes i diminutes peces. Es tractava d'aplicar la vella dita que aconsella no posar tots els ous en un mateix cistell i aprofitar els avantatges de la diversificació. Els aprenents de bruixot han sofisticat les fórmules per aprofitar les covariàncies negatives entre els actius originaris que s'havien de recompondre. Però, possiblement, els seus complicats càlculs no han reeixit a superar dos esculls. El primer és la forta dependència mútua —estadísticament la forta correlació positiva— que hi ha entre uns títols que neixen en el mercat immobiliari. Quan el vent bufa en contra, tots ells en surten afectats amb independència de la magnitud del risc que individualment comporten. De tal manera que, per molt fina que hagi estat picada la carn que integra l'hamburguesa, aquesta segueix tenint el mateix risc d'infecció encara que provingui de vaques diferents, si totes elles pertanyen a un ramat que ha estat nodrit amb el mateix pinso. La meua impressió és que els experts també es deixaren contagiar pel sentiment d'exuberància irracional de la qual parlà Shiller, menysvalorant l'efecte bombolla que s'estava generant en tot el sector immobiliari. El segon neix de la ignorància que tenen els destinataris finals dels actius de la seva composició i s'han de refiar de les qualificacions assignades per les agències de ràting, que tampoc havien analitzat detalladament la base immobiliària que hi havia darrere de cada hipoteca, cadascuna de les peces de carn emprades per a produir l'hamburguesa. És cert, doncs, que al risc li passa com a l'energia, que es transforma però no desapareix. Quina és la raó de la manca de liquiditat que ara palesa el món de la banca? La desconfiança sobre la qualitat dels títols que les entitats del sector tenen als seus balanços. No es tracta només de posar en dubte les qualificacions de les agències de ràting, que ja

és evident que son fal·libles, sinó també de la convicció que ningú és capaç d'avaluar-la, ni els seus propis tenidors.

Hi ha, però, un fet que no es pot oblidar. Certament, les transformacions del sector financer i l'especulació han tingut un rol primordial. Però no han fet sinó amplificar el que té el seu origen en el sector real, més concretament en l'immobiliari. Pràcticament en tots els països, encara que més acusadament als Estats Units i a Espanya, la construcció residencial va conèixer una espectacular expansió, alimentada per la confiança, *à la Ponzi*, que els preus mai deixarien de pujar. Certament, hi havia també una demanda no especulativa, especialment allà on hi havia hagut un creixement demogràfic, però aquesta no justificava l'elevat nombre de nous habitatges construïts. També, certament, aquest fort ritme constructiu va ser atiat per una política de tipus d'interès, a curt termini, negatius en termes reals, promoguda pels bancs centrals respectius i que ara la Reserva Federal nord-americana torna a aplicar.

Deia una persona de gran prestigi al món financer català i espanyol que la fragilitat d'un banc es troba sempre en el seu actiu. El passiu és més fàcil de reestructurar quan reuneix unes condicions defectuoses que incideixen negativament sobre el compte de resultats. Aquesta visió pot també aplicar-se des d'un angle macroeconòmic. Si l'exuberància irracional no s'hagués manifestat prèviament i de manera intensa en el sector immobiliari residencial, creant una bombolla especulativa, les transformacions del sector financer i les noves fórmules sorgides dels laboratoris matemàtics i estadístics no haurien tingut la gravetat que avui ha paralitzat el mercat interbancari i que està obligant moltes entitats a emprar tinta vermella en escriure els seus balanços.



ISBN 978-84-7283-978-6

