

Algunes Reflexions sobre la Gran Crisi ¹

Jordi Galí ²

Novembre 2011

1. Introducció

Pocs podien imaginar a l'estiu del 2007 que les turbulències financeres que van iniciar-se aleshores eren només la punta d'un iceberg immens: "la Gran Crisi", que ha marcat des d'aleshores i sense treva les preocupacions de ciutadans, empreses i responsables polítics dels països industrialitzats. L'objectiu de la meua conferència, com anticipa el seu títol, és aportar algunes reflexions sobre diversos aspectes d'aquesta Gran Crisi, centrant-me especialment en (i) els seus orígens i naturalesa, (ii) els reptes que planteja la seva resolució, i (iii) les reformes necessàries per evitar que es torni a produir en el futur.

M'ha semblat convenient organitzar la meua presentació al voltant de les tres dimensions de la Gran Crisi: la crisi financera, la crisi econòmica, i la crisi del deute. Cadascuna d'aquestes vessants de la crisi està fortament relacionada amb les altres dues, amb relacions de causa-efecte que van en totes les direccions possibles. Tanmateix, les diferències en la naturalesa de les tres crisis aconsellen fer-ne una distinció clara i tractar-les de forma seqüencial, en el seu ordre d'aparició a l'escenari global. Això és, per tant, el que faré en la meua exposició.

2. La Crisi Financera

Les crisi financeres o amb un origen financer tenen una llarga història i semblen consubstancials al sistema econòmic capitalista. Com molt bé explica Charles Kindleberger en el seu treball clàssic "Manias, Panics, and Crashes", l'anatomia d'aquestes crisis presenta similituds molt grans, tot i els canvis al llarg del temps en els actors i instruments. Com en d'altres crisis d'origen financer, els anys que van precedir la crisi actual es van caracteritzar per un creixement molt ràpid dels preus d'alguns actius (immobiliaris, en aquest darrer episodi). Aquest creixement difícilment es podia justificar per les rendes o la utilitat que generen aquells actius, sinó que estava basat fonamentalment en expectatives d'augment continuat del preu al que podrien ser venuts. Aquesta sobrevaloració dels actius és el que normalment es coneix com a "bombolla especulativa."

L'aparició i creixement de la bombolla immobiliària en els anys que van precedir la Gran Crisi va ser facilitada per una forta expansió del crèdit vinculat a operacions de

¹ Preparat per a la Universitat d'Estiu d'Andorra, Setembre 2011

² CREI, Universitat Pompeu Fabra i Barcelona GSE

promoció, construcció i adquisició d'habitatges. Aquesta expansió va recolzar-se, en primer lloc i per la banda de l'oferta, en l'existència d'una alta disponibilitat de recursos per part dels bancs i altres entitats financeres, així com una forta predisposició a canalitzar aquests recursos cap a hipoteques. Així doncs, els bancs no dubten a l'hora d'atorgar aquests crèdits ja que les expectatives d'un augment continuat en el preu de l'actiu es perceben com una garantia de la recuperació eventual del crèdit, amb independència de la solvència intrínseca dels individus o empreses que s'endeuten. Això genera una forta expansió de les hipoteques "sub-prime". Els bancs no tenen dificultats en generar recursos per finançar aquest creixement a través de l'agrupament d'un nombre gran d'aquestes hipoteques en forma de títols financers (dissenyats de cara a obtenir bones qualificacions per part de les agències), i que poden ser venuts a continuació a inversors d'arreu (fons de pensions, hedge-funds, agències estatals), alliberant recursos per poder estendre més hipoteques.

Aquesta oferta hipotecària creixent va de la mà d'una forta demanda de crèdit per part dels inversors immobiliaris, que veuen una oportunitat d'obtenir una alta rendibilitat sense haver de disposar de grans recursos propis inicials (ni d'oferir massa garanties en termes d'ingressos i ocupació estables), i amb unes càrregues financeres limitades degut als baixos tipus d'interès mantinguts per la Reserva Federal, el BCE i altres bancs centrals en els anys previs a la crisi.

El fort creixement del finançament immobiliari amb condicions generoses va sostenir un fort augment de la demanda d'habitatge i va contribuir a inflar encara més el seu preu. D'altra banda, l'augment de la riquesa derivada de l'apreciació dels actius immobiliaris va portar a un augment del consum i la inversió i a una expansió de l'activitat econòmica i dels beneficis empresarials, incloent els dels bancs i altres entitats financeres, que van veure veure així reforçada la seva capacitat per continuar finançant el creixement de la bombolla.

Aquesta dinàmica arriba a la seva fi en el moment en què la bombolla immobiliària esclata i el preu de l'habitatge comença a disminuir. Això porta, d'una banda, a dificultats de refinançament per a empreses i famílies endeutades. En segon lloc, es produeix una caiguda en picat de l'activitat constructora i, com a resultat, un augment incipient de l'atur. Ambdós factors porten a l'impagament del deute i/o a la necessitat de vendre els actius subjacents per fer front al pagament d'aquest deute. Quan aquest intent de venda es produeix de forma simultània i massiva, el preu es redueix encara més, augmentant els crèdits impagats i les pèrdues de les entitats financeres. Si aquestes volen (o estan obligades) a mantenir un cert coixí de capital propi com a percentatge dels actius totals, això porta a una contracció del crèdit, amb els consegüents efectes negatius sobre la capacitat de consum i inversió, la demanda agregada i el nivell de producció i ocupació. Així comença la crisi en el sector real de l'economia, amb les conseqüències desastroses prou conegudes: augment de l'atur, tancament d'empreses, etc.

La resposta de les autoritats econòmiques a la crisi generada per la fi de la bombolla ha pres formes diverses. En el curt termini s'ha manifestat a través de (i) injeccions de liquiditat al sistema financer per part dels bancs centrals, (ii) programes de rescat i recapitalitzacions bancàries, i (iii) mesures per mantenir la confiança del públic i els inversors en el sistema financer, incloent l'extensió de les garanties públiques sobre els passius bancaris, així com la publicació dels resultats de proves d'estrès.

Les mesures anteriors no són, però, més que apagafocs. La crisi financera global ha posat sobre la taula la necessitat de repensar a fons el marc de regulació del sistema financer i per tant d'adoptar mesures més a mig termini per evitar que una crisi semblant es torni a produir en el futur.

La millor manera d'evitar els efectes adversos provocats per l'esclat d'una bombolla és evitar que aquesta es desenvolupi. Amb el risc de simplificar excessivament, podem dir que hi ha dues grans línies d'intervenció que poden, com a mínim, dificultar l'aparició de la bombolla o el seu creixement excessiu. La primera forma d'intervenció actua mitjançant la política monetària i consisteix en pujar els tipus d'interès en el període d'expansió, amb l'objectiu de pressionar a baixa els preus dels actius on s'estigui desenvolupant una bombolla. Aquesta estratègia té alguns desavantatges. Per exemple, pot portar a decisions de tipus d'interès que posin en risc l'estabilitat del nivell de preus, que és l'objectiu prioritari dels bancs centrals. D'altra banda, aquesta intervenció tindrà efectes negatius sobre el valor de tots els actius, incloent els que no es troben afectats per una bombolla. Finalment, com he argumentat en un treball recent, no hi ha cap garantia que aquesta resposta de la política monetària porti a una contenció de la bombolla sinó que podria fins i tot accelerar el seu creixement.

Una segona línia d'actuació es centra en impedir el creixement excessiu del crèdit financer, ja que aquest és un factor clau d'alimentació de la bombolla. Aquest seria l'element clau del que s'anomena polítiques macro-prudencials. Actualment la regulació dels bancs i altres entitats de dipòsit té un caràcter molt procíclic: en períodes d'expansió econòmica el risc associat als actius dels bancs disminueix i, d'acord amb la normativa, això els permet augmentar la quantitat de crèdit que poden estendre per a cada unitat de capital propi de què disposen; per raons simètriques, en períodes recessius es veuen obligats a contraure el crèdit. Clarament, aquest mecanisme té efectes desestabilitzadors sobre l'economia. Això es pot solucionar obligant els bancs a modificar, en funció de la fase del cicle econòmic, els seus "ratis de capital," és a dir el percentatge dels seus actius que han de finançar amb recursos propis. Això permetria posar fre a un creixement excessiu del crèdit en períodes d'expansió, limitant el risc d'aparició i desenvolupament de bombolles especulatives o, com a mínim, de la seva variant més perillosa: les que en últim terme estan finançades pel conjunt del sistema financer, la solvència del qual passa a estar vinculada a la supervivència de la bombolla. L'altre avantatge d'aquesta estratègia és que, a l'introduir un instrument de política nou (per exemple, les variacions en el rati de capital), allibera la política monetària de la tasca de control del creixement dels

balanços bancaris, permetent que pugui concentrar-se en mantenir l'estabilitat de preus i facilitant la comunicació de les seves decisions.

És important emfatitzar que les polítiques descrites en el paràgraf anterior van més enllà d'un simple augment dels ratis de capital amb l'objectiu d'incrementar la capacitat de les institucions financeres per a absorbir xocs adversos, i que en gran mesura ha estat el focus de les reformes de Basilea III. Però l'adopció dintre d'aquestes reformes d'un "coixí anticíclic" per al rati de capital entre un 0% i un 2.5% per sobre del rati bàsic del 7%, i susceptible de ser ajustat per les autoritats en resposta a l'evolució del crèdit i altres agregats, apunta en la direcció de segona línia d'actuació esmentada més amunt.

L'efectivitat d'aquestes reformes, però, dependrà en bona part de la independència de les institucions que eventualment tinguin competències sobre la regulació i supervisió bancària i sobre la fixació dels ratis de capital i altres mesures de control del creixement dels actius del sistema financer. Si aquesta independència és limitada i els governs dels estats continuen tenint un paper clau en aquestes decisions, pot haver-hi motius pel pessimisme: és difícil imaginar un govern que prengui la decisió de restringir el creixement del crèdit en un període d'expansió econòmica, tot limitant les oportunitats d'inversió i les rendibilitats dels ciutadans (i votants potencials). Potser això explica perquè les crisis d'origen financer s'han anat produint de forma recurrent en les economies capitalistes durant els darrers tres-cents anys, de forma aparentment inexorable.

3. La Crisi Econòmica

Els efectes de la crisi que s'inicià amb turbulències als mercats monetaris l'estiu del 2007 i que s'agreuà amb la caiguda del banc d'inversions Lehman el Setembre del 2009 no van quedar restringits a l'àmbit financer. Els canals immediats de transmissió a l'economia real han estat múltiples, però cal destacar-ne dos: (a) la caiguda de la inversió productiva i residencial degut a la contracció del crèdit bancari (i les perspectives negatives d'evolució de preus en el cas de la promoció o compra d'habitatges), i (b) la caiguda del consum degut a la disminució de la riquesa de les famílies provocat per la caiguda de la borsa i del preu de l'habitatge.

Així doncs, des de mitjans del 2009, però sobretot a partir de la tardor d'aquell any, la majoria d'economies occidentals comencen a experimentar, de forma encadenada, caigudes significatives del PIB i del nivell d'ocupació. Comença, per tant, un període de recessió generalitzat, que constitueix la manifestació més directa de la dimensió econòmica de la Gran Crisi. La pèrdua d'ingressos (i l'augment de la incertesa sobre els mateixos) associats amb una taxa d'atur creixent porten a una contracció addicional del consum amb els consegüents efectes amplificadors sobre l'activitat econòmica.

Per a molts països, la caiguda acumulada del PIB durant la recessió assoleix un nivell rècord en el període de postguerra, superant el 5% tant als EUA com a l'àrea de l'euro

en el seu conjunt. Les taxes d'atur també augmenten notablement, superant el 10% a les dues economies esmentades anteriorment. En el cas espanyol la taxa d'atur arriba a superar el 20%.

La forta contracció econòmica d'aquests darrers anys posa fi al període conegut com la "Gran Moderació" i que va caracteritzar-se per una relativa estabilitat de l'activitat econòmica, amb recessions infreqüents i poc profundes, i un nivell baix i estable de la inflació.³

Quina ha estat la resposta de les autoritats econòmiques a la recessió? La resposta de la política monetària no es va fer esperar: a la tardor del 2008, un cop constatada la intensificació de la crisi financera i la inevitabilitat del seu impacte sobre el sector real, els principals bancs centrals van reduir els seus tipus oficials de forma ràpida fins a nivells molt baixos, propers a zero, sense precedent històric per a cap d'ells, i amb l'objectiu de contrarestar els efectes adversos de la crisi sobre el consum i la inversió. Aquesta resposta va topar aviat amb un mur: el del "límit inferior zero" per al tipus d'interès nominal. L'esgotament de la via de reducció del tipus d'interès oficial va portar als tres bancs centrals principals (la FED, el BCE i Banc d'Anglaterra) a iniciar una sèrie de mesures "no-estàndard" per intentar estimular l'economia. Aquestes mesures, que encara són efectives a l'actualitat, inclouen principalment (a) la compra directa d'actius (deute públic a llarg, i títols recolzats per hipoteques) per part de la FED i el Banc d'Anglaterra, i (b) l'extensió de crèdit als bancs a més llarg termini de l'habitual i sense restriccions quantitatives ni penalització de tipus d'interès per part del BCE. L'objectiu fonamental d'aquestes mesures ha estat reduir els tipus d'interès a més llarg termini, donada la impossibilitat de reduccions addicionals en els tipus a curt, i el manteniment d'alts nivells de liquiditat en el sistema bancari. Una conseqüència d'aquestes intervencions ha estat l'augment espectacular de la mida dels balanços dels bancs centrals implicats. Tot i això, aquestes mesures extraordinàries no han impedit que el crèdit bancari s'ha mantingut bàsicament estancat aquests darrers anys.

La resposta inicial de la política fiscal a la recessió va tenir dues dimensions. En primer lloc, els governs van permetre—almenys fins al 2009—el ple funcionament dels "estabilitzadors automàtics", que suposen una caiguda de la recaptació per impostos (deguda a la disminució de les rendes i transaccions gravables) i un augment d'algunes partides de despesa (per exemple, els subsidi d'atur), sense que sigui necessària cap decisió deliberada per part dels responsables de política econòmica. En segon lloc han van portar a terme augments discrecionals en la despesa pública, complementats en alguns casos (els EUA, per exemple) amb disminucions dels tipus impositius. La conseqüència inevitable d'aquestes polítiques fiscals expansives va ésser un augment espectacular dels dèficits públics. D'acord amb el FMI (2010), per al conjunt de les economies avançades el dèficit públic, expressat en termes del PIB, va ser del 8.9% l'any 2009—el darrer any d'expansió fiscal--partint d'un rati del 1.1% el 2007. D'aquests 7.8 punts percentuals d'augment, 3.6—una mica menys de la meitat--

³ Als EUA l'inici de la Gran Moderació es produeix a mitjans dels anys 80, però a Europa ha d'esperar fins a mitjans dels 90s, després de la forta recessió del 92-93.

s'expliquen per l'operació dels estabilitzadors automàtics, la resta per una política deliberada d'estímul fiscal.

Els elevats dèficits experimentats pels països avançats durant la crisi han generat forts augments del deute públic expressat com a fracció del PIB. Això porta al seu torn a un augment de la despesa en interessos, més dèficit, més deute públic,...en fi, un cercle viciós que és clarament no sostenible i que en molts casos es veu agreujat per augments dels tipus d'interès que han de pagar els governs per compensar les percepcions de risc d'impagament dels mercats. Aquestes circumstàncies porten a que la majoria de països avançats iniciïn l'any 2010 (alguns, com els EUA, prendran més temps) programes d'ajustament fiscal per contenir el creixement del deute, posant per tant fi a les polítiques d'estímul fiscal.

Tot i que per a la major part de països avançats la recessió va acabar "oficialment" durant el 2009, al començar a experimentar taxes positives de creixement positiu del PIB, la recuperació està resultant molt més lenta del que hom desitjaria, i també en comparació a les recuperacions d'episodis cíclics anteriors. Així doncs, en el moment d'escriure aquestes ratlles (tardor del 2011), cap de les sis grans economies mundials ha assolit els nivells de PIB d'abans de la crisi. La lentitud de la recuperació post-crisi és una característica històrica de les recessions d'origen financer, i aquesta no està resultant una excepció. Les dificultats dels bancs centrals per continuar proveint estímul a l'economia, així com els processos de consolidació fiscal endegats per la majoria de països, contribueixen sens dubte a la lentitud d'aquesta recuperació, fins arribar al punt de plantejar la possibilitat d'una segona recessió.

4. La Crisi del Deute

Com han emfatitzat recentment Reinhart i Rogoff (2011), els episodis d'impagament i/o restructuració del deute públic han estat freqüents a la història, i han tendit a produir-se en "onades": tenim períodes en els que es concentra la fallida financera de molts estats, als que segueix una època de relativa "virtut" en el compliment de les obligacions financeres d'aquells. En el mateix treball, aquests autors mostren com les crisis financeres han tendit a anar acompanyades (tot precedint-les en el temps) de crisis del deute. Hi ha com a mínim dos factors que permeten explicar aquesta correlació històrica: (a) les crisis financeres tendeixen a generar crisis econòmiques prolongades, amb recuperacions lentes, i que porten a mantenir dèficits públics elevats (que han de ser finançats mitjançant l'emissió de deute), i (b) les crisis financeres comporten un augment de les obligacions financeres implícites o amagades dels estats, incloent la necessitat eventual de rescatar i recapitalitzar el sector bancari. No ens hem de sorprendre, per tant, que "el tercer episodi" de la Gran Crisi consisteixi precisament en una crisi del deute. El que potser no era tan fàcil predir és que aquesta crisi es centraria de ple a la zona euro i afectaria a països tan propers.

En què consisteix la crisi del deute a Europa? Tot i que encara no s'ha produït cap impagament ni restructuració,⁴ podem parlar de crisi del deute en la mesura en què els mercats anticipen aquests incompliments per part d'alguns països, com es posa manifest en l'evolució de les primes de risc aquests últims anys. Aquesta evolució, que de persistir portaria a una dinàmica explosiva del deute, ha portat a la Unió Europea, de forma coordinada amb el FMI, a endegar diversos programes de rescat (Grècia, Irlanda, Portugal) finançats amb un fons creat amb aquesta finalitat, i a pressionar Itàlia i Espanya per dur a terme reformes fiscals i estructurals.

Aquest no és el lloc apropiat per fer un relat cronològic dels esdeveniments que s'iniciaren el Maig del 2010, amb el primer rescat grec. A més, la rapidesa dels fets implica que qualsevol relat està destinat a ser obsolet quan aquest treball surti a la llum. Prefereixo utilitzar aquest espai per fer una valoració global de l'estratègia seguida per la UE en relació a aquesta qüestió i per plantejar el que, al meu parer, seria un marc fiscal més desitjable per a la zona euro.

Els esdeveniments dels darrers mesos a la zona euro simbolitzen dos grans fracassos: (a) el fracàs absolut del model fiscal previst al Tractat de la Unió Europea i al Pacte d'Estabilitat i Creixement (PEC), l'objectiu principal del qual era evitar una crisi com actual, i (b) el fracàs de l'estratègia per fer front a la crisi generada pel primer fracàs.

A més a més, en el procés, la UE ha violat (en esperit, sinó en lletra) dos pilars clau del seu Tractat fonamental: els principis de "no rescat" i de "no monetització del deute". Tot plegat, hem de concloure que la credibilitat del projecte europeu i de les seves institucions ha estat afectada de forma potser irreversible.

El fracàs de l'estratègia seguida per la UE per fer front a la crisi del deute s'explica, al meu parer, pel fet d'estar basada en un principi equivocat: la idea que "la crisi del deute és la crisi de l'euro," a la que s'han aferrat els líders europeus des del començament de les turbulències en els mercats del deute. L'aplicació d'aquest principi ha justificat els programes de rescat, en nom de la "supervivència de l'euro". El fet que els programes de rescat no hagin resultat suficients per apaivagar la crisi té una explicació molt plausible: el seu èxit requeriria un compromís "sense límit" per part de dels països sense problemes de finançament. Aquest compromís, ara per ara, no és creïble, ja que qualsevol rescat implica una transferència "involuntària" entre els ciutadans de diferents països, que afavoreix als que s'han comportat irresponsablement i penalitza els virtuoses.

Aquesta mateixa observació implica que una estratègia basada en continus rescats estigui destinada a contenir les llavors de fortes tensions polítiques. Aquestes tensions, potser més que no pas l'impagament parcial del deute per part d'un país (o fins i tot la seva sortida de l'euro), poden posar en perill la supervivència de la unió monetària i del projecte d'integració europeu.

⁴ A la cimera de Juliol es va anunciar un acord d'extensió "voluntària" dels terminis de venciment del deute grec en mans dels bancs, però al moment d'escriure aquestes ratlles encara no s'ha dut a terme.

Aquestes consideracions, per si soles, fan necessari el repensar l'actual marc fiscal de la zona euro. Com s'hauria d'estructurar aquest per evitar aquests problemes? Les veus polítiques dominants proposen "més del mateix," és a dir, reforçar els límits sobre dèficit i deute i endurir les sancions en cas de superació d'aquests límits. Aquesta opció és, al meu parer, difícil de defensar: donades les dificultats per garantir el compliment de les regles vigents fins ara i imposar sancions als infractors, per què hauríem de creure que les coses seran més fàcils quan les normes siguin més restrictives i les sancions més dures?

Un marc fiscal alternatiu, que eviti les tensions entre països i el consegüent risc d'implosió de la unió monetària, podria basar-se en els principis que enumero a continuació. Els dos primers són comuns al marc actual (tot i que no s'han respectat), però els altres suposen una divergència important respecte a les regles de joc actuals.

- Prohibició de qualsevol forma de "rescat col·lectiu" de cap país membre.⁵ Aquesta prohibició, si fos creïble, reduiria el "risc moral" en l'àmbit fiscal, reduiria les tensions polítiques entre països, i impediria que "contribuents innocents hagin d'assumir les càrregues del comportament irresponsable d'altres (en contrast amb els inversors, que assumeixen aquest risc voluntàriament). Òbviament, això suposa l'acceptació de la possibilitat d'una restructuració o impagament del deute per part d'un país membre de la zona euro. No hi ha cap raó fonamental perquè aquest fet hagi d'afectar o posar en risc la continuïtat de la unió monetària, en contra del que normalment es manté. Òbviament, el país implicat haurà de carregar amb les conseqüències d'aquesta decisió i tenir-les en compte a l'hora de dissenyar la seva política. Dit amb altres paraules: no hi ha motiu perquè "la crisi grega sigui també la crisi de l'euro". El problema sorgeix quan els líders polítics europeus estableixen aquesta connexió, i posen sobre la taula la necessitat de transferències de recursos entre països, que generen, inevitablement, tensions polítiques que poden fer perillar la unió monetària. Posant-ho més gràficament: si volem garantir la supervivència de l'euro, els problemes fiscal grecs han de tractar-se a les pàgines d'economia dels diaris alemanys, no a les seves portades, ni motivar titulars de menyspreu al ciutadans grecs. D'altra banda, els inversors que voluntàriament han adquirit els actius subjectes de l'incompliment hipotètic han d'assumir plenament les conseqüències dels seus errors i empassar-se les pèrdues resultants d'un impagament o restructuració.
- Prohibició de la "monetització del deute" per part del Banc Central Europeu (BCE). Aquesta prohibició està motivada no tant pels riscos inflacionistes de les operacions de compra de deute sobirà per part del BCE (que poden neutralitzar-se

⁵ Òbviament no hi ha cap raó per impedir l'assistència bilateral voluntària, sigui per raons altruistes o per defensa dels propis interessos (per exemple, dels bancs nacionals amb fortes inversions en el país en risc).

fàcilment amb operacions simultànies de subtracció de liquiditat), sinó per l'assumpció d'un risc financer indesitjat per part dels contribuents de la zona euro en el seu conjunt (i per tant d'una transferència efectiva de recursos entre països). El mateix argument s'hauria de tenir en compte a l'hora de determinar els requeriments del col·lateral en les operacions de provisió de liquiditat per part del BCE.

- Acceptació, sense complexos, d'una intervenció del Fons Monetari Internacional (FMI) en cas de dificultats financeres per part d'un país membre, si aquest ho requereix. El FMI és el "prestamista d'última instància" natural per a Estats sobirans amb dificultats de liquiditat. El caràcter "extern" del FMI i la seva reputació facilitarien el compliment de les condicions que aquest imposi al país sol·licitant, i evitaria les tensions polítiques entre països de la zona euro, al mantenir aquests al marge.
- Eliminació de les restriccions sobre els dèficits i deute que cada país pot mantenir. En primer lloc, i com ha quedat comprovat de forma clara, resulta difícil garantir el compliment d'aquestes restriccions. En segon lloc, aquestes restriccions no tenen una justificació teòrica clara (les externalitats, freqüentment invocades, no són específiques de la unió monetària ni independents de la mida del país). Finalment, si els principis de "no rescat" i "no monetització" anteriors es respecten plenament (i ningú no els qüestiona) els mercats s'encarregarien de disciplinar cada país individual, exigint tipus d'interès més alts en proporció al risc percebut d'insostenibilitat de les finances públiques (i, per tant, d'impagament). D'altra banda res no hauria d'impedir que cada país, de forma individual, adoptés "bones pràctiques" com, per exemple, regles de política fiscal o consells fiscal independents.

L'adhesió a aquests principis no necessàriament faria més difícil la fallida financera d'un país de la zona euro, però estic convençut que contribuiria a reforçar la unió monetària, i a garantir la seva continuïtat, i amb ella la dels avantatges que ens ha reportat: facilitat de transaccions, estabilitat de preus, més competència i més comerç.

5. Conclusió

Com hem vist, les crisis d'origen financer tenen com a conseqüència crisis econòmiques llargues i profundes. A més augmenten el risc de què es produeixi una crisi del deute. Aquest patró s'ha manifestat clarament durant la "Gran Crisi" en la que encara ens trobem. A més, les eines convencionals d'estabilització macroeconòmica—la política fiscal i monetària—han esgotat el seu marge de maniobra, la qual cosa dificulta enormement la recuperació econòmica i la sortida de la crisi.

Potser la conclusió més clara de l'anàlisi anterior és que, en la mesura del possible, les crisis financeres han de ser *evitades*. Això requereix una millor regulació i supervisió, així com sistemes de detecció dels desequilibris que poden portar eventualment a una crisi financera.

Però en últim terme la dificultat més gran a l'hora d'evitar una crisi financera es troba segurament en la manca d'incentius que els governants tenen per "posar fi a la festa" en períodes de forta expansió econòmica causats per una bombolla especulativa, ja que la resistència popular a mesures preventives—que inevitablement portaran a una reducció del creixement -- sempre és molt gran. Aquest és, al meu parer, el repte més gran al que s'enfronten les societats democràtiques per evitar que es torni a produir una altra Gran Crisi en el futur.