

Bagehot, Draghi i Lagarde

Walter Bagehot va viure al segle XIX a Anglaterra i va esdevenir l'editor principal de *The Economist* el 1861, càrrec que va ocupar durant disset anys. La revista havia estat fundada per l'economista escocès James Wilson el 1843. Bagehot, que s'havia casat amb la filla de Wilson el 1858, va ser un prolífic i influent escriptor. Entre les seves obres destaca *Lombard Street* sobre finances i banca. Bagehot ha tingut un gran predicament entre els bancs centrals sobretot per la recepta per afrontar una crisi financera: el banc central ha de prestar sense límits als bancs que tinguin problemes de liquiditat però que siguin solvents i que puguin aportar garanties (*col·lateral* en l'argot bancari). A més, el préstec ha de ser a un tipus d'interès prou alt perquè els bancs que realment no ho necessitin no ho demanin, per evitar l'anomenat "risc moral". L'atractiu d'aquesta política consisteix en el fet que, si és creïble, no s'ha de fer servir! Això és així perquè està dirigida a atacar les crisis d'entitats que siguin solvents, que els seus actius cobreixin els passius, però que pateixin retirades de dipòsits per un pànic. Els dipositants ja no corren a treure els diners del banc quan sàpiguen que el banc central li prestarà diners sense límit per evitar la fallida de la institució.

Aquesta va ser la màgia que va fer Mario Draghi quan va dir el juliol del 2012 a Londres que el Banc Central Europeu (BCE) faria tot el que calgués ("i, cregui'm, serà suficient") per evitar la fallida de l'euro davant la crisi del deute sobirà a l'eurozona. Draghi va aplicar la màxima de Bagehot però per estabilitzar deute de països en lloc d'entitats bancàries. El BCE va dissenyar un mecanisme d'intervenció per evitar que el pànic s'estengués al deute sobirà de països perifèrics com Itàlia o Espanya. Les primes de risc, el diferencial en el tipus d'interès requerit pels inversors entre el deute perifèric i l'alemany, s'havien disparat. Però no va cal-



XAVIER VIVES

ECONOMISTA, PROFESSOR D'IESE

dre que el mecanisme de compres de deute públic sense límit ("el que calgui"), l'Outright Monetary Transactions (OMT), es posés en marxa, ja que només anunciant-lo l'especulació es va aturar i les primes de risc van disminuir.

Quan la prima de risc d'Itàlia va arribar al 2,4% davant les previsibles puja-

des dels tipus d'interès a l'eurozona, Christine Lagarde va intentar imitar Draghi dient que el BCE faria tot el necessari per evitar l'augment de les primes de risc. Tanmateix, el truc no va funcionar i el BCE va haver d'anunciar el 21 de juliol un nou instrument anti-fragmentació, el Transmission Protection Instrument (TPI). D'acord amb el TPI el BCE podrà, de manera discrecional, fer compres de deute dels països de l'eurozona sense restriccions *ex ante* per evitar primes de risc excessives. El consell de govern del BCE haurà de determinar quan es considera que són excessives (tasca gens fàcil). A més, els països hauran de complir condicions de sostenibilitat fiscal, en temes de dèficit i deute, i d'estabilitat macroeconòmica. Aquestes condicions, per limitar el risc moral i assegurar la capacitat de paga-

ment dels països, són més lleugeres que les que s'exigien per a l'OMT, que requeria reformes en el país receptor similars a les que demana l'FMI quan ajuda un país amb problemes. El BCE ha intentat que aquesta vegada les condicions siguin més políticament acceptables.

La qüestió és que els programes d'ajuda del BCE voregen la prohibició monetització dels dèficits públics dels països de l'eurozona i poden provocar el famós risc moral. Aquest risc es tradueix aquí en mantenir polítiques que no controlen ni el dèficit ni el deute públics, perquè si hi ha problemes "ja ens ajudaran". Pensem en el nou possible govern a Itàlia, on la seriositat de Draghi pot ser substituïda per un govern més irresponsable i no gaire proeuropeu. D'aquí venen les condicions que acompanyen el nou mecanisme TPI que Lagarde

va insistir que havia estat aprovat per unanimitat. Això és important, ja que els mercats financers han de veure que Alemanya aprova el mecanisme (males llengües asseguruen que a canvi de la pujada de tipus d'interès anunciada pel BCE al mateix temps que el TPI). En cas contrari la inestabilitat estaria assegurada. El llegat de Bagehot perdura.



EDGAR G. BIEHLE / GETTY

Lagarde va intentar imitar Draghi dient que el BCE faria tot el necessari per evitar l'augment de les primes de risc. Tanmateix, el truc no va funcionar