

EL PANORAMA MACROECONÒMIC DE L'ECONOMIA OCCIDENTAL I LA CRISI FINANCERA

Antonio Argandoña

La finalitat dels IESE Occasional Papers és presentar temes d'interès general a un ampli públic.

IESE Business School – Universidad de Navarra

Avda. Pearson, 21 – 08034 Barcelona, España. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) – 28023 Madrid, España. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright © 2009 IESE Business School.

EL PANORAMA MACROECONÒMIC DE L'ECONOMIA OCCIDENTAL I LA CRISI FINANCERA

Antonio Argandoña ¹

Resum

Les crisis i les recessions no apareixen de sobte: les claus de cada etapa del cicle econòmic es troben en les fases anteriors. Això s'ha tornat a complir en la crisi financera del 2007. L'objecte d'aquest article és mostrar de quina manera un llarg període d'estabilitat macroeconòmica, alt creixement i baixos tipus d'interès va generar la bombolla immobiliària que hi ha a l'origen de la crisi. Per què es va produir aquella etapa de política monetària permissiva, diner barat, especulació en els mercats immobiliaris i optimisme? Va ser la crisi el resultat inevitable dels desenvolupaments anteriors? I, tornaran a presentar-se aquestes circumstàncies, un cop ja haguem sortit de la recessió?

Palabras clave: crisi financera, recessió, innovacions financeres, hipoteques *subprime*.

¹ Doctor en Ciències Econòmiques i Empresariales per la Universitat de Barcelona. Professor Ordinari i titular de la Càtedra "la Caixa" de Responsabilitat Social de l'Empresa i Govern Corporatiu de l'IESE, Universitat de Navarra, Catedràtic de "Fonaments de l'Anàlisi Econòmica" (en excedència) i Acadèmic Numerari de la Reial Acadèmia de Ciències Econòmiques i Financeres. És autor de nombrosos llibres i articles sobre macroeconomia, economia espanyola i europea i ètica aplicada a l'economia i a l'empresa.

EL PANORAMA MACROECONÒMIC DE L'ECONOMIA OCCIDENTAL I LA CRISI FINANCERA

Introducció¹

Les crisis i les recessions no apareixen de sobte. Les claus de cada etapa d'un cicle econòmic es troben en les fases anteriors: són els excessos comesos en l'expansió els que fan que la recessió sigui inevitable. I això s'ha tornat a complir en la crisi financera del 2007: un llarg període d'estabilitat macroeconòmica, alt creixement i baixos tipus d'interès va generar la bombolla immobiliària i els errors financers que van acabar en una greu crisi.

Aquest article té per objectiu descriure l'evolució de l'economia mundial durant els primers anys del segle XXI, per tal d'entendre com es van gestar la crisi financera i la recessió. Per crisi financera entenem la situació en què està en perill la supervivència d'un nombre important d'entitats financeres, fins al punt de comprometre el funcionament de tot el sistema financer. La recessió es caracteritza per la deterioració important de variables com ara el producte, l'ocupació i la inversió; pot ser una conseqüència de la crisi financera, però també pot ser l'efecte d'altres causes.

El nostre punt de vista serà, principalment, el de l'economia dels Estats Units, perquè no es pot entendre allò que ha passat durant els últims anys si no és a partir de l'economia nordamericana. No obstant això, farem referència a altres països, a mesura que vagin apareixent en la nostra anàlisi. Explicarem primer els anys de bonança en què es van gestar les condicions que van fer possible (inevitable?) la crisi. No detallarem el desenvolupament de la crisi financera i de la recessió, ni les mesures aplicades pels governs i pels bancs centrals per fer-los front, que són objecte d'altres articles d'aquest número de *Paradigmes*, sinó que, si es dóna per fet que el lector ja els coneix, farem un exercici d'"economia-ficció" per intentar explicar quin serà l'entorn en què es mourà l'economia mundial després de la crisi i, en concret, si es pot repetir la situació que va conduir a la crisi.

¹ Aquest treball forma part de les activitats de la Càtedra "la Caixa" de Responsabilitat Social de l'Empresa i Govern Corporatiu de l'IESE. Propera publicació a *Paradigmes*.

L'entorn anterior a la crisi financera

Els anys que van seguir a les crisis del petroli dels anys setanta i als ajustaments dels primers vuitanta van ser els de la “gran moderació”: un període d'expansions llargues, recessions suaus i taxes d'inflació baixes –encara que d'altres variables, com ara el saldo per compte corrent, el dèficit públic i els tipus de canvi es van comportar amb menys moderació. No hi van faltar crisis, com ara la caiguda de les borses el 1987, la del Japó els anys noranta, les convulsions del Sistema Monetari Europeu (1992-93), de Mèxic (1994), asiàtica (1997), del Brasil i Rússia (1998), de l'Argentina i la fi de la bombolla de les punt.com (2001), però, en general, els resultats econòmics van ser bons: el conjunt dels països de l'OCDE va créixer un 3% anual entre 1984 i 2006.

Aquesta llarga bonança es pot atribuir a l'absència de perturbacions greus (per exemple, en els preus del petroli), i, sobretot, als baixos tipus d'interès que van persistir durant anys, i que cal atribuir a dues causes: 1) l'abundància mundial d'estalvi, no solament en països tradicionalment austers com ara Japó i Alemanya, sinó també en els emergents, encapçalats per la Xina i els productors de petroli, i 2) la política monetària expansiva practicada als Estats Units. Però això mereix una explicació, perquè aquesta és, probablement, la causa última de la crisi actual.

És freqüent que els períodes d'alt creixement i abundant liquiditat acabin en una inflació creixent. Això no va passar en els anys de la “gran moderació”, perquè els costos laborals van estar molt continguts: des de la dècada dels anys vuitanta s'havien incorporat al mercat mundial milers de milions de persones que abans n'estaven fora, per l'aïllament dels països comunistes o per les polítiques tancades dels països asiàtics i llatinoamericans. Aquesta moderada inflació (2,4% als Estats Units i 1,9% a la zona euro, el 1995-2007) explica que els bancs centrals no elevessin els tipus d'interès, i això va allargar la bonança.

Però aquest era també el marc ideal per a la creació de bombolles –creixement dels preus d'un actiu no justificats per les variables fonamentals. A finals dels noranta va tenir lloc la bombolla de les punt.com a la borsa, que va explotar l'any 2000, i va provocar una recessió. Però la Reserva Federal (la “Fed”) tenia la recepta per sortir-ne com més aviat millor: reduir ràpidament els tipus d'interès. I així ho va fer: el tipus d'interès dels fons federals, que és el que fa servir la Fed per controlar la política monetària, va baixar en un any del 6,5% a l'1,75%.

Els baixos tipus d'interès van encoratjar l'endeutament de les famílies, el consum i la demanda d'habitatges: la recuperació es va consolidar. Però la Reserva Federal va continuar abaixant els tipus nominals d'interès fins a l'1,0% el juny del 2003, i va mantenir negatius els tipus reals fins a finals del 2005, pels dubtes sobre la fortalesa de la recuperació i la por a una deflació. D'aquesta manera, la fase expansiva del cicle es va convertir en eufòria. Es va crear una bombolla global en el mercat immobiliari: els preus dels habitatges van créixer entre 1997 i 2007 un 401% a Sudàfrica; un 220% a Irlanda; un 195% a Espanya; un 174% a Austràlia; un 150% a França i Suècia i més del 100% als Estats Units.

I aquesta política anòmala es va repetir en d'altres països: el Banc Central Europeu va mantenir també els seus tipus d'interès a un nivell massa baix, potser per por que una política més restrictiva enfortís massa l'euro, que ja s'estava apreciant. I el Japó va continuar mantenint els tipus entre el 0 i el 0,5% en aquells anys.

Més despesa i menys estalvi impliquen un elevat dèficit per compte corrent (el saldo mitjà entre 2002 i 2007 va ser del 5,3% del PIB als Estats Units, del 5,4% a Austràlia, del 5,8% a Espanya, i xifres més altes a Nova Zelanda, Hongria, Portugal i Grècia, fins a l'11,6% a Islàndia), i un

recurs abundant al finançament exterior que, als Estats Units, arribava sobretot dels països productors de petroli i de la Xina, que evitava l'apreciació de la seva moneda mitjançant la compra massiva de dòlars. Aquests desequilibris exteriors no eren sinó una altra cara del creixement del consum, de la construcció i de la inversió als països deficitaris. Els baixos tipus d'interès als Estats Units expliquen també la intensa depreciació del dòlar (més del 65% enfront de l'euro entre 2001 i 2007).

Un efecte no esperat dels diners barats va ser desviar la demanda d'actius rendibles cap als mercats de primeres matèries i aliments. El petroli va passar de 20 dòlars el barril el 1998 a 147 dòlars una dècada després, i els preus dels minerals van créixer un 230% en aquest període. La causa d'aquesta evolució va ser el fort creixement de la demanda mundial, liderada per la Xina i l'Índia i secundada per altres països, emergents i avançats, però també es va deure a la insuficiència de la capacitat d'oferta, les causes de la qual van ser molt variades: els baixos preus del petroli en la dècada dels vuitanta havien desanimat la prospecció i l'obertura de nous pous; els costos de prospecció i explotació havien crescut, per causes tècniques i per exigències mediambientals i, finalment, una bona part d'aquestes inversions havien de dur-les a terme empreses públiques dels països productors, que constituïen una font important d'ingressos per als seus governs però que no ocupaven un lloc destacat en les seves prioritats de despesa. Doncs bé, a tots aquests efectes cal afegir una desviació de recursos financers cap a les inversions en primeres matèries, tot cercant la rendibilitat que no obtenien en altres col·locacions. I això va influir també en la cotització del petroli (i d'altres primeres matèries), a través de la política de fixació de preus de l'Aràbia Saudita.

Finalment, l'expansió es va generalitzar: l'activitat econòmica elevada va impulsar les exportacions i el PIB dels països emergents, que es van beneficiar també de l'entrada de capitals, fruit dels baixos tipus d'interès i de la reducció de la seva prima de risc, a causa de les polítiques ortodoxes que duïen a terme des de les crisis de la dècada anterior.

L'altre gran component del marc previ a la crisi van ser les innovacions financeres. Perquè es formi una bombolla, a més de liquiditat abundant i baixos tipus d'interès, fan falta noves oportunitats que provoquen el creixement del preu d'algun actiu: i això acostuma a ser possible gràcies a alguna innovació financera. En l'època que ens ocupa van ser l'apogeu de les hipoteques *subprime*, la titulització i el desenvolupament del sistema financer "a l'ombra" les que van fer possible la bombolla –i les que, quan va esclatar, van agreujar la crisi. Però, com hem dit abans, deixem aquest apartat, així com el desenvolupament de la crisi i les mesures preses pels governs i els bancs centrals, a altres articles.

El marc futur

Com serà l'entorn macroeconòmic després de la crisi i la recessió actuals? És previsible que es repeteixin les condicions que van conduir a la situació actual?

Se suposa que els economistes sabem fer prediccions condicionals, del tipus "si passa A (i tota la resta roman constant), passarà B". El problema és que no sabem què és A, perquè els governs i els bancs centrals estan prenent noves mesures, així com van apareixent problemes nous. I, a més, res no és constant. El més probable, doncs, és que en les condicions actuals, qualsevol exercici de prospecció estigui condemnat al fracàs. Podem intentar, no obstant això, algunes reflexions que exposem a continuació.

A principis del 2009 els governs estan prenent mesures en dos fronts: 1) contenir la recessió i impulsar la recuperació, i 2) aturar la crisi financera (un tercer front, el de preparar el marc institucional, regulatori i legal del sistema financer en el futur està encara en fase d'estudi). En el primer front, la política monetària no és útil en el context actual; per tant, els governs confien en la política fiscal, malgrat els interrogants que planteja sobre la seva eficàcia, el retard amb què es notaran els seus efectes sobre la producció i, sobretot, l'impacte de l'emissió massiva de deute públic sobre els tipus d'interès i, per tant, sobre el finançament del sector privat.

El futur pròxim –diguem-ne els propers tres anys– dependrà de l'evolució de la recessió i de l'eficàcia de les mesures que estan prenent els governs. Més enllà d'aquest termini, la situació del marc macroeconòmic mundial que aquí ens ocupa la condicionarà uns quants factors:

- 1) Tornarà a repetir-se un entorn de baixos tipus d'interès? En el curt termini la resposta sembla afirmativa, atesa la formidable creació de liquiditat mundial a càrrec dels bancs centrals. Però aquesta liquiditat es queda en el balanç dels bancs, on compleix una funció de precaució, i serà innecessària quan els mercats es recuperen. La clau, aleshores, estarà en la capacitat i la voluntat dels bancs centrals per poder-la retirar a temps. Tècnicament no han de tenir dificultats per fer-ho, però el retard i els dubtes sobre la recuperació, i les pressions de les entitats i dels sectors menys dinàmics, poden tornar-nos a un entorn de tipus d'interès a curt termini massa baixos. O, més probablement, a una acceleració de la inflació quan la recuperació es consolidi –encara que se suposa que els bancs centrals hauran après les conseqüències d'una política monetària massa permissiva durant massa temps, i això vol dir tipus de interès a llarg termini més alts.
- 2) Un element nou en l'entorn futur serà el creixement de la despesa i del dèficit públic, que no van exercir un paper significatiu abans de la crisi (excepte per la contribució al saldo per compte corrent nordamericà). Ara, molts governs sacrifiquen la disciplina fiscal per aconseguir una recuperació immediata de la demanda agregada, però els costos d'aquestes mesures es manifestaran a mitjà termini. El més important serà l'encariment del crèdit, pel creixement de la demanda mundial de fons i per la prima de risc: una altra vegada, tipus d'interès alts a llarg termini.
- 3) Tornarem a veure les altes taxes de creixement dels últims anys? Probablement no, durant molt de temps. Pel costat de la demanda, el consum es moderarà, almenys als països més afectats per la recessió, com ara Espanya. Les famílies hauran de reduir el seu endeutament, la qual cosa suposarà una major propensió a l'estalvi, almenys durant uns quants anys. Si els tipus d'interès són més alts, com hem apuntat, la demanda de crèdit per a consum serà també menor. L'atonía del mercat immobiliari durarà encara diversos anys, fins que es redueixi l'estoc d'habitatges no venuts.

La demanda d'inversió també es moderarà, pel menor creixement del consum i els tipus d'interès més alts. Quant a les exportacions, si el creixement mundial continua sent baix, no seran un motor important, a menys que es recuperi la capacitat competitiva del país via moderació de costos, aprofitament dels seus avantatges comparatius i innovació.

- 4) L'estructura de la producció canvia contínuament. Després de la crisi, el sector immobiliari, el de la construcció i el financer s'hauran de reconduir cap a dimensions més sostenibles. Que altres sectors en prenguin el relleu dependrà de l'estructura i de les condicions de cada país, sobretot de la seva capacitat de generar iniciatives emprenedores i de la flexibilitat per desplaçar recursos cap als sectors amb futur. D'aquí la importància de les reformes estructurals: competència, desregulació, flexibilitat del mercat de treball, foment del capital humà i de la innovació, etc.
- 5) A llarg termini, la clau del creixement d'un país és la seva taxa de creixement potencial, que depèn de dues variables: l'oferta de mà d'obra (que probablement serà menys dinàmica per l'impacte de la recessió sobre la immigració) i la seva productivitat, que al seu torn, depèn de variables com ara la dotació de capital físic i humà, la tecnologia i la capacitat innovadora. Passada la recessió, moltes d'aquestes variables tornaran a la seva tendència passada tot i que és probable que es produeixin canvis significatius: augmentaran, per exemple, les regulacions en el sector financer; els tipus d'interès i les primes de risc seran més altes; el volum de crèdit no creixerà com abans i, per tant, la formació de capital serà menor. En resum, és probable que la capacitat de creixement sigui més moderada que quan l'habitatge liderava l'economia.
- 6) Es reduiran els desequilibris mundials, i en concret el desfasament entre l'estalvi d'uns països i la despesa dels altres? És probable que sí, però d'una manera limitada. Per la banda dels que ara tenen comptes corrents negatius, el major estalvi de les famílies es veurà compensat pel desestalvi dels governs; el resultat pot ser ambigu. L'ajust dependrà dels moviments dels tipus de canvi i de la velocitat de caiguda de la renda (a Espanya la recessió és quasi l'única via d'ajust del saldo exterior). L'evolució dels tipus de canvi és poc previsible, més enllà de l'esperada depreciació del dòlar per tal d'atreure els capitals necessaris per a les seves polítiques d'estímul i moderar el seu dèficit per compte corrent.

De la banda dels països ara amb superàvit, l'estalvi dels emergents es veurà reduït per la recessió, i és probable que en el futur sigui menor, si, per exemple, el creixement del consum s'accelera a la Xina. També els països productors de petroli reduiran els seus excedents a curt termini, encara que poden augmentar-lo a més llarg termini, com veurem més endavant. És probable, amb tot, que canviï el mapa de països proveïdors i demandants de fons. Les polítiques fiscals expansives de molts països exigiran entrades de capitals netes, que només seran possibles si els seus saldos per compte corrent són negatius –i això contribuirà a l'elevació dels tipus d'interès a nivell global. I si la demanda mundial d'actius segurs (deute públic) continua essent alta, és probable que el dèficit corrent nordamericà torni a ser elevat, sense que això representi un problema per a l'economia mundial.

- 7) Els preus del petroli tornaran a recuperar-se quan es recuperi la demanda, i aleshores s'aguditzarà l'escassetat d'oferta, accentuada per l'actual fase de preus baixos i les insuficients inversions en prospecció i explotació. És probable, doncs, que la tendència a un petroli més car s'acceleri en el futur.

- 8) En els debats recents s'han fet prediccions que pertanyen al camp de l'economia-ficció: per exemple, el desmantellament de la zona euro o el seu abandonament per part d'algun país. Això és molt poc probable, perquè els costos de credibilitat de les seves polítiques i la seva prima de risc serien prohibitius. Una altra cosa és que els països de la zona euro siguin capaços de posar en pràctica noves polítiques, des de la liberalització dels seus mercats fins a mecanismes únics o més coordinats de supervisió i regulació financera: el dinamisme del Vell Continent continuarà sent reduït.

Els Estats Units perden pes en l'economia mundial, i és previsible que aquesta tendència continuï, en benefici no d'Europa ni del Japó, les forteses de la qual no sortiran millorades de la recessió, sinó dels emergents, sobretot la Xina i l'Índia, tot i que ambdues presenten incògnites importants: la sostenibilitat política, la pau social i la transició pacífica a la democràcia (si és que es produeix) del règim xinès, els desequilibris socials, econòmics i polítics de l'Índia, el declivi de Rússia...

- 9) La crisi financera del 2007 no ha estat una crisi del capitalisme, malgrat les reaccions que ha provocat: ara com ara, desacreditat com està, continua essent l'alternativa disponible millor. És probable que la recessió accentuï el proteccionisme, intervencionisme i nacionalisme econòmics, però això només pot perjudicar la capacitat de creixement mundial.
- 10) Un dels sectors més afectats per la crisi del 2007 serà el de la ciència econòmica. No es tracta ja de si tornem o no a Keynes, sinó de la posada en dubte dels supòsits dels nostres models. No sabem per on aniran els nous enfocaments, però, sens dubte, es produiran canvis importants.

Conclusions

Pocs experts van preveure amb anterioritat la recessió actual. I això és raonable: la política practicada fins al 2007, no molt contractiva, no justificava la recessió que s'ha produït. Però no comptàvem amb un factor nou: la crisi financera. Aquesta va ser prevista per uns quants que es van adonar que el creixement del crèdit immobiliari era insostenible, i que el balanç de moltes institucions financeres amagava riscos nous. Però no era gens fàcil, a partir dels problemes d'alguns països o institucions, predir una crisi sistèmica i globalitzada –almenys això no era previsible fins que no va començar a augmentar la morositat de les hipoteques d'alt risc, a principis del 2007.

En les pàgines anteriors hem explicat l'entorn macroeconòmic i financer en què es movia l'economia global i la seva connexió amb la crisi. A posteriori és fàcil entendre de quina manera els baixos tipus d'interès, l'abundància de liquiditat, la creació d'oportunitats de benefici que van conduir a les bombolles i els errors de política van desembocar en una crisi financera primer i en una profunda recessió després. De totes maneres, el que és important no és trobar culpables sinó, sobretot, introduir les reformes necessàries perquè la crisi no torni a passar. Encara que, a la vista de la història dels dos últims segles, la millor profecia que podem fer és que la crisi es repetirà, perquè l'home és l'únic animal que ensopega moltes vegades a la mateixa pedra. El màxim que podem esperar és que la propera ensopegada trigui molt a produir-se, i que les seves conseqüències siguin menys negatives que les de la crisi actual.