

La primera crisi del segle XXI: causes, efectes i perspectives¹

VICENTE ORTS RÍOS (orts@eco.uji.es)
Universitat Jaume I

L'actual crisi econòmica no només és la primera gran crisi del present segle, sinó que està sent la més llarga i profunda des de la Gran Depressió dels anys 1930. A aquestes alçades és evident que la crisi financera, que va començar entre mitjans de 2007 i finals de 2008, segueix en actiu i que, lluny d'albirar-se l'eixida de la mateixa, tot apunta que pot ser molt llarga i fins i tot que pot haver-hi recaigudes importants. A més, allò que va començar com una crisi financera, lligada a un període d'abundant liquiditat i als excessos consegüents del sector bancari privat per a proveir al món d'actius rendibles, s'està convertint, de fet per a molts països ja s'ha convertit, en una profunda recessió i en una crisi de deute sobirà que amenaça la solvència d'una part significativa del sistema financer, la sostenibilitat de l'estat del benestar, construït a Europa després de la Segona Guerra Mundial i l'estabilitat econòmica mundial.

Convé recordar que l'economia mundial venia de travessar un període de creixement econòmic molt important, amb tipus d'interès i taxes d'inflació de les més baixes que es recorden i amb la incorporació, a un ritme espectacular, de moltes economies emergents a un club de països amb elevades taxes de creixement i desenvolupament. Açò havia generat una gran confiança en la capacitat dels gestors de la política econòmica per a controlar qualsevol perturbació que poguera sorgir i amenaçara l'estabilitat i el creixement econòmic.

No obstant això, tampoc van faltar-hi veus en aquest període que van cridar l'atenció sobre els riscos que s'estaven assumint i el perill d'una fallida abrupta d'aqueix escenari d'estabilitat i prosperitat, sobretot en les economies més avançades. Així, economistes com Nouriel Roubini, Robert Schiller, Maurice Obstfeld, Kenneh Rogoff o Raghuram Rajan, entre d'altres (Roubini i Mihm, 2010), van assenyalar distints aspectes de la situació econòmica que engendraven riscos molt elevats, fins i tot el que es produïra un esclat de les bombolles que s'estaven gestant (sobretot immobiliàries), i que es produïra una paràlisi del sistema financer i una crisi creditícia. També van cridar l'atenció sobre el disseny d'incentius del sistema financer que els portava a assumir riscos excessius, sobre la dimensió internacional del problema i sobre els riscos que una crisi en aqueixes circumstàncies poguera assolir nivells sistèmics. És evident que als malastrucs no ningú els hi fa cas.

A Espanya la situació era d'acord amb el marc descrit de l'escenari internacional. Estàvem immersos en un llarg període de creixement, amb taxes de creixement del nostre PIB superiors a la mitjana dels restants països de la Unió Europea (UE) i molt semblants a les que s'estaven assolint als Estats Units. La situació queda ben il·lustrada en la figura 1. Com es pot apreciar en aquesta figura, des de mitjans dels anys 1990 i fins a l'inici de la

¹ Traducció del Servei de Llengües i Terminologia (UJI).

crisi en 2007, les taxes de creixement de l'economia espanyola oscil·len a l'entorn del 4%, entre un i dos punts per damunt de la taxa de creixement del conjunt de la zona euro. Durant aquest període s'aconsegueixen reduccions espectaculars de la taxa de desocupació al nostre país. Com podem veure en la figura 2, les taxes de desocupació que havien aconseguit valors superiors al 20% en la primera meitat dels anys 90 (després de la recessió de 1993), es van reduint progressivament, i tret d'un xicotet repunt en 2002 i 2003 s'aconsegueixen valors que feien pensar en una convergència real amb els nostres socis de l'àrea euro i en una reducció important de la nostra taxa de desocupació estructural, tot i que a nivells encara superiors a la dels nostres socis europeus.

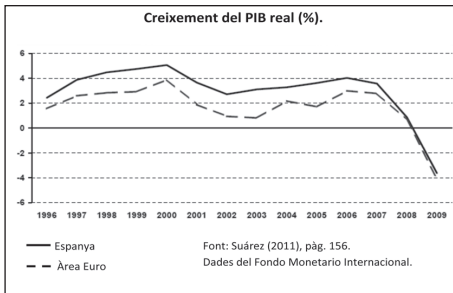


Figura 1.

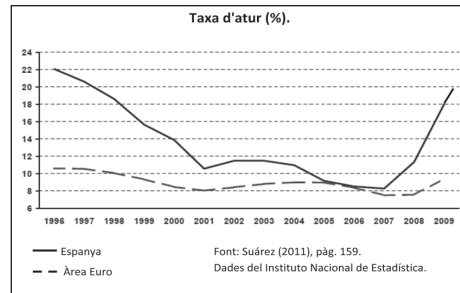


Figura 2.

Amb l'inici de la crisi, i el consegüent deteriorament en el nivell d'activitat i augment de la desocupació, es posa en relleu ràpidament que en el cas de l'economia espanyola, mentre que les taxes de creixement es redueixen a nivells semblants als de la resta de països de la zona euro (figura 1), la taxa de desocupació torna ràpidament a assolir els nivells que tenia en la primera meitat dels anys 1990 (figura 2). La reducció de la taxa de desocupació aconseguida durant més d'una dècada abans de la crisi, desapareix en tan sols tres anys de crisi econòmica. Davant d'aquesta situació, l'Administració respon amb polítiques expansives de despesa pública, tractant de frenar la caiguda d'activitat i ocupació, la qual cosa amb la dràstica reducció dels ingressos fiscals que s'està produint, tant pel col·lapse de la construcció com per la caiguda general d'activitat, dispara el dèficit públic i el ritme d'increment del deute. Així, a la crisi financera se li afegeix, al nostre país, una crisi de deute sobirà, la qual cosa llastra la capacitat del sector públic de mantindre a llarg termini molts dels èxits de l'estat de benestar aconseguits i, a curt termini, la capacitat per a acudir en ajuda d'una economia que no acaba d'enlairar-se, i en la qual l'amenaça de noves recaigudes recessives es converteix en quelcom permanent.

Aquest període de gran prosperitat havia acabat d'una manera abrupta, amb elevats retalls en el nivell d'activitat i ocupació, amb el deteriorament dels comptes del sector públic i estenent la sensació que bona part dels èxits aconseguits en més d'una dècada de creixement i avanços socials es diluïen en tan sols un parell d'anys. En aquest context, la crisi de confiança que inicialment havia afectat les entitats financeres, i pràcticament col·lapsat els mercats interbancaris i el crèdit al sector privat, es va estendre ràpidament entre empreses i famílies, magnificant la, ja de per si, greu situació econòmica. Tot s'havia enfonsat. Què hi havia fallat?

1. Sobre l'origen i causes de la crisi

Com en totes les crisis, també en aquesta podem remuntar-nos generosament cap arrere en el temps per a trobar-hi els orígens; no obstant això, i a banda dels aspectes que s'introduiran més avant, pareix raonable situar-ne l'inici entre 2007 i 2008, i atribuir el detonant de la mateixa, que no les causes, a la crisi de les hipoteques *subprime* als Estats Units.

Des de mitjans dels anys 1990 s'inicia als Estats Units (encara que no només als Estats Units) una important activitat creditícia dirigida a l'adquisició de vivendes, i els preus de la vivenda comencen a pujar. Entre 2003 i 2004, aquesta dinàmica es veu reforçada als Estats Units per la posada en marxa d'un nou mecanisme que ampliarà les possibilitats de concedir crèdits hipotecaris per part de les entitats financeres: la "titulització" de les hipoteques. Aquest mecanisme va consistir en l'emissió, per part de les entitats financeres, d'actius financers recolzats per les hipoteques que donaven als seus clients per a l'adquisició de vivendes. Aquests actius financers es converteixen ràpidament en el principal "negoci" de moltes entitats financeres i la concessió d'hipoteques en un requisit necessari per a mantindre-ho. Aquesta pràctica introduiria una pressió addicional a l'alça dels preus de la vivenda i, per tant, a la bombolla immobiliària que es gestava. Com es pot apreciar en la figura 3, entre 1997 i 2006, el preu relatiu de la vivenda als Estats Units s'incrementa entorn d'un 80%.² No obstant això, el canvi en el focus d'interès per part de les entitats financeres, de la concessió de crèdits hipotecaris a l'emissió d'actius financers protegits per aquestes hipoteques, els porta a assumir progressivament majors riscos, és a dir, a concedir hipoteques a clients de dubtosa solvència i, per tant, hipoteques de cobrament dubtós (*subprime*).

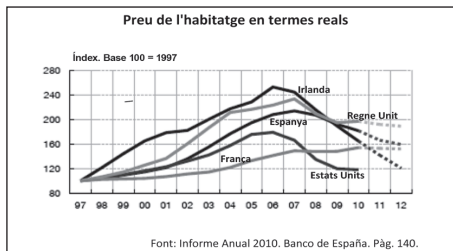


Figura 3.

realitzar determinades operacions financeres. És evident que la regulació prèvia limitava, sense cap dubte, el negoci bancari, l'accés a la propietat de les vivendes, però també l'assumpció de riscos per part d'aquestes entitats. A més, la bombolla especulativa es va veure amb el suport d'una elevada liquiditat, que deprimia els tipus d'interès fins al punt que per a aconseguir actius de rendibilitats modestes era necessari assumir riscos molt elevats, quan no vorejar la legalitat vigent, fent cas omís de conflictes d'interessos o recórrer a esquemes de finançament quasi piramidals.

Mentre, els preus de la vivenda van continuar pujant, la roda va continuar girant, però quan comencen a aparèixer els primers impagaments d'hipoteques, l'actiu de les entitats financeres comença a ressentir-se i a instal·lar-se en els mercats dubtes sobre

² L'increment del 80% és en termes reals, és a dir, per sobre de l'augment general de preus.

la qualitat dels actius que s'emetien i sobre la solvència de les entitats lligades a aquest procés. La situació es va deteriorant progressivament fins que, en la segona meitat de 2008, es produeix la intervenció, de banda de les autoritats dels Estats Units, de Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) i Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation), dues institucions encarregades de concedir i garantir préstecs hipotecaris, amb l'objectiu d'ampliar l'abast del finançament hipotecari per part de les entitats financeres en aqueix país. A partir d'aqueix moment es va estenent la incertesa sobre l'abast de la intoxicació del sistema financer; val a dir, respecte a la magnitud dels actius d'alt risc lligats a les hipoteques *subprime* que mantenien les entitats financeres en els seus balanços, la qual cosa acaba per provocar-hi una crisi de confiança que va reduint progressivament el finançament interbancari i que porta, uns mesos més tard, al setembre de 2008, a la fallida de Lehman Brothers. I és aquesta fallida la que actua com a detonant de la crisi financera i bancària que està en l'origen de l'actual crisi econòmica i de la recessió que ja s'estén durant més de tres anys.

Així doncs, la raó última de l'inici de la crisi cal buscar-la en la conjunció de dos factors, d'una banda, en la lògica pròpia del sistema econòmic vigent, i d'una altra, en l'inapropiat de la regulació existent, o millor, de la desregulació existent. El disseny d'incentius que aquesta conjunció va generar s'ha demostrat pervers, en induir l'assumpció de riscos excessius sense les garanties necessàries. Després de la Gran Depressió i com a part del New Deal, als Estats Units s'adopten diferents mesures reguladores tendents a limitar determinades activitats del sistema financer (Llei Glass-Steagall, de juny 1933, entre d'altres).³ En particular, se separa l'activitat dels bancs comercials i d'inversió, es limita l'activitat dels bancs comercials al negoci bancari (és a dir, a mantindre els depòsits dels seus clients i donar préstecs comercials) i es garanteixen alguns dels riscos que pareixia raonable que assumiren les dites entitats (articulant un sistema d'assegurança dels dipòsits). En general, aquesta Llei va imposar una estricta regulació de les entitats financeres als Estats Units i la supervisió de les mateixes per la Reserva Federal (el seu banc central). En síntesi, la Llei Glass-Steagall venia a limitar les activitats que podien realitzar els bancs amb l'objectiu d'impedir que dugueren a terme activitats especulatives i protegir els accionistes d'aquestes entitats i els seus clients de l'assumpció de riscos "excessius" per part dels gestors dels bancs.

Aquestes regulacions van gaudir d'una salut raonable fins als anys 1980. No obstant això, durant les dècades de 1980 i 1990, l'estructura de la regulació financera va canviar dramàticament. Els elements que van presidir aquest canvi de regulació van ser la primacia del lliure mercat i la globalització. Com en tot debat, és indubtable que els canvis reguladors que s'anaven a proposar perseguien un fi positiu, encara que a vegades interessat, però avui és evident que el regulador no va calibrar adequadament en quina mesura aquests canvis legislatius promourien el creixement econòmic o causarien inestabilitat econòmica. La convicció que hi havia un important recorregut en matèria de liberalització i desregulació en els mercats financers, junt amb la pressió en el mercat global d'alguns països amb nivells de regulació molt baixos, tant en la supervisió de les

³ Una detallada història del sistema de regulació financera als Estats Units, entre 1789 i 2011, pot veure's en Komai and Richardson (2011).

entitats financeres residents, com en la limitació en l'assumpció de determinats riscos, va dur a una elevada pressió per a ampliar els límits a l'activitat del sector financer. Tant des de l'Anglaterra de Margaret Thatcher (amb l'anomenat Big Bang), com des dels Estats Units amb Ronald Reagan (i la seua Llei Garn-St. Germain de 1982), s'inicia un procés de desregulació financera que estableix el marc de l'actual crisi. En altres paraules, s'inicia la construcció del model anglosaxó de capitalisme liberal sense restriccions. Als Estats Units el procés és llarg, però, com es diria, inassequible al desànim. La desregulació que inicien els governs de Reagan culmina, gràcies a les pressions d'un sector bancari cada vegada més potent i concentrat, primer, amb la relaxació per part de la Reserva Federal dels Estats Units d'algunes de les limitacions a l'operativa d'aquestes entitats (durant el mandat d'Alan Greenspan, que procedia J. P. Morgan); segon, amb l'aprovació de la Llei Riegle-Neal Interestate and Branching Efficiency, en 1994 i, finalment, amb la derogació pel Congrés de la Llei Glass-Steagall en 1999, ja sota el mandat del president Clinton. A partir d'ací, les condicions reguladores que propiciarien la crisi financera estaven servides (Dick, 2006).

Només hi faltava un ingredient per a crear les bases de l'actual crisi, que es generara un excés de liquiditat significatiu i el corresponent excés en la demanda d'actius rendibles. Aquests excessos d'oferta i de demanda es van generar per dues vies. Dins dels Estats Units, com ja hem esmentat, per una política monetària expansiva i uns baixos tipus d'interès i, en el pla internacional, també per excessos de liquiditat en alguns països i per l'emergència d'un conjunt de països amb elevades taxes d'estalvi i baixos nivells de consum que, en absència d'oportunitats d'inversió prou rendibles i segures als seus propis països, o fruit de les distorsions internes que les feien inviables, es van llançar a demandar actius rendibles dels Estats Units. Un sistema financer globalitzat va fer la resta.

L'escena internacional d'aquestes últimes dècades es caracteritza per un procés de globalització econòmica molt significatiu (augment del grau d'integració comercial i financera) i per l'aparició i consolidació de grans desequilibris de pagaments internacionals entre països. El món es divideix entre països amb excés d'estalvi sobre la inversió interna que són capaços d'escometre, és a dir, amb superàvit de les seues balances per compte corrent i que conseqüentment adopten un rol de prestadors en els mercats financers internacionals (creditors), i uns altres, que adopten el rol contrari, a saber, països amb dèficit en les seues balances per compte corrent i que s'endeuten davant de la resta del món, amb nivells de despesa per damunt dels seus ingressos (deutors). Aquest repartiment de rols és habitual en els mercats internacionals; allò curiós és qui adopta aquests rols en les últimes dècades. Per una banda, entre els principals demandants de fons, els que acumularan els majors nivells d'endeutament davant de tercers països, destaquen alguns països desenvolupats, amb Estats Units com a protagonista fonamental.⁴ I d'una altra, entre els principals prestadors hi trobem països com Alemanya o Japó, però, curiosament també, i ocupant una posició preeminent, els països emergents i en desenvolupament d'Àsia, amb Xina al capdavant i els països de l'OPEP.⁵ Així, des de mitjans dels anys 1970,

⁴ En similar situació, fins i tot amb percentatges d'endeutament extern sobre el PIB molt superiors al dels Estats Units, encara globalment representen una magnitud menor, podem trobar-hi països com ara Islàndia, Grècia, Portugal, Hongria, Espanya, Irlanda o el Regne Unit entre d'altres. Vegeu Jaumotte i Sodriwiboon (2010).

⁵ Vegeu el cap. 1 de l'informe del FMI sobre les Perspectives de l'Economia Mundial de setembre de 2011 i, en

Estats Units presenta un considerable dèficit en la seua balança per compte corrent, de manera que per a aquest país l'efecte net de la integració dels mercats de capitals ha estat permetre'ls nivells de despesa i inversió interns superiors al que podrien haver-se permès només amb l'ingrés nacional o amb els seus propis estalvis. Aquesta mateixa situació és la que explica per què la resta del món havia acumulat actius emesos per Estats Units en el període de gestació de la crisi.

Amb els antecedents que acabem de mencionar, no resulta estrany que quan esclata la crisi de les hipoteques *subprime* als Estats Units, el contagi a la resta del món fóra immediat. En el sistema financer mundial s'instal·la una elevada incertesa i els mercats interbancaris es contrauen. A partir d'aqueix moment la crisi de confiança del sistema financer provoca una contracció del crèdit i es trasllada al sector real. Així, a la «digestió» dels actius tòxics emanats dels Estats Units, s'uneix la caiguda en el nivell d'activitat de les principals economies a conseqüència de la frenada en el crèdit i a l'extensió de la incertesa sobre el calat de la crisi. Aquesta frenada en el nivell d'activitat i la falta de crèdit provoca una nova ronda de problemes de liquiditat i insolvència de moltes empreses i l'esclat de bombolles immobiliàries a tercers països, com Espanya, Irlanda i el Regne Unit (vegeu la figura 3). La crisi s'ha convertit en un problema sistèmic, tot i que tindrà conseqüències diferents als distints països. Per què?

Bàsicament, la raó de les diferències en l'efecte de la crisi consisteix en el fet que, després de l'inici de la crisi financera als Estats Units i l'extensió d'aquesta al sistema financer internacional, cada país es va trobar en unes condicions diferents per a afrontar les conseqüències. Països sanejats, amb economies competitives i en expansió, amb importants nivells d'estalvi i escàs endeutament, van reprendre ràpidament la senda del creixement; va ser el cas de moltes economies emergents. No obstant això, aqueixos països que partien de posicions d'endeutament públic o privat importants, amb una competitivitat deteriorada i una activitat mantinguda gràcies a l'excés de crèdit i de liquiditat, es van veure ràpidament atrapats en cercles viciosos que reduïen el seu nivell d'activitat, dificultaven la reducció de l'endeutament i els portaven a adoptar "polítiques d'ajust" que reduïen addicionalment la seua activitat i així, successivament.

2. La situació d'Espanya

Evidentment Espanya es trobava entre els segons. En primer lloc, quasi de manera paral·lela a la crisi *subprime* dels Estats Units, el nostre país havia desenvolupat la seua pròpia bombolla immobiliària. Com hem vist en la figura 3, els preus de la vivenda van augmentar en 10 anys un 120%, mantenint els increments de preus fins i tot quan als països amb una situació semblant la bombolla havia començat a desinflar-se. Des de mitjans de la dècada dels 1990 i fins a l'inici de la crisi, Espanya es converteix en un dels països amb majors taxes de creixement i inversió sobre PIB de l'OCDE; no obstant això, aqueix esforç inversor no anirà destinat fonamentalment a més i millor equipament productiu, sinó que entre un 65 i

particular, el gràfic 1.19. És curiós que en alguns anys de la passada dècada hi ha països de l'Àfrica subsahariana i d'Amèrica Llatina entre els quals han presentat un superàvit per compte corrent; no obstant, al començament de la crisi (finals de 2007), els principals creditors en l'escena internacional eren la Xina, Singapur, Suïssa, Luxemburg, Noruega, el Benelux i Alemanya. Vegeu Jaumotte i Sodsriwiboon (2010).

70% es va concentrar en la construcció en general i en l'adquisició de vivendes en particular (vegeu la figura 4). La inversió en vivenda assoleix en aquest període percentatges del PIB molt superiors als aconseguits amb anterioritat o durant aquest mateix període en uns altres països del nostre entorn, incloent-hi els Estats Units, i amb l'única excepció d'Irlanda. El pes de la construcció i la promoció immobiliària assoleix xifres inusuals en termes d'ocupació (13% davant del 10% en països sense bombolla immobiliària) i del pes en la producció interior (10% davant del 7% d'altres països sense bombolla immobiliària) (Suárez, 2011: 160).

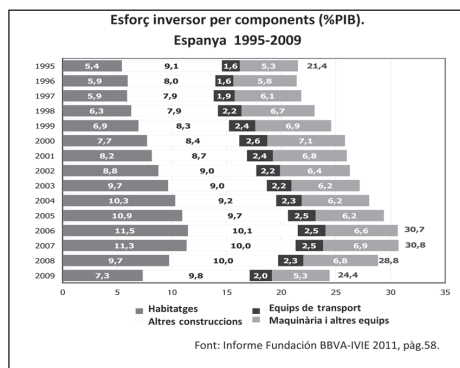


Figura 4.

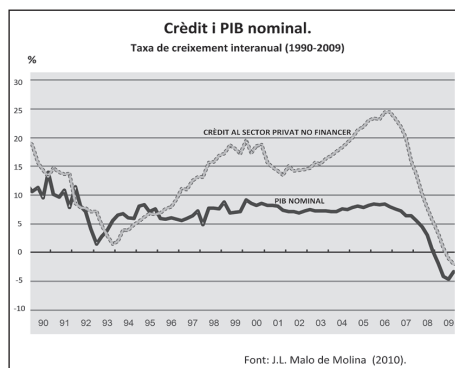


Figura 5.

Aquest procés de boom immobiliari es va veure propiciat per una política monetària molt expansiva en la zona euro, amb tipus d'interès molt baixos, i una política interna d'estímuls fiscals. En aquest escenari, el crèdit a la construcció i compra de vivenda es va multiplicar per deu entre 1995 i 2010. El crèdit viu lligat a activitats de construcció, compra de vivenda i promoció immobiliària representava a finals de 2010 aproximadament el 104% del PIB. Aquesta xifra implica que el risc en aquest sector per a les entitats financeres és molt elevat, tant en termes absoluts com en termes comparatius. Fins i tot si s'exclou el crèdit per a la compra de vivenda (on la morositat és menor), i ens centrem en el segment que presenta major morositat, el crèdit a la construcció i promoció immobiliària, el risc al final de 2010 (els crèdits vius) representaven al nostre país el 40% del PIB. Aquesta proporció només era superada per Irlanda amb un 60%, mentre que les ràtios per a altres països europeus eren d'una magnitud significativament menor. Així, la ràtio del crèdit viu d'aquest tipus d'activitats i el PIB era de l'ordre del 25% a França i Portugal, del 10% a Itàlia o del 5% a Alemanya.

L'expansió del crèdit és, sense cap dubte, el principal motor de l'activitat econòmica a Espanya durant aquest període, i encara que com acabem d'assenyalar es concentra de manera important en el sector immobiliari i construcció, no van ser només aquest tipus d'activitats les que es van veure alçades per un crèdit abundant i barat. Com es pot apreciar en la figura 5, des de 1995-1996, les taxes de creixement interanuals del crèdit superen àmpliament el creixement del PIB nominal, i és precisament l'enfonsament del crèdit en el sector privat en 2007 el que inicia a Espanya l'actual recessió econòmica. El crèdit en el sector privat no bancari, sense tindre en compte el destinat a la construcció i activitats immobiliàries, creix a una taxa mitjana anual pròxima al 12% entre 1995 i 2007,

mentre que el PIB nominal ho feia a una taxa del 7,2%, la qual cosa es tradueix en el fet que en iniciar-se la crisi, el sector privat del nostre país, i no només els sectors lligats a la construcció, es troben amb taxes d'endeutament molt elevades.⁶ Aquest elevat endeutament del sector privat de la nostra economia es converteix en el segon element que caracteritza la nostra situació en enfrontar la crisi econòmica, i junt amb la nostra particular bombolla immobiliària, il·lustra les nostres possibilitats de recuperació. Només unes quantes xifres ens permetran il·lustrar la magnitud i singularitat del problema.

En 1995, conjuntament, les empreses no financeres, les entitats financeres, les famílies i el conjunt d'administracions públiques del nostre país tenien un nivell d'endeutament equivalent a un 140% del PIB. És evident que bona part d'aqueix endeutament havia estat originat per crèdits de les entitats financeres domèstiques, de manera que, en termes nets, la magnitud seria inferior, però com a dada per a comparar amb la situació amb la qual ens trobarem després de l'esclat de la crisi és prou útil. Quasi quinze anys després, en 2009, aqueixa mateixa dada per al mateix conjunt d'agents de l'economia espanyola (empreses, entitats financeres, famílies i administració pública), havia passat a ser del 382%.⁷ Això sí, en aqueixa carrera per endeutar-se, i mantindre nivells de despesa per damunt dels seus ingressos, no tots s'havien comportat de la mateixa manera.

Com a mitjana, entre 1995 i 2007, l'Administració manté taxes de creixement del seu deute inferior a les taxes de creixement del PIB, de manera que la ràtio deute públic/PIB es redueix de manera persistent. A finals de 2007, la ràtio deute/PIB de les administracions públiques a Espanya era de tan sols el 36,1%. La caiguda dels ingressos i l'augment de despeses que provoca la crisi (tant de manera automàtica, com derivades dels intents inicials de frenar la caiguda del nivell d'activitat amb polítiques expansives de despesa pública), originen voluminosos dèficits que eleven la ràtio fins a un 53,4% en 2009 i a un 60,1% a finals de 2010.⁸ És aqueix ràpid creixement de l'endeutament del sector públic després de l'esclat de la crisi, i no el nivell de deute, el que resulta alarmant als mercats. De fet, les ràtios deute/PIB d'Espanya que acabem d'esmentar, de ser importants, resulten menys transcendents del que podríem pensar en un primer moment si se'ls compara amb la mateixa dada d'altres països del nostre entorn. Així per exemple, la ràtio deute/PIB a Alemanya era a finals de 2010 del 83,2%, a França del 81,7%, a Itàlia del 119,0%, a Irlanda del 96,2% i a Grècia del 142,8%. No és estrany sentir que la situació de les finances públiques d'Espanya no és la mateixa que la d'Irlanda o la de Grècia, però hauríem d'afegir-hi que, en termes de deute, tampoc és la d'Itàlia, França o Alemanya. Llavors, on radica el problema? Primer, i com ja hem dit, en la necessitat de controlar el dèficit corrent del sector públic, però segon, i aquest és un aspecte singular de la nostra situació davant de la crisi, en la magnitud de l'endeutament privat del nostre país.

⁶ La major part de les dades recollides en aquest paràgraf i en els següents s'han extret de l'*Informe sobre Crecimiento y Competitividad de la Economía Española* de la Fundación BBVA-IVIE (Pérez García, 2011: 169 i ss).

⁷ Una anàlisi més detallada dels canvis en la posició deutora dels distints agents durant aquest període i la incidència del mateix en la Comunitat Valenciana pot trobar-se en Pons Albentosa (2010).

⁸ Les dades de dèficit i deute procedeixen del Banc d'Espanya. En concret, en el *Boletín Económico* de setembre de 2011, s'hi pot veure una detallada anàlisi de la situació financera de les administracions públiques a Espanya, tant des d'una perspectiva temporal com comparativament amb uns altres països de la Unió Europea (Hernández de Cos, 2011).

La magnitud de l'endeutament de famílies i empreses sobre el PIB augmenta des de mitjans dels anys 1990 a taxes superiors al 8% anual, de manera que a finals de 2009, els nivells d'endeutament sobre PIB eren d'un 85,3% i 124,5% respectivament. Finalment, les entitats financeres, en el seu rol d'intermediaris financers, són el gran subministrador d'aquests recursos, la qual cosa els porta, al seu torn, a endeutar-se davant de tercers en magnituds que resultaven desconegudes en les últimes dècades per al sector. I fins i tot tenint en compte la mateixa cautela que expressem abans, respecte al seu doble paper com a prestadors i prestataris, és molt significatiu que el ritme al qual veuen créixer les entitats financeres el seu endeutament entre 1995 i 2009, expressat en termes percentuals del PIB, va ser del 39,18% anual. De manera que les entitats financeres del nostre país passen d'una ràtio d'endeutament sobre el PIB, en 1995, pràcticament nul·la (estrictament representava un 1,46% del PIB) a un 118,2% en 2009.

Un altre dels elements clau per a entendre les dificultats amb les quals es troba la nostra economia per a afrontar l'actual crisi, es deriva de la debilitat dels factors subjacents al procés de creixement experimentat des de mitjans dels 90, i de manera particular en l'escàs paper que en aquest procés han jugat les millores d'eficiència i la productivitat. Així, els aspectes positius associats a aquest llarg episodi de creixement, queden mediatitzats perquè estan basats fonamentalment en l'acumulació de factors productius, en l'expansió d'activitats intensives en treball, sense millores significatives de la productivitat conjunta dels mateixos, i alçada per un crèdit abundant i barat (Pérez García, 2011; Suárez, 2011). Probablement, i encara que resulte reiteratiu, ha estat l'excés de crèdit i el consegüent endeutament de les empreses, el factor clau per a explicar que el nostre creixement no haja tingut unes bases prou sòlides. Amb diners fàcils i un cost reduït del finançament, no calia perseguir projectes que generaren increments significatius de productivitat. I l'economia espanyola es va llançar a una bombolla especulativa que va anar més enllà de la immobiliària. Les transferències de rendes van ocupar el lloc que els hauria d'haver correspost a les millores de productivitat, la bombolla va substituir els fonaments. Curiosament, durant aquest festival de crèdit i inversió, el creixement de l'estoc de capital no va comportar millores significatives en la productivitat. De fet, com es pot veure en la figura 6, durant tot el període considerat, la productivitat total dels factors descendeix de manera quasi sistemàtica, la qual cosa, unida als increments de costos, va erosionant la nostra competitivitat. I aquest és el tercer element que planeja en l'estancament de l'economia espanyola després de la crisi, la baixa productivitat i competitivitat del nostre teixit productiu. La bolcada cap al sector immobiliari i els serveis, descuida en gran manera el sector industrial i Espanya es converteix, probablement junt amb el Regne Unit, en un dels països de l'UE amb un pes relatiu de la indústria més xicotet, mesurat en termes d'ocupació o de Valor Afegit Brut (VAB). En 2007, el pes de la indústria a Espanya era, en termes d'ocupació, d'un 17,8% davant d'un 32,7% d'Alemanya, un 23,8% de França o un 25,8% de mitjana en l'UE (de 27 països). Si girem la vista cap al VAB, la situació no és molt més afalagadora: en 2007 la indústria espanyola generava un 23,7% del VAB de l'economia, davant d'un 29,6% a Alemanya, un 26,5% a França o un 29,5% de mitjana en l'UE (dels 27).

Així, la dinàmica de la productivitat és, amb les repercussions en el mercat de treball de la crisi econòmica, un dels trets que millor defineix el tipus de teixit productiu que es crea en aquesta llarga fase de creixement de la nostra economia. Com ja s'ha vist en les

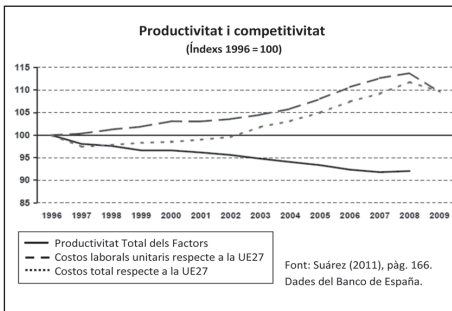


Figura 6.

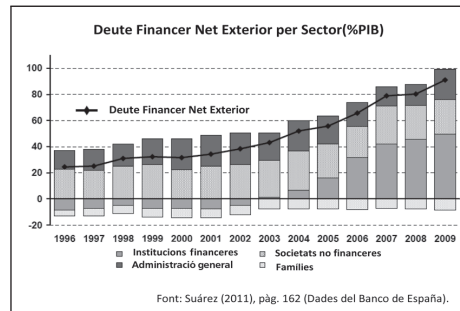


Figura 7.

figures 1 i 2, amb l'inici de la crisi, la nostra economia revela una de les seues deficiències estructurals més dramàtiques: mentre que les taxes de creixement es redueixen a nivells semblants als de la resta de països del nostre entorn, la taxa de desocupació es dispara fins a assolir ràpidament nivells semblants als de principis dels anys 1990. El procés de creixement experimentat per Espanya no s'havia aprofitat ni per a millorar prou l'eficiència i productivitat del nostre teixit productiu, ni per a escometre les reformes necessàries que reduïren la taxa de desocupació estructural de la nostra economia.

La baixa productivitat i l'increment de costos van articular un deteriorament significatiu de la nostra competitivitat, la qual cosa s'alià amb l'excés de liquiditat dels mercats internacionals per a facilitar l'aparició del quart element que caracteritza la nostra situació davant de la crisi: l'elevat endeutament extern. Espanya ha estat històricament un país amb dèficit en les seues transaccions per compte corrent amb la resta del món; no obstant això, quan aquests desequilibris assolien magnituds preocupants es posaven en marxa mecanismes i polítiques d'ajust que revertien la magnitud dels desequilibris. Aquesta seqüència es trenca des de mitjans dels anys 1990. Entorn de 1995-1996, la balança per compte corrent d'Espanya estava en equilibri (presentava un saldo pràcticament nul), de manera que l'estalvi nacional era capaç de finançar la inversió al nostre país. No obstant això, a partir de 1997-1998 s'inicia un deteriorament creixent de les transaccions per compte corrent d'Espanya amb la resta del món que, tret d'un alentiment en 2002 i 2003, provoquen una seqüència de dèficits de la balança per compte corrent del nostre país cada vegada majors, i el consegüent increment del nostre endeutament amb la resta del món. En 2007 Espanya assoleix un dèficit per compte corrent rècord que supera el 10% del PIB (del nostre entorn, només països com Grècia i Portugal superen aquest ritme d'endeutament amb l'exterior). Aquest continu de dèficits per compte corrent i la seua magnitud creixent posen de manifest la nostra escassa competitivitat i una necessitat de finançament extern creixent, que es van traduir en un creixent endeutament exterior.

Com podem veure en la figura 7, en 1996 el deute exterior net d'Espanya representava un 24% del PIB; no obstant això, a l'inici de la crisi el deute exterior del nostre país s'havia elevat fins a aconseguir quasi el 80% del PIB. Gran part d'aquest augment de l'endeutament exterior ha estat resultat de les fortes demandes de finançament de les empreses, entitats financeres i, en menor grau, de l'administració. Les famílies, que tradicionalment mantenen una posició creditora davant de la resta del món, veuen descendir durant aquest període la seua capacitat

de generar estalvi, que es mostra clarament insuficient per a contrarestar la demanda de la resta de sectors de l'economia. En 2007, l'Administració és responsable d'aproximadament un 20% del deute exterior total del nostre país, mentre que el 80% restant era atribuïble a empreses i a entitats financeres. A més, com es pot apreciar en la figura 7, a principis dels anys 2000 s'opera un canvi significatiu en l'estructura de l'endeutament exterior de l'economia espanyola: mentre que la posició de les empreses no financeres i de l'Administració havia estat tradicionalment deutora davant de l'exterior, entre 2002 i 2004, les entitats financeres del nostre país passen d'una posició creditora davant de la resta del món a una posició deutora. Aquest canvi de posició es produeix a un ritme tan ràpid que els bancs es converteixen en els últims anys en els principals deutors davant de l'exterior, i actuen com a canalitzadors de l'estalvi exterior cap a empreses i famílies espanyoles (Suárez, 2011: 161-162).

Finalment, el cinquè element que explica la intensitat de l'impacte i persistència de la crisi al nostre país és el canvi en allò que podríem anomenar l'escenari econòmic internacional. Durant les passades dècades, mentre ens havíem embarcat en el peculiar procés de creixement i boom immobiliari que hem descrit, l'escenari econòmic mundial estava canviant a passos gegantins. No només s'ha estès la globalització econòmica, que ha alterat significativament el número i qualitat dels actors rellevants a l'hora de definir els avantatges comparatius dels països, la qual cosa ha alterat la posició relativa de cada país, sinó que fins i tot allò que s'ha denominat el "centre de gravetat" econòmic del món s'ha desplaçat d'oest a est de manera significativa. L'auge econòmic de l'est d'Àsia, amb la Xina al capdavant, ha augmentat el pes que tenia en l'economia mundial, i s'ha convertit en un referent tant en la producció com en la demanda mundial, i ha començat a desplaçar

aqueix centre de gravetat de l'Atlàntic cap al Pacífic, obligant a Europa en general, i als països que com el nostre es van refugiar en segments d'activitat en frontal competència amb els països emergents d'Àsia, a redefinir les seues fonts d'avantatge comparatiu i els seus mercats. Aquests canvis han estat il·lustrats gràficament per Danny Quah de la London School of Economics (Quah, 2011). Una reproducció estàtica d'aqueixos canvis es pot veure en la figura 8. La idea és prou senzilla. Si suposem que només hi ha dues

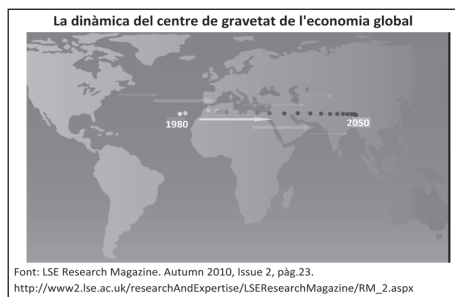


Figura 8.

ciutats al món, el centre de gravetat econòmic d'aqueix xicotet món es trobaria en algun punt entre aquestes. Si ambdues tingueren el mateix poder econòmic (mesurat en termes de PIB), aqueix centre es trobaria just en el punt mitjà entre les dues. No obstant això, en el món real hi ha més de dues ciutats,⁹ però seguint la mateixa lògica podem trobar aqueix centre de gravetat econòmic. Segons les estimacions del professor Danny Quah, en 1980 aqueix centre de gravetat es trobava en algun lloc en l'oceà Atlàntic, entre Europa i Estats Units; no obstant això, durant els últims 30 anys s'ha desplaçat progressivament d'oest a est, de tal manera que, de mantindre's les tendències actuals, en 2050 aqueix centre de gravetat

⁹ El professor Quah ha considerat 700 nuclis econòmics en el seu càlcul.

passaria a estar ubicat en algun lloc d'Àsia, entre la Xina i l'Índia. Aquest desplaçament del centre de gravetat ens indica que els mercats més importants es desplacen d'Europa i dels Estats Units cap a l'est d'Àsia i que la presència d'aqueixos països en els mercats internacionals és un fet rellevant que condicionarà el futur de l'economia mundial i la posició de cada país en aqueix futur.

3. Epíleg

En síntesi, mentre que la composició institucional dels mercats financers internacionals, la desregulació que s'ha instal·lat en els mateixos i els excessos de liquiditat han estat les causes de l'actual crisi econòmica, la dificultat de les autoritats econòmiques i monetàries de les principals economies, i dels organismes internacionals, per a frenar la seua extensió i la magnitud dels seus efectes devastadors sobre el nivell d'activitat i ocupació, posen de manifest el caràcter global de la mateixa i la falta d'instruments que els permeten actuar amb eficàcia. Evidentment, aqueix escenari exigeix canvis significatius en l'organització econòmica i financera mundial que, d'altra banda, no ningú pareix disposat o amb la capacitat d'escometre amb decisió. Les grans empreses, i no només les financeres, són multinacionals, amb un potencial econòmic superior al de molts Estats i amb un marc operatiu òbviament transnacional, mentre que els governs, entesos en sentit ampli, és a dir, on resideix la capacitat legislativa i executiva dels països, continuen sent nacionals. És evident la dificultat política que això suposa per a establir un marc legal en el qual prevalguen els interessos de la ciutadania i no el de les grans empreses (o dels mercats, tant és). Sense un marc de competències del mateix àmbit que l'activitat econòmica d'aquestes empreses resulta molt "complicat" tractar d'articular regulacions operatives que actuen de contrapès polític al poder econòmic. Un exemple d'aquesta situació la tenim en la mateixa gestió que de la crisi econòmica s'ha fet des de l'UE. A aquestes altures, pareix evident que l'UE té enormes dificultats per a fer front a una crisi de deute sobirà com la que s'està produint, i tant des de la perspectiva econòmica com de la política. En particular, no hi ha cap mecanisme fiscal a escala europea per a fer front a una crisi global com la present, ni els interessos dels distints Estats membres s'han mostrat prou cohesionats com per a articular la necessària coordinació de polítiques econòmiques, diguem-ne, "dins del termini i la manera escaient".

En el cas d'Espanya, la crisi ens troba enmig d'un festival de creixement, generat basant-se en un crèdit molt abundant i barat, procedent en gran manera de l'exterior, i que no s'ha aprofitat per a millorar prou la nostra estructura productiva, ni la nostra productivitat, ni la competitivitat, i que per tant, no ha servit per a crear les condicions que permeten tornar els crèdits dels quals ha gaudit l'economia espanyola basant-se en la generació de nous ingressos. Al contrari, la crisi de confiança que s'instal·la en els mercats financers, es tradueix en una exigibilitat immediata dels crèdits que van servir de base al nostre creixement a mesura que va arribant-los el venciment i origina una sequera desproporcionada de crèdit en la nostra economia. Probablement, si descomptem les renovacions de crèdits d'aqueixos deutors amb possibilitats d'anar fent front als serveis del deute, el nostre país pateix un dels períodes de reducció del crèdit més intensos en molt de temps que avorta qualsevol possibilitat de generar nou teixit productiu i nova activitat econòmica. A més, en aquest procés de contracció del

finançament de la nostra economia i del nivell d'activitat, s'ha produït el trasllat d'una part de l'endeutament cap al sector públic, que ha hipotecat el seu paper de motor de l'economia en períodes de recessió. En aquestes condicions, les alternatives no resulten especialment afalagadores. En primer lloc, l'únic component de la demanda agregada amb capacitat d'estirar la nostra economia és el sector exterior i, si es redueix la pressió sobre l'exigibilitat a curt i mitjà termini de l'enorme endeutament en el qual ha incorregut el sector privat, és possible que repunte el consum privat i la inversió. Per a això és necessari flexibilitzar la nostra economia, per a aconseguir una certa depreciació real (ja que dins de la zona euro no és possible recórrer ni a una política monetària pròpia ni a una depreciació nominal) i restaurar la confiança d'empreses i consumidors. Però això és molt probable que no siga possible si, atès el bloqueig de la política fiscal, derivat del ràpid deteriorament de les finances públiques amb l'inici de la crisi, no es compta amb l'ajuda externa.

Seria desitjable que els països més sanejats de l'UE exerciren el lideratge en el terreny econòmic que pareixen reivindicar diàriament en el terreny polític, actuant com a locomotores d'Europa. Al mateix temps, hauria d'arribar-se a un pacte amb els principals creditors del nostre país, i dels països de la zona euro més endeutats, sobre un calendari de reducció de l'endeutament compatible amb el marge suficient per a estimular el creixement econòmic. En aquest pacte és evident que hi ha un paper significatiu per al Banc Central Europeu que, sense perdre el control monetari, ni recomprar tot el deute que ara "els mercats" ja no consideren "raonable", ajude en l'estímul de tota l'economia de la zona i evite noves rondes recessives que afecten l'economia mundial.

Una empresa que no és capaç o no té possibilitats de créixer, de la mateixa manera que una família que no té accés a fonts d'ingressos, difícilment poden fer front als deutes pendents. Pareix quelcom senzill, però en la situació actual implica que la solució del problema passa per seure en la mateixa taula deutors i creditors i pactar les condicions i el camí d'eixida de la crisi, la qual cosa implica enormes esforços de coordinació i lideratge. En qualsevol alternativa distinta, el risc que tots perdem és massa alt.

BIBLIOGRAFIA

- DICK, A.A. (2006): «Nationwide Branching and Its Impact on Market Structure, Quality, and Bank Performance», *Journal of Business*, 79 (2), 567-592.
- HERNANDEZ DE COS, P. (2011): «La reforma del marco fiscal en España: los límites constitucionales y la nueva regla de crecimiento del gasto público», *Boletín Económico del Banco de España*, setembre, 58-76.
- JAUMOTTE, F. i P. SODSRIWIBOON (2010): «Current Account Imbalances in the Southern Euro Area», *IMF Working Paper* WP/10/139.
- KOMAI, A. i G. RICHARDSON (2011): «A Brief History of Regulations Regarding Financial Markets in the United States: 1789 to 2009», *NBER Working Paper*, 17443, <<http://www.nber.org/papers/w17443.pdf>>.
- MALO DE MOLINA, J.L. (2010): «Claves para la salida de la Crisis en España», *Pasado y Presente: de la Gran Depresión del s. XX a la Gran Recesión del s. XX*, València, Seminario Fundación BBVA-IVIE, maig de 2010.
- PÉREZ GARCÍA, F. (dir.) (2011): *Crecimiento y competitividad. Trayectoria y perspectivas de la economía española*, Madrid, Fundación BBVA-IVIE.

- PONS ALBENTOSA, L. (2010): «Credit Bang y Credit Crunch de la economía española. El cambio financiero y la sostenibilidad de las PYMES. Un análisis en clave valenciana», *Foro de Financiación para la Innovación 2010*. CEEI, Castelló, 4 de juny.
- QUAH, D. (2011): «The global economy's shifting centre of gravity», *Global Policy*, 2 (1), 3-9.
- ROUBINI, N. i S. MIHM (2010): *Cómo salimos de ésta*, Barcelona, Ediciones Destino.
- SUÁREZ, J. (2011): «The Spanish Crisis: Background and Policy Challenges», *Moneda y Crédito*, 232, 151-192.