
Josep M. Bricall

*Notes sobre
la crisi econòmica*



documents

Documents d'ACO núm. 20
Primera edició: 2009



Rivadeneira, 6, 8a. planta 08002 Barcelona
Tel. 93 412 48 88 - Fax 93 318 81 87
c/e:aco@treballadors.org
<http://www.treballadors.org/aco>
Imprimeix: Multitext, S.L.



SUMARI

Procés de producció i mercats financers.....	5
Diverses modalitats de crisi en les economies contemporànies.....	8
Els trets d'una crisi com l'actual.....	11
L'itinerari de la crisi actual.....	14
Transformacions del sistema financer.....	18
L'actuació de les administracions públiques.....	23
a) Primera sèrie de problemes: les avaries del sistema financer.....	25
b) Segona sèrie de problemes: el futur de les inversions i els nivell d'ocupació.....	26
La crisi a Espanya.....	30

PROCÉS DE PRODUCCIÓ I MERCATS FINANCERS

1 Sol parlar-se de crisi econòmica quan algunes magnituds econòmiques –en particular la inversió i l’ocupació– mostren una certa feblesa en la seva evolució i fins i tot arriben a disminuir; indiquen que l’activitat econòmica s’alenteix o s’encongeix el nivell de producció d’una economia.

Les crisis suposen interrupcions brusques dels processos econòmics; els efectes d’aquestes interrupcions es difonen en el conjunt de la societat afectada, tot condicionant els diversos comportaments que la configuren fins a assolir una nova situació i recuperar una certa normalitat. La intensificació de les relacions internacionals, tant comercials com financeres, determina el caràcter internacional de la crisi, que s’ha reforçat en els darrers anys.

Una economia es conforma d’acord amb decisions preses en el món de la producció; els processos de producció que cal endegar tenen sobretot un abast temporal perquè cal disposar de treball per aplicar-lo a diferents béns de capital –que poden ser primeres matèries, recursos energètics, productes semi-elaborats o béns d’equipament– i s’ha de comptar amb ells abans d’obtenir-ne uns resultats en forma de productes, que en tot cas apareixeran més endavant. Per tant, la producció ha de ser programada a partir d’una

previsió del futur feta pels empresaris; aquest fet obliga a una inversió, en el sentit que cal anticipar uns fons per afrontar d'antuvi unes despeses (per compres de materials, pagament dels salaris, contrapartides per serveis emprats, etc.) mentre que trigaran els ingressos que se'n poden extreure fins que s'obtinguin els productes i aquests tinguin una demanda que n'asseguri la venda.

En l'economia actual, capitalista, les decisions sobre la producció són preses pels propietaris de l'empresa (en tant que titulars o propietaris pel fet de posseir els béns de producció o béns de capital) o per persones designades per ells i responsables davant d'ells. Per invertir, els empresaris han de manllevar o bé emprar part dels guanys obtinguts en períodes anteriors; en tots dos casos, la inversió serà raonable si satisfetes les despeses prèvies que demana el procés de producció, hom pot descomptar un benefici (calculat en percentatge del seu capital) després de retornar allò que s'ha manllevat o, si per cas, de reposar allò que s'ha invertit procedent dels propis guanys de temps passats.

Els prestadors de les empreses i dels particulars són els bancs i també altres particulars (empreses o ciutadans individuals), de dintre o de fora del país en qüestió. Els préstecs poden ser-ho per menys d'un mes –fins per un dia– o, en l'altre extrem, per molts anys; en el cas de l'aportació de fons com a propietaris, aquests no els recuperaran, ja que han esdevingut propietaris de l'empresa i, per tant, amb capacitat de participar en el repartiment dels beneficis generats. Els prestadors renuncien a recuperar durant un temps allò que han prestat, a canvi d'un rendiment en forma d'interessos o de beneficis; però quan els convingui (per necessitat o oportunitat) podran vendre aquest dret (actiu) i recuperar el prestat abans d'hora si poden traspasar aquest dret (actiu) a un tercer que estigui disposat a adquirir-lo en els mercats financers; d'aquesta manera es desfan d'un actiu que és rendible i obtenen actius líquids (els diners).

És fàcil adonar-se que, tant prestadors com manllevedors, assumeixen un cert risc al moment de contractar, perquè qualsevol operació que implica futur presenta el risc de la seva realització i ofereix un major o menor grau d'incertesa; per això els interessarà cobrir-se davant la fallida d'expectatives mitjançant altres operaci-

ons que els protegeixin. Normalment això significarà instrumentar una operació inversa a la primera, que els afavorirà en cas de possible fracàs; els actius que permeten aquestes operacions (derivats) protegeixen davant d'una aposta enfront del futur. Encara que emprats per a cobrir-se davant dels riscos, els derivats s'utilitzen també com a instruments per a l'especulació perquè d'altres participants estan disposats a acceptar-ne el risc tot descomptant-ne guanys possibles; l'especulació és doncs un ingredient inevitable d'aquests mercats.

Per tant les decisions sobre inversió –que endeguen l'activitat productiva– s'insereixen al si d'operacions de finançament que es contracten en mercats financers (alguns, d'organitzats) on el desig de seguretat d'uns sol completar-se amb el risc d'altres, introduint-hi l'especulació com a fenomen habitual.

Naturalment, els preus assolits pels actius contractats indiquen les condicions de la inversió: la puja dels preus dels actius financers suposa que hi ha una pressió a prestar més que abans i això pot esperonar la inversió. En canvi, quan els prestadors temen el que pot esdevenir i mostren actituds temorenques, prefereixen anar sobre segur i s'estimen més disposar de liquiditat (diners); això vol indicar que costa de trobar finançament i això empeny a la baixa els actius financers, entrebant la inversió en moments incerts.

Quan abans hem parlat d'una interrupció dels processos econòmics ens referim precisament a aquesta inseguretat de la inversió en el conjunt d'una economia. L'horitzó no apareix clar i els processos de producció s'encallen. S'afebleix el ritme d'evolució de les magnituds econòmiques, com la renda i l'ocupació.

DIVERSES MODALITATS DE CRISI EN LES ECONOMIES CONTEMPORÀNIES

2 En l'economia contemporània l'aparició d'aquestes interrupcions ha estat freqüent. Cal esmentar que el període que s'estén entre el final de la segona guerra i la fi dels anys seixanta del segle passat es caracteritza tanmateix per crisis poc sovintejades: recordem que es tracta dels anys d'aplicació de polítiques de plena ocupació i d'establiment de l'estat de benestar. En canvi, més recentment, als Estats Units s'han registrat per exemple fenòmens crítics el 1983, el 1990 i el 2001. Hi ha llavors una disminució del ritme de creixement del producte interior d'un país, del nivell d'ocupació del treball i probablement un col·lapse dels mercats financers (freqüència de baixes fortes dels actius durant un temps).

Però no totes les crisis són iguals ni tenen el mateix relleu ni el mateix impacte. Quan la producció creix molt més a poc a poc i arriba a decreixer i el nivell d'atur assolit es fa preocupant, no s'exagera si s'afirma que aquests canvis quantitius notables reclamaran canvis qualitius, en quedar malmesos els processos productius per la feblesa de la inversió. Normalment quan es parla de crisis econòmiques s'al·ludeix a aquesta mena de crisis que tenen aspectes ben desagradables pel fet de la seva intensitat i durada. Hom preveu –posem per cas– que enguany l'economia es contraurà en-

tre el 0.5 i 1 % al món: és la primera vegada que hi ha hagut un declivi d'aquesta grandària després de la segona guerra. S'ha de remarcar que aquestes crisis importants solen durar més que les altres i per tant la seva durada és compatible amb l'ocurrència al seu si de fases d'una certa recuperació i altres fases de recaiguda. La seva aparició no s'ha d'atribuir a circumstàncies externes als propis mecanismes de decisió de les inversions (per bé que alguns fets exteriors poden ajudar a propiciar-la, com pot ser la puja dels preus de les matèries primeres, si és que aquesta puja pot ser considerada com exterior) sinó en els efectes induïts pel mateix descabellament d'aquesta inversió.

3 No totes aquestes crisis importants tenen les mateixes causes. Tot i així, és possible de sistematitzar-les entorn de dos tipus diferents.

Un primer tipus de crisi és efecte de la feblesa de la inversió com a resposta d'una deficient evolució de la productivitat (que mesura el producte obtingut per hora de treball). Ordinàriament les millores tècniques o les innovacions incorporades a la inversió permeten augmentar la productivitat o obtenir nous productes que fan possible apujar salaris i extreure un tipus de benefici com a rendiment que faci possible la inversió. Quan les possibilitats de la tecnologia disponible semblen exhaurides, el tipus de benefici se'n ressent i finalment la incertesa de la seva futura rendibilitat paralitza la inversió. Aquest fet explica la crisi de finals de segle XIX i la dels anys setanta del segle passat (mal coneguda com a crisi del petroli). Aquesta darrera va començar amb el lent creixement de la productivitat americana a partir de la segona meitat dels seixanta i tingué com a símptoma la suspensió de la convertibilitat del dòlar el juny de 1971. Només l'aplicació de nous canvis tècnics radicals, permet de superar aquesta mena de crisis.

Un segon tipus de crisi esdevé quan la inversió s'encalla per la insuportable incertesa del futur que és causa i efecte d'un col·lapse financer. Convé examinar la significació d'aquest col·lapse. Els fons prestats per les institucions financeres, tornen a elles a mesura que les empreses van obtenint els seus ingressos o a mesura que les famílies van rebent les seves remuneracions. Aquest flux

queda garantit si l'activitat productiva procedeix normalment i si no apareixen problemes derivats de la producció o de la demanda que s'adreça a aquesta producció. Un cop recuperats els fons (amb les corresponents variacions) les institucions financeres poden seguir prestant-los a l'economia. Però en el cas de prestar per al finançament d'operacions reclamades per la compra d'actius, aquest segon canal de recuperació dels fons prestats per les institucions financeres depèn de la correcta realització de les expectatives que havien previst aquells que han manllevat per adquirir els actius, confiant que el canvi dels preus en el futur els permetria guanys de tipus especulatiu, tot aprofitant les diferències de preus en el temps (o potser, entre diferents territoris). En aquest supòsit la continuïtat del circuit financer té un risc notablement superior al dependre de l'acompliment d'aquestes perspectives que havien formulat els especuladors.

Doncs el col·lapse financer sorgeix quan aquesta continuïtat es trenca greument, per no aconseguir-se el que s'esperava de l'evolució dels preus dels actius. Mes endavant exposarem com es desenvolupa aquest canvi de previsions i expectatives.

Acabem d'advertir que aquest tipus de crisi esdevé quan la inversió s'encalla per la insuportable incertesa del futur que és causa i efecte d'un col·lapse financer. N'és causa perquè precisament els dubtes sobre el futur un cop iniciats desprenen efectes acumulatius que s'expandeixen per l'economia. Ja hem fet notar que la inversió és una aposta sobre el futur i la incertesa l'afebleix fonamentalment. Immediatament ho acusa el fet que la capacitat de producció de què disposa una economia (és a dir, el màxim que permeten de produir els recursos existents i el treball disponible) no s'utilitza totalment; la demanda adreçada a la producció és inferior a la producció que el sistema productiu pot subministrar, de manera que l'atur i l'excés de capacitat de producció en són manifestació evident. És el cas de la crisi dels anys trenta del segle passat i de l'actual. Es calcula que aquest any l'excés de capacitat de producció (o sigui la producció que podria obtenir-se en relació a la que realment s'obtindrà) pujarà un 4 % a l'economia mundial.

Ens limitarem a presentar aquest segon cas de crisi, que és el que correspon al moment actual.

ELS TRETS D'UNA CRISI COM L'ACTUAL

4 L'ambient d'incertesa caracteritza doncs el tipus de crisi actual. En realitat l'estat d'incertesa o el pessimisme sobre el futur són conseqüència de períodes anteriors, més o menys llargs, d'optimisme i de seguretat excessius respecte dels guanys que el futur pot proporcionar a la inversió. El punt d'arrencada d'aquest optimisme es troba en el procés més aviat perllongat d'introducció d'innovacions radicals que fan que la inversió restauri augments apreciables de productivitat i repregui la desitjada ruta de la rendibilitat. Aquestes fases tenen per tant una base real, objectiva, a causa d'aquest fet.

En l'evolució del capitalisme aquestes fases llargues d'optimisme i de creixement es corresponen a l'assimilació de les innovacions radicals. Després de la crisi abans esmentada de finals del XIX que afectà aquells països amb un major desenvolupament econòmic, l'aparició de l'electricitat com a font d'energia fonamental i la seva aplicació al motor elèctric; la constitució progressiva com un nou sector de la indústria de màquines eina; les possibilitats ofertes pel motor de combustió interna als mitjans de transport, i els nous materials obtinguts de la química moderna, restabliren els nivells anteriors de productivitat amb efectes estimulants sobre la inversió

un cop superades les primeres temptatives d'introducció –inicialment sempre arriscada– de la nova tecnologia. Progressivament s'engegà una onada d'optimisme que va esperonar moviments de caire especulatiu.

Semblantment, els darrers anys noranta s'afirmà una nova era tecnològica basada, per mencionar els seus aspectes més pregons, en les tècniques actuals de comunicació i informació i en la biotecnologia que ha tingut efectes positius sobre la productivitat, tot augmentant una llarga fase d'expansió de l'economia després d'uns anys inicials de lent creixement. Als Estats Units, com a pioners tecnològics, la productivitat va créixer a un ritme del 2.06 % anual enfront del 1.96 % del decenni precedent; aquest era l'anunci del que després s'estendria a altres països. Els anys noranta del segle XX varen ser un període caracteritzat per un creixement de l'economia mundial i d'una relativa estabilitat que després de la interrupció de 2000-2003, ràpidament païda, es perllongaria fins el 2007. Això va donar seguretat a alguns plantejaments econòmics entusiastes de la llibertat absoluta dels mercats; coneguts aquells anys com la *gran moderació*, semblaven confirmar aquestes polítiques.

Aquesta evolució ben positiva de l'activitat real va estendre comportaments d'eufòria, tot engegant la seqüència que sol ser habitual en aquests casos. En efecte, a mesura que s'aferma una expansió, prestadors i manllevadors són empesos a una activitat que confia en els resultats del futur i en la confirmació de perspectives a l'alça del valor dels actius (siguin aquests financers, immobiliaris o mercaderies com el petroli). Aquesta confiança a la llarga erosiona els marges de seguretat, per augmentos incessants de l'endeutament d'empreses i famílies en relació al seu patrimoni. El predomini en els mercats d'aquests comportaments que compten amb el creixement imparable del valor dels béns en el futur i per tant dels actius i el corresponent entusiasme empenyen cap a inversions excessives basades en aquestes expectatives favorables.

El procés es nodreix de dos elements, l'adquisició de béns de capital o dels actius corresponents i el fàcil endeutament per a finançar les operacions per part de bancs i altres institucions financeres. El consegüent augment de la relació entre endeutament i fons propis, acaba fent-se difícil de pair quan és massa forta la divergència en-

tre els deutes contrets per adquirir actius i els ingressos que se'n poden obtenir racionalment.

Tanmateix el fre no actua immediatament: per bé que no es puguin atendre els compromisos, resta encara obert un camí si és possible seguir manllevant per pagar el que es deu, és a dir, obtenir nous fons per fer front als compromisos del principal (cas Madoff). Però a partir d'un cert moment el valor dels actius creix per sota del previst en les expectatives sobre les quals es fundaren i es mouen per sota de les expectatives sobre la seva alça. És un senyal que pot portar a la generalització de comportaments baixistes que inciten a desfer-se dels actius o a restringir els préstecs a noves peticions. Com que el futur esdevé incert, la inversió recela de les previsions sobre la demanda, la paralització de la producció llença ciutadans a l'atur i la demanda es contrau de manera acumulativa. A part d'això si algú encara pensa invertir es topa amb una actitud rigorosa dels prestadors, singularment els bancs, que havien estat tan generosos durant l'expansió precedent.

El fenomen no es limita només a uns sectors, a unes empreses o a uns territoris sinó que poc o molt tothom hi participa; la sortida òbvia per tant tendeix a liquidar el que s'havia col·locat o invertit perquè el diner és l'únic actiu que forneix seguretat de cara al futur!

És a dir, es prefereix tenir actius líquids encara que això suposi renunciar a la rendibilitat d'altres actius (que puguin proporcionar interessos, beneficis o guanys per diferències de preus entre la compra i la venda). Aquesta mena de crisi aguditza la preferència pel diner, pel desig de liquiditat. Això contrau la demanda adreçada a la producció i deixa sense utilitzar una part de la capacitat productiva creada per les inversions de períodes anteriors.

L'ITINERARI DE LA CRISI ACTUAL

5. Convé veure ara com la seqüència indicada s'ha acomplert en l'actual crisi.

- Per bé que el procés de globalització és present des de l'origen del capitalisme i de la revolució industrial, la seva actual intensitat obliga a que l'explicació hagi d'abraçar el conjunt de l'economia mundial.

Si l'origen de la crisi es troba en l'excessiu optimisme que l'ha precedit, caldrà examinar de quina manera ha estat possible el seu descabdellament fins a desembocar en la situació present, és a dir, com ha estat possible que la generosa distribució de fons –d'altra banda cap a operacions ben discutibles– hagi fet inviable el sistema pels efectes que ha engegat.

L'origen de l'eufòria es pot cercar en l'important dèficit de la balança exterior nord-americana. Aquest dèficit va començar a fer-se excessiu a partir de la meitat dels anys seixanta del segle passat; des de llavors, amb certes interrupcions, dels Estats Units es vessa un flux de dòlars per arreu. El dèficit corrent al 2006 suposava el 6.2% del Producte Interior Brut (PIB) dels Estats Units (equivalent a 790 milers de milions de dòlars; per comparació, el PIB d'Espanya aquell any en dòlars fou de l'ordre de 1.400 milers de milions)

i el 2% del PIB de tot el món. Com és fàcil de calcular aquest 2 % palesa una xifra absoluta immensa per a l'economia mundial, arrossegada per la demanda exterior americana.

Aquest desequilibri de la balança americana és un aspecte del conjunt de desequilibris que ofereixen les diferents regions (Àsia oriental, Estats Units, Europa, etc.). El problema, més que en els mateixos desequilibris, es troba en alguns dels efectes que aquests desequilibris desencadenen.

La persistència del desequilibri exterior americà té moltes explicacions i es discuteix sobre si ha estat causa o efecte dels problemes. El que és cert és que el dèficit va acompanyat de dues circumstàncies d'evident interrelació.

En efecte, en primer lloc, el dèficit nord-americà va créixer particularment a partir de començament dels noranta del segle passat. Fou llavors quan va disminuir molt el que els americans estalviaven de la renda per ells percebuda; la davallada de la propensió a estalviar era l'altra cara de l'enlairament del consum, empès per la conducta de les famílies que –en l'ambient d'alça dels actius– es refiaven d'expectatives favorables sobre el futur valor del seu patrimoni financer o immobiliari, recolzades en el crèdit que aconseguien mitjançant la garantia que se suposava que conferien aquests actius. Des de l'any 2000, la producció als Estats Units va créixer més lentament que no pas el ritme imposat per la demanda que se li adreçava, tot augmentant les importacions i per tant el flux de dòlars –com a contrapartida de les importacions– que es va difondre per arreu.

L'altra circumstància que ha fet possible i sostenible aquesta situació és que els països no desenvolupats i, en especial, els que ara es coneixen com a emergents (Xina, Índia, etc.) han prestat als Estats Units. Aquest fenomen paradoxal es deu al fet que han col·locat una part important dels excedents exteriors obtinguts pels seus superàvits comercials (el 2006 han estat de 643 milers de milions de dòlars) en actius financers americans, és a dir, han estat finançant el dèficit americà (és a dir, l'elevat consum dels americans). La Xina per exemple, a finals de 2006 hi tenia col·locats 600 milers de milions de dòlars dels quals més de la meitat en deute públic americà.

Hi ha una raó d'aquest comportament. Així s'han assegurat un patrimoni d'un valor que apareixia com a sòlid, escarmentats com estaven per les tensions monetàries de finals de segle que varen malmetre les seves pròpies divises. Això és una manifestació més del fet que des del final de la segona guerra mundial es fa ús del dòlar com a moneda de pagament i com a actiu de reserva internacional (cal fer notar que dues terceres parts de les reserves mundials són dòlars) cosa que permet als Estats Units no sentir-se limitats en la seva política econòmica interior a causa del desequilibri exterior. Tot gaudint d'una demanda segura, l'excés de dòlars del dèficit corrent americà no ha repercutit en una tendència a la baixa de la seva cotització, malgrat la seva exagerada oferta.

6. A partir d'aquest dèficit, els dòlars s'han introduït al sistema econòmic i han circulat per tot el món. Aquesta liquiditat que representen els dòlars en circulació ha expandit altres formes d'actius líquids en els diferents països, que s'han vist doncs menys condicionats en la seva capacitat de crèdit. Hi ha hagut per tant una aflluència de liquiditat (diners) com a seqüela de les facilitats de crèdit (a baixos tipus d'interès) que la moneda internacional ha fet factible, en una fase –convé recordar-ho– de recuperació general de la productivitat.

El que passa és que la negociació d'aquest flux de diner i dels moviments financers que suposa no es pot fer a qualsevol lloc sinó que sol centrar-se en alguns llocs o places de tradició financera (Nova York, Londres, París, Frankfurt, etc.) que mouen una activitat per tant considerable; l'activitat generada ha eixamplat el sector financer que, per exemple, junt amb el sector de les assegurances i l'immobiliari, als Estats Units aportava el 20.4 % al PIB enfront del 15.2% de 1979. A través d'aquestes places es canalitzen els fons financers cap a diferents destinacions: des de la fi dels anys seixanta del darrer segle, han servit successivament per finançar les importacions de petroli, la reconversió industrial de les empreses europees, els dèficits comercials dels països no desenvolupats com Amèrica Llatina, l'especulació immobiliària, etc.; només depenia de les possibilitats de rendibilitat previsible dintre d'un cert marge de seguretat. Un cop recuperats (sense o amb ajuts públics, si cal),

aquests capitals retornen indefectiblement als mateixos llocs, a les places esmentades per les raons abans assenyalades.

La lliure circulació de capitals financers, establerta un cop desaparegut el 1971 del sistema monetari establert a la fi de la guerra (*Bretton Woods*), s'ha intensificat a la fi de la dècada dels vuitanta gràcies als nous mitjans de comunicació i d'informació; això ha proporcionat una fluïdesa extraordinària a les operacions financeres efectuades des de diferents llocs.

En moments d'eufòria, el predomini de conductes que preveuen alces continuades fa passar a un segon terme la seguretat. Per tant, la circulació financera s'ha anat eixamplant i fent-se més complexa: a començaments del segle actual, del total de 1.155 milions de milions de dòlars corresponents al total de transaccions interbancàries mundials, una mica més del 3 % corresponia a transaccions d'economia real (en béns i serveis), les relatives a mercats financers per compra-vendes d'accions i obligacions pujaven a un 3.4 % del total. La resta de les operacions, és a dir, el 93.2 %, es referia a operacions de cobertura de riscos o de caràcter especulatiu o d'arbitratge –aprofitant les oportunitats de preus diferents segons els llocs o els moments– repartides entre un terç el mercat de canvis (que determina la cotització de les divises) i dos terços els mercats de productes derivats.

TRANSFORMACIONS DEL SISTEMA FINANCER

7 També aquí els canvis quantitius han suposat canvis qualitius. En efecte, aquests darrers anys, els mercats financers i les operacions que s'hi realitzen s'han transformat de manera considerable.

En primer lloc hi ha hagut canvis destacables en les institucions i les unitats que operen en els mercats financers. Ha canviat sensiblement el paper jugat pels bancs i similars en els sistema financer. Progressivament ha disminuït el seu paper com a dispensadors de crèdit a partir dels dipòsits dels clients. Aquesta intermediació tradicional de la banca ha davallat en general per tot arreu, passant de representar més de 2/3 del total de finançaments rebuts per una economia a menys de la meitat en dates més pròximes. Com a efecte, els ingressos bancaris han deixat de dependre sobretot dels interessos per la seva activitat creditícia i en canvi ha pujat la proporció del que els bancs obtenen gràcies a comissions o en virtut dels serveis financers que presten i d'operacions en el mercat de capitals. Aquestes comissions van passar en poc temps de representar el 17 % de la renda dels bancs espanyols el 1993 al 27 % a final de segle.

El canvi en la naturalesa dels bancs va unit a l'afermament de noves entitats a partir de les quals hom participa en els mercats finan-

cers. Per exemple, si al 1945 als Estats Units el 93 % del valor de les accions de les empreses era de titularitat de persones individuals, a finals del segle passat això només suposava el 44 % del seu valor. La resta corresponia a la inversió institucional (societats d'inversió col·lectiva, fons de pensions, etc.) .

En síntesi, en els mercats financers, els bancs han alterat la seva funció i hi han intervingut significativament altres tipus d'entitats. El desenvolupament de sistemes financers on el crèdit bancari i els mecanismes tradicionals de captació de recursos pels bancs hi tenien un lloc predominant han estat substituïts per la presència aclaparadora d'operacions realitzades a través dels tractes directes dels mercats financers, als quals han acudit empreses, persones individuals i noves unitats com és el cas de l'esmentada inversió institucional. L'activitat tradicional de la banca, dedicada a operacions més o menys regulades pel governs, amb la finalitat de protegir la liquiditat dels ciutadans, ha quedat reemplaçada per altres operacions realitzades, semblava, a satisfacció dels agents que havien de resoldre els seus problemes financers; llavors la recerca de la rendibilitat ha orientat el negoci bancari cap a altres fórmules i ha emigrat a llocs mancats d'aquesta protecció. Tant i més com que els bancs no han fet figurar aquestes noves operacions en els seus balanços i així no s'han comptat de cara a l'acompliment dels mínims que els eren exigits en el seu patrimoni pels organismes supervisors.

8 La transformació dels mercats financers no ha afectat només la naturalesa de les entitats participants; també s'han modificat les conductes i s'han introduït algunes pràctiques abans inexistents.

La competència va afavorir el fàcil esclat d'innovacions financeres. Nous mecanismes, vehicles i instruments permetien de crear els mitjans de finançament que l'economia necessitava i d'això en donava bon compte la fase de l'anomenada *gran moderació* de l'economia americana. Es va introduir, per exemple, la possibilitat de trossejar els crèdits concedits, de donar-los la forma de títols (*securitization, titularització*) i de col·locar-los a través d'entitats creades per a aquesta funció entre els seus clients o d'altres institucions

financeres a qui els era transferit, doncs, el risc. Les agències de classificació (*rating*) dictaminaven sobre la bondat dels crèdits concedits al clients i sobre els títols mitjançant la probabilitat de satisfacció dels compromisos contrets, desplaçant perillosament el rol que en el passat corresponia als comitès bancaris que analitzaven la trajectòria, les garanties i els plans dels clients.

Les innovacions s'originaren sobretot als Estats Units i s'estengueren, pels mecanismes habituals de contacte, a d'altres sistemes financers. Entre els crèdits hipotecaris que després serien titularitzats, degudament trossejats, s'han distingit els crèdits *sub-prime* que van néixer cap la segona part dels vuitanta del segle passat i varen tenir un bon creixement des del 2002. Amb una pobre documentació que pogués avalar la capacitat de poder afrontar els compromisos, els manllevadors comptaven amb els seus probables ingressos o amb el valor previsible de la propietat hipotecada, gaudint de condicions especialment favorables en les fases inicials de vigència del crèdit.

Es va difondre una certa idea –més o menys recoberta per raonaments analítics– que els mecanismes propis dels mercats, sense regulacions administratives, s'adaptaria millor a la satisfacció de les necessitats de finançament del conjunt de l'economia. La idea es completava amb la creença en la inutilitat de les regulacions i del control de l'Administració, tot confiant que els mercats podrien corregir per ells mateixos els possibles excessos de les conductes habituals en una economia de mercat. Els sistemes de cobertura dels riscos i el seu trasllat cap a agents susceptibles d'assumir-los amb un risc; la seguretat que mai els moviments financers s'allunyarien massa de per on discorre l'economia real (que fixa independentment –es suposava– els resultats de la producció i del consum); la compensació de conductes basades en diferents previsions a causa de la varietat de llocs, d'indústries o d'unitats econòmiques participants en els mercats, o en tot cas, la voluntària submissió de les institucions financeres a certes normes de conducta (Basilea I, Basilea II), etc. oferien prou garanties per a la solidesa del sistema. La combinació de risc i de seguretat d'una banda i l'assumpció de criteris de rendibilitat o de liquiditat de l'altra, aconsellarien prou a les unitats participants i determinarien

que les conductes i els moviments financers que ocasionarien, es compensessin de manera adient.

No s'albirava doncs la possibilitat que el risc pogués no ser parcial sinó que pogués afectar a tot el conjunt del sistema i que per tant s'hi difongués suscitant moviments no compensables i a més de caràcter acumulatiu. En aquest supòsit, el temor dels uns augmentaria la desconfiança dels altres.

9 En situacions normals els mercats financers permeten de recuperar la liquiditat, mitjançant la venda dels actius assumits. Aquí rau la base de confiança dels agents i de les unitats participants en aquests mercats, confiança en la seva capacitat de permetre la recuperació de la liquiditat quan convingui a aquells que hi participen (és a dir, els que han prestat) i en assegurar el compromís que es contrau en el moment de col·locar els actius líquids.

Naturalment, això és així sempre que hi hagi compradors en el moment de la venda en relació al preu que hom estima adient.

Però els preus depenen dels mercats i els mercats en moment de baixa marquen valors baixos i probabilitat de noves davallades; per tant, són freqüents aquelles conductes que ofereixen actius rendibles per obtenir a canvi actius líquids o diners més segurs, tot i la seva nul·la rendibilitat; a mesura que es generalitza aquesta actitud (de preferir liquiditat), s'enfonsen els preus dels actius. A més, d'aquesta manera es va fent cada cop més problemàtica la recuperació de crèdits i préstecs concedits, un cop arribi el seu venciment, a causa de la situació. Per exemple, empreses o famílies que normalment acomplirien els seus compromisos, ara es veuen en dificultats per la paralització de l'activitat econòmica que suposa la reducció de l'activitat econòmica.

En síntesi, a causa de la seva propagació, de manera acumulativa, les dificultats per recuperar crèdits afecta a tercers que en no obtenir la liquiditat que esperaven es topen amb difícils compliments de les seves obligacions. Progressivament, aquesta lògica promou la insolvència, amb independència de les mateixes condicions pro-

ductives que permetrien les empreses. Els mercats ja no poden
fornir liquiditat.

Només queden els bancs per poder-ne fornir.

Tanmateix ara els bancs pateixen la mateixa malaltia i les seves
aprehensions sobre la recuperació del préstecs que han concedit
reblen el seu desig de liquiditat; s'hi pensen doncs abans de re-
novar o alenteixen el ritme d'atorgament de nous crèdits, ben a
l'inrevés de la seva anterior prodigalitat.

Com s'ha indicat abans, preus baixos dels actius rendibles indi-
quen costos elevats per al finançament de la inversió i per tant les
dificultats paralitzen la inversió ja de per si temorena davant dels
interrogants que obre el futur. La paralització de la inversió ho és
al capdavall de l'activitat productiva. Òbviament, la contracció de
les rendes personals dels que participen en el procés de producció
(per l'atur que s'ha creat) suposa la reducció de la demanda i em-
peny per tant cap a noves reduccions de l'activitat productiva.

El col·lapse financer desemboca per tant en una crisi de l'activitat
econòmica en general.

L'ACTUACIÓ DE LES ADMINISTRACIONS PÚBLIQUES

10. Hi ha –o hi ha hagut– qui pensa que en aquestes situacions convé esperar que la mateixa economia es refaci per ella mateixa i que els preus baixos dels actius per una banda i la tendència també a la baixa dels preus dels productes acabaran per capgirar la situació, estimulats per unes oportunitats de compra que engegaran de nou l'activitat econòmica. A més, la crisi hauria acomplert una missió exemplar –es segueix pensant–, en castigar les activitats o les operacions més arriscades, d'efectes discutibles.

El problema és que no se sap quan es donarà aquest gir en la tendència; mentrestant, se segueix contraent el volum de producció i la societat mostra els seus aspectes més desagradables i socialment inacceptables com l'atur i la manca de productes... precisament quan la capacitat de producció està parcialment sense utilitzar.

El que realment passa en canvi, repetim-ho, és que aquesta situació de prostració s'estén i es multiplica per la manca de vendes d'una empresa, d'un sector o d'un territori i això redueix els ingressos dels que intervenen en la seva producció; en conseqüència, cal esperar una nova onada de reculades de la demanada com a efecte descomptat de la reducció de la renda dels ciutadans. És segur que

aquest procés domina sobre els presumptes efectes estimuladors que es puguin atribuir a una baixa de preus.

La cosa arriba a complicar-se si aquesta baixa del nivell general dels preus persisteix i s'arriba a una situació de deflació on l'augment del valor real de les magnituds monetàries fa onerosa la càrrega dels deutes ja que el que s'ha de retornar al venciment del crèdit té un valor real superior a la quantitat que s'havia manllevat; es tracta doncs d'un fenomen invers al de la inflació (i més perillós) on la baixa real del diner fa més lleugers els deutes, tot i mantenir-se la mateixa expressió en termes de diner.

És inevitable, doncs, una actuació dels governs intentant de redreçar la situació.

11 Com abans hem fet notar, la globalització és una realitat. S'ha acceptat una certa llibertat comercial per a importar i exportar i s'han liberalitzat els moviments financers a tot el món.

Això sembla postular una coordinació en l'acció dels governs. Si dintre d'un conjunt de països que comercien entre ells, un es proposa una política expansiva, per exemple, i la resta no el segueixen en aquesta política, el dinamisme del primer implicarà una crescuda de les importacions que necessita l'expansió de la renda que pot quedar frenada per la paralització dels altres que no augmentaran al mateix ritme les seves importacions, que precisament equivalen en part a les exportacions que fa el primer.

Per tant si es vol mantenir l'activitat comercial d'aquest conjunt de països convindrà actuar coordinadament. Això és també cert pel que fa als moviments financers, que si en el passat, fins als anys setanta, estigueren regulats pels acords de *Bretton Woods*, ara es mouen autònomament travessant les fronteres. Fóra raonable, però, prendre en consideració la metodologia més prudent de *Bretton Woods*, que limitava els moviments especulatius.

Si no, la manca de coordinació i la inajornable urgència de les situacions acabarà per imposar –més enllà de les paraules– mesures de protecció per part de cada un dels governs.

A) PRIMERA SÈRIE DE PROBLEMES: LES AVARIES DEL SISTEMA FINANCER

12. Si procedim a examinar els problemes que es presenten als governs i a les administracions quan decideixen la seva intervenció, s'haurà de destriar entre diferents aspectes que es troben interrelacionats i que probablement solen requerir actuacions específiques per a cadascun d'ells de cara a la seva solució.

Una primera sèrie de problemes neixen de les avaries que presenta el sistema financer; una segona sèrie de problemes deriva de la paralització de l'activitat productiva i de l'atur que n'ha resultat.

Al començament ens hem referit al paper decisiu que juguen les institucions financeres –en particular, els bancs– en el funcionament d'una economia moderna. Keynes va destacar la importància i la significació essencial de dues magnituds: el temps i el diner. El temps, en la mesura que l'activitat econòmica, en concret la inversió –que engega els processos de producció– es reclama pel temps escolat entre iniciar els processos de producció i obtenir-ne uns resultats; el diner, perquè en moments d'incertesa, l'anhel de la seva possessió com a refugi per obtenir seguretat, interromp el normal flux de la despesa tant de consum com d'inversió.

Precisament, aquests dos conceptes, el temps i el diner, son la raó de l'existència d'un sistema financer. El seu mal funcionament és l'obstacle per excel·lència del funcionament d'una economia. La disbaixa hi ha perpetrat dues malalties: una part dels actius que posseeix el sistema bancari son de difícil recuperació immediata, i, a més, ha esdevingut una proporció entre patrimoni propi i actius massa agosarada.

En primer lloc, doncs, una part dels actius que posseeix el sistema bancari hom diu que son tòxics. Uns perquè ja fóra impensable que poguessin retornar-se al moment del seu venciment en condicions normals, és a dir, sense les previsions de contínues puges futures dels seus preus. Altres ho són pel fet que la pertorbació del mercats està convertint en irrecuperables actius que ho haguessin estat en condicions normals; és a dir, ho són com a conseqüència de la generalització de la insolvència.

És difícil conèixer el valor exacte dels actius dits tòxics perquè el seu preu depèn del mercat i precisament en moments de crisi les conductes del mercat son anòmales. En el cas de béns produïts o d'actius que siguin representatius clars de béns produïts o en procés de producció, el valor de cost n'és una guia, però tampoc això ara apareix de manera transparent. Per aquest motiu, posem per cas, ningú no gosa precisar a quant puja el valor dels actius tòxics als Estats Units i balla –per insuficient– la xifra d'un bilió de dòlars de què s'havia parlat a finals de l'any passat.

Tots els esforços es dediquen en aquests casos a no fer-los gravitar sobre les institucions financeres, ja sigui traspasant-los i assumint-los un banc creat *ad hoc* per després tractar de recuperar-los, ja sigui intercanviant-los per deute públic i tractant de fer-hi col·laborar (amb condicions envejables) el sector privat, confiant que restaurada una certa normalitat aquests se'n podria beneficiar.

La segona dificultat que pateixen les institucions financeres és la massa agosarada proporció entre patrimoni propi –és a dir, finançament obtingut sense endeutar-se– i actius, cosa que els incapacita per a la concessió de nous crèdits. Una situació sòlida situaria la relació mitjana entre capitals propis i actius en un 10 %; tanmateix els riscos actuals semblen aconsellar alguns a situar la proporció raonable en 13 o 14 %. Les mesures que solen dissenyar-se en aquests casos consisteix en que l'Administració injecti capital propi a aquestes institucions. De manera incomprendible els governs, en cas de procedir d'aquesta manera, acostumen a advertir que no pensen nacionalitzar o, si ho fan, afirmen que aviat ho deixarien de nou al sector privat. El que pot passar si no es controla és que el líquid injectat en lloc d'adreçar-se a augmentar els crèdits, vagi adreçat a resoldre la seva liquiditat.

B) SEGONA SÈRIE DE PROBLEMES: EL FUTUR DE LES INVERSIONS I ELS NIVELL D'OCUPACIÓ

13. Hem indicat abans que si una primera sèrie de problemes concerneixen les avaries que presenta el sistema financer, una segona sèrie de qüestions es refereixen

al futur de les inversions (que ara es retreuen) i del nivell d'ocupació. Són més importants i més difícils de ser abastades.

De fet les mesures preses pels governs dels diferents països s'han centrat sobretot a aconseguir reparar el mal funcionament del sistema financer; la idea de fons és que l'ajut als bancs a través de facilitats de nova liquiditat ha d'animar els mercats financers, re-fiant-se que, sense solució significativa de continuïtat, la solidesa del sistema financer podrà estimular l'activitat productiva. Tanmateix, encara que els bancs i altres institucions financeres estiguin disposades a concedir crèdits (que molts cops no és el cas, perquè ells també, com hem dit, estan afectats per la preferència per la liquiditat) i encara que les administracions públiques es proposin –i ho aconsegueixin– calmar l'avidesa per la liquiditat, no serà fàcil que els inversors beguin de l'aixeta i es llencin a nous riscos quan el seu estat d'esperit no hi està inclinat, atès que el panorama de la demanda no hi invita. Quan es tanca l'aixeta, ningú no beu; però el fet que s'obri no vol dir que la gent vagi a beure. Aquest anhel o desig de liquidat és l'altra cara d'una situació on sovinteja una carència de bones expectatives i una manca de perspectives de futur per engegar una inversió i doncs l'activitat productiva.

El salvament de les activitats bancàries ha evitat sens dubte que la insolvència acabés en fallides, però afegeix ben poc a la disponibilitat o a la capacitat dels bancs per a prestar. Destinar els fons a la mateixa economia real, directament, fóra un sistema més sòlid per evitar els pitjors riscos.

Mentre l'economia real –la producció i el consum– no pugui proporcionar al sistema financer els estris d'una activitat rendible, es fa difícil imaginar una recuperació econòmica durable. En conseqüència, potser fóra més assenyat seguir un camí invers per tal d'esperonar el nivell d'ocupació del treball i estimular els ànims dels inversors; es tractaria, en síntesi, de restaurar l'activitat productiva i la percepció de rendes per fonamentar la salut del sistema financer més que no pas de confiar en aquesta salut per estimular la producció i la generació de rendes. El mètode habitual en aquests casos es basa en l'ús de la inversió pública i de la despesa pública en general. Si la despesa pública ho és distribuïnt subvencions entre els ciutadans i les empreses, es gastarà en la mesura que els

preceptors gastin. Si les mateixes administracions públiques són les que gasten, els efectes poden ser directes. D'aquesta manera es forneixen ingressos a les famílies i a les empreses i es regenera sobre bases menys incertes el descabdellament de l'economia perquè el sistema financer veuria restaurades les fonts que garanteixen la continuïtat de la circulació financera.

La política de despesa pública massiva no ha de tenir més preocupacions de les que són raonables sobre els augments del dèficit pressupostari. Una part important d'aquest dèficit serà transitori perquè quan l'economia comenci a funcionar generarà prou ingressos de persones i empreses que acreixerà el recaptat pels impostos. Però a més, l'existència en moments de crisi –com abans s'ha indicat– de capacitat de producció no emprada i treball en atur autoritza a augmentar la demanda que arrossega la producció i ocupa nous treballadors sense el risc de tensions inflacionistes perquè el que limita la producció aquí és la demanda, i l'augment de la producció pot ser immediat, sense problemes.

14. Naturalment, els efectes a curt termini de la intervenció pública esperonant la demanda i abastant nivells de producció i d'ocupació més alts depenen del volum d'aquesta despesa. En canvi, a llarg termini, és a dir, en relació al desenvolupament econòmic, l'acció dependrà del tipus de demanda generada. Si la despesa ho és en forma d'inversió, especialment en capital fix (equipament i infraestructures) o en formació de la força de treball s'enforteix la futura capacitat de producció en disposar de més recursos o d'una més gran productivitat si la inversió incorpora canvis tècnics o processos de producció que ho faciliten. D'aquesta manera es garanteix el desenvolupament a llarg termini de l'activitat econòmica.

El que acabem de dir sobre la necessària discriminació de la despesa pública es pot generalitzar en el sentit que no tota despesa pública o privada ni tota inversió té els mateixos efectes a llarg termini sobre una economia de cara a permetre d'assegurar el seu creixement futur.

Això ens duu a dir alguna cosa sobre l'especial situació de l'economia espanyola en la crisi actual, on hi ha una notable especificitat dels seus problemes en relació als dels altres països desenvolupats. Per això, es pot dir que la crisi que pateix Espanya probablement s'hagués donat en alguns dels seus aspectes encara que no assistís a aquesta crisi mundial.

LA CRISI A ESPANYA

Escarmentats davant de perturbacions financeres precedents, els bancs espanyols s'han vist enquadrats segons les precaucions del Banc d'Espanya per tal de frenar possibles embalades: han estat obligats a fer reserves en moments de prosperitat i a manifestar en els balanços també les noves operacions que han estat fruit de les innovacions financeres que abans hem exposat. En aquest sentit, el sistema financer no s'ha vist més que marginalment afectat pels efectes inicials del daltabaix financer.

D'altra banda, el creixement de l'economia espanyola ha estat notable durant els darrers anys, per sobre del 3 per cent com a mitjana quan l'àrea de l'euro es movia entorn del 2.75. Tot amb tot, aquest creixement ha anat acompanyat d'una recrudescència del dèficit comercial fins a superar el 2007 el 10 % del PIB, ben excepcional si hom compara (per cenyir-nos a països deficitaris) amb Estats Units que ho és de l'ordre del 5 % i Gran Bretanya de gairebé el 4%. Això vol dir per tant que el conjunt d'Espanya s'ha d'endeutar per aquest valor a fi de satisfer la seva necessitat de finançament, és a dir, ha calgut acudir a l'estalvi procedent de l'exterior.

Val la pena de destacar un aspecte d'aquest creixement i és el pes anòmal de la construcció en l'economia que ha arribat a suposar del 12 al 13 % del seu valor afegit; diem anòmala perquè a la mit-

jana de la Unió Europea –a vint-i-set països– és la meitat. S’ha calculat que si s’afegeixen a la construcció activitats connexes (com la immobiliària) la xifra podria assolir el 22 %. La construcció ha donat feina al 13 % de l’ocupació, explicable pel fet que la construcció és un procés de producció que empra intensivament mà d’obra, generalment pot qualificada.

Com que la productivitat depèn sobretot de la configuració sectorial d’una economia, la presència dominant d’alguns sectors (construcció, serveis no mercantils, etc.) expliquen la mandrosa evolució de la productivitat d’aquests anys que quan ha crescut (amb dificultats pot arribar al 1%) ho ha fet per sota d’altres països (França o Alemanya doblen la xifra). Una productivitat de feble creixement no pot compensar els augments de les remuneracions econòmiques per contenir la inflació.

Les expectatives a l’alça dels preus d’un actiu, físic o immaterial, crea comportaments que preveuen la tendència alcista, estimulants de l’especulació sobre aquests actius. Aquestes conductes ofereixen un doble aspecte perquè si per una banda s’expliquen per fets econòmics d’ordre real, per una altra una part de l’explicació és netament especulativa.

Realment hi ha hagut una demanda d’estatges motivada per l’augment de la població jove i pels corrents turístics de diferent tipus. Tanmateix la base netament especulativa del fenomen ha depès dels baixos tipus d’interès que han facilitat actuacions especulatives fins avaluar molt per sobre els preus dels habitatges.

Paral·lelament, aquesta tendència i la consegüent avaluació exagerada dels actius patrimonials han estimulat el consum de forma que l’estalvi ha representat un 3-4 % de la renda, quan a la zona euro ha estat del 8-9 %. La demanda de consum ha determinat creixements de la producció tot i el caràcter negatiu de l’aportació exterior, a causa del dèficit comercial.

Es fàcil d’adonar-se que la continuïtat havia de superar tres esculls:

En primer lloc, calia aconseguir el manteniment del flux de finançament exterior que assegurés la demanda de nous crèdits al con-

sum i a les empreses; la seva interrupció posaria en dificultats a manllevadors (consumidors i empreses) i intermediaris (el sistema financer), acostumats a finançaments poc onerosos.

En segon lloc, s'havien de mantenir les expectatives a l'alça. Sobre la seva continuïtat se n'ha parlat abans en fer-ho de la inestabilitat dels fenòmens especulatiu.

Però finalment hi ha un tercera qüestió, potser la mes difícil perquè la situació de l'economia i l'estancament de la productivitat fan que el problema urgent no sigui només el de curt termini –és a dir, posar en marxa la capacitat de producció i absorbir l'atur– sinó sobretot engegar una nova orientació de la inversió que faci possible el desenvolupament, cosa que suposa un canvi en la cultura econòmica espanyola socialment i políticament dominant, que sembla tenir una tendència genètica cap al guany a curt termini.

Però aquest és un altre tema.