

# Canvi de cicle o estancament secular a l'eurozona?

*Manuel Sanchis Marco*

## 1. INTRODUCCIÓ

Canvi i volatilitat emergeixen com les paraules definitòries de l'any 2015. Molt probablement, l'any 2015 estarà marcat per l'estabilitat en el creixement global però es veurà sotmès a canvis substancials en les diferents àrees geogràfiques. L'economia mundial reprèn el pols estimulada pel xoc positiu de productivitat que suposa la caiguda del preu del cru, i les polítiques extremadament laxes dels principals bancs centrals. La imposició de tipus d'interès negatius per part d'alguns bancs centrals s'ha transmès a part de l'estructura de tipus d'interès, i ha augmentat la incertesa sobre els riscos que s'estiga consolidant l'*estancament secular*.

No sabem què ens espera després de girar l'extrem de la crisi financera global. ¿Ens trobarem enfilant un canvi de cicle politicoeconòmic que consolide els esforços realitzats, o més bé un xoc de *deflació a la japonesa*? En aquest article em limitaré a analitzar la situació econòmica global de

l'eurozona i d'Espanya. Passaré revista a les diferents generacions de models de crisis financeres i reclamaré la necessitat de completar-los amb uns altres de nous que posen més èmfasi en el paper del mercat immobiliari com a canal de transmissió dels impulsos monetaris. També em detindré a examinar la situació d'endeutament de l'eurozona i a intentar comprendre quines raons tenen els inversors per refugiar-se en els actius més segurs tot i la caiguda de la seua rendibilitat. Acabaré amb una breu reflexió sobre la fragilitat de les bases sobre les quals s'assenta el canvi de cicle econòmic.

## 2. UNA ALTRA CRISI FINANCERA MÉS O AQUESTA VEGADA ÉS DIFERENT?

Canvi i volatilitat emergeixen com les paraules definitòries de l'any 2015, en el qual sembla ser que estem girant l'extrem de la crisi financera a l'eurozona per enfilant una nova transició o canvi de cicle tant en l'àmbit polític com en l'econòmic. Encara que aquestes dues esferes se solapen i retroalimenten, em limitaré a comentar quina és la situació actual de l'eurozona, i d'Espanya dins d'aquesta, i què ens cal esperar en un futur pròxim sobre la resolució dels

Manuel Sanchis Marco és professor d'Economia Aplicada a la Universitat de València. Durant una etapa fou funcionari a la Unió Europea. Recentment ha publicat *El fracaso de las élites. Lecciones y escarminios de la Gran Crisis* (Pasado & Presente, 2014).

principals problemes econòmics i financers. Abans de llançar-nos de cap sobre aquests assumptes hauríem, però, d'aclarir almenys dues qüestions. La primera consisteix a diagnosticar el tipus de crisi financera en la qual ens trobem immersos i, la segona, a aclarir en quin de model de crisi monetària i financera s'inscriu.

Quant a la primera, Carmen Reinhart i Kenneth Rogoff (2011) han realitzat una anàlisi empírica, que cobreix 66 països i gairebé vuit segles, sobre quatre tipus diferents de crisi financera que solen presentar-se de manera lligada: impagament sobirà, bancària, canviària, i inflacionista. Reinhart i Rogoff es concentren en les crisis de deute sobirà i bancari, i així ho farem nosaltres també. En primer lloc, perquè en la nostra opinió, tant les alces inflacionistes inesperades com les crisis canviàries, que es deriven d'una aturada sobtada o col·lapse inesperat dels inversors en la confiança d'un país (*sudden stop*), precedeixen i se solen traduir després en crisis bancàries, i aquestes, al seu torn, en crisi de deute sobirà.

I, en segon lloc, perquè en el si de l'eurozona estan exclosos tant els episodis d'hiperinflació com les devaluacions competitives, cosa que no significa que siga impensable l'eixida d'algun dels seus membres (*Grexist*, *Grexident*, o *default* de Grècia). No obstant això, ha estat precisament la pertinença a la zona euro i la seua garantia d'estabilitat canviària i de preus que ha alimentat l'excés de liquiditat i el sobreendeutament del sector privat –famílies, empreses i bancs– que finalment ha contaminat el sector públic.

Així doncs, la crisi de l'euro conté aquests dos elements combinats: crisi bancària i de deute sobirà. De manera que és un error pensar que es tracta d'una crisi fiscal. Ens enfrontem a una crisi l'espoleta

de la qual és un excés de liquiditat provocat per la pertinença d'Espanya a la zona euro. Això va permetre unes condicions extremadament laxes de la política monetària, que van estar acompanyades d'una política fiscal procíclica irresponsable. Aquest context macroeconòmic va encoratjar que s'inflara el sector immobiliari i es crearen falses expectatives de negoci que, en no materialitzar-se, van contagiar l'economia real i els bancs.

Les dues recessions que van seguir han provocat una erupció de l'atur a nivells indecents, mentre que l'estoc de deute públic gairebé s'ha triplicat en percentatge del PIB (del 36,3% el 2007, al 97% el 2014). En unes altres paraules, la lentitud en el procés d'ajust macroeconòmic s'ha traduït en un creixement econòmic sense base real, és a dir, assentat en l'endeutament del sector privat i en l'emissió de deute públic. Una manera múrria de posposar els problemes que ha deixat les famílies i les empreses amb una llosa que els impedeix consumir i invertir, i que llasta el creixement de l'economia espanyola.

Quant a la segona qüestió, és a dir, discernir dins de quin model s'inscriu l'eurocrisi, comencem per assenyalar que els anomenats *models de primera generació* arranquen amb els treballs seminals de Krugman (1979) i Flood i Garber (1984). Aquests models pioners buscaven trobar una explicació a les crisis canviàries dels anys 1970 i 1980, que van llançar a perdre els acords smithsonians del 1971 i van provocar la posterior flotació generalitzada de les monedes. En aquest tipus de models, qualsevol economia amb tipus de canvi fixos i polítiques inconsistents –una política fiscal expansiva finançada mitjançant crèdit intern– provocava que, davant d'atacs

especulatiu en els mercats de divises, els bancs centrals es veieren obligats a realitzar intervencions massives per sostenir la cotització oficial i, finalment, a abandonar els compromisos canviaris i deixar surar lliurement la moneda a fi d'evitar l'esgotament de les reserves oficials de divises.

Els *models de segona generació* s'inicien a partir dels treballs de Obsfeld (1994 i 1996), Calvo (1995) i Jeanne (1995), i també persegueixen explicar crisis canviàries, encara que aquesta vegada no tinguen en compte els fonaments de les economies ni les polítiques irresponsables dels governs. Analitzen per què algunes monedes que mantenen un vincle canviari sostenible amb unes altres pateixen atacs especulatiu, malgrat això, i es veuen obligades a trencar aquest compromís canviari a causa de les expectatives que els mateixos agents es formen sobre la probabilitat de devaluació d'aquestes monedes, i que al final s'auto-compleixen.

Finalment, els *models de tercera generació* sorgeixen davant la incapacitat dels models anteriors per explicar la crisi asiàtica del 1998, que va tenir lloc en un context macroeconòmic sa i en països que havien aplicat polítiques fiscals i monetàries prudentes. Aquests models han posat l'èmfasi en l'estudi de les crisis de liquiditat que solen respondre a pànics bancaris internacionals com a efecte dels quals s'asseca la capacitat de pagament dels països i són el resultat de canvis radicals en la direcció que prenen, de manera imprevisible, els fluxos internacionals de capital. Aquesta aturada sobtada o *sudden stop* converteix el país en il·líquid en haver de fer front a unes obligacions de pagament a curt termini en moneda estrangera superiors al seu nivell de reserves oficials (Calvo, 1988 i 1998).

Un altre element important en l'anàlisi d'aquests models és el referit als mecanismes de propagació i contagi dels xocs financers entre els països d'una mateixa regió. Per això, aquests models s'han centrat en l'escàs desenvolupament, regulació i supervisió dels mercats i dels intermediaris financers; i, sobretot, en l'anàlisi del sector bancari i en la salut dels seus balanços, ja que, en un context de llibertat de moviments de capital, les crisis canviàries solen tenir el seu reflex negatiu en els passius denominats en moneda estrangera dels bancs.

D'altra banda, aquests models també aborden la manera en què una crisi bancària pot provocar una crisi canviària a partir de l'empitjorament que pateix l'Estat en la seua posició fiscal inicial. Fer-se càrrec del rescat i liquidació dels bancs insolvents pot produir un canvi en les expectatives de monetització del deute, i amb aquest, un empitjorament en les expectatives sobre els preus i, per tant, sobre el tipus de canvi. En alguns països com Irlanda o Espanya, els rescats europeus han permès allunyar, per ara, el fantasma de la crisi bancària, primer, i de l'impagament sobirà després. Però, estem davant d'una crisi financera més, o aquesta vegada és diferent?

### 3. CAP A MODELS DE CRISIS FINANCERES DE QUARTA GENERACIÓ

A la vista de tot l'anterior, queda clar que la crisi financera global del 2007 i el seu reflex negatiu a l'eurozona s'acosten més a aquesta última generació de models que a les dues primeres. No obstant això, la crisi financera (bancària i de deute sobirà) s'ha produït en el si d'una unió monetària, on

les crisis canviàries estan excloses per deficiència. A més, a diferència de les anteriors, el mercat immobiliari ha tingut un paper central, tant en la generació de la bombolla immobiliària com en la transmissió dels impulsos monetaris.

Tot això advoca per la necessitat de desenvolupar *models de quarta generació* que tinguin en compte aquests nous elements diferenciadors. Al meu parer, aquests models haurien d'analitzar el paper de les bombolles immobiliàries com a mecanismes de transmissió de la política monetària, ja siguin aquests el canal del consum o el de la inversió. Més específicament, quins són els canals de transmissió que, com en el cas del mercat immobiliari, fan arribar els impulsos de la política monetària a l'economia real, a través del sistema financer; i com la política monetària pot afectar el consum i la inversió i, al seu torn, ser afectada a través del mercat immobiliari.

Les principals forces que regeixen el creixement de la demanda en el mercat immobiliari són el creixement de la renda neta real disponible i de la població, així com la importància de les alternatives d'inversió en actius no reals, bàsicament financers. D'ací la influència de la inflació esperada, dels tipus d'interès a llarg termini ajustats a la inflació *ex post*, i, en general, dels rendiments esperats d'actius financers alternatius a la inversió en actius reals, així com uns altres factors institucionals com són els costos de transacció, la proporció d'habitatges en propietat, etc., que també tenen una incidència notable sobre els preus dels habitatges.

En efecte, els factors institucionals influeixen poderosament en el mercat de l'habitatge que, en comportar-se com un bé normal, certament reproduceix una relació

estreta entre l'augment de la renda neta real disponible i la demanda d'habitatges. El fet que l'oferta no pot reaccionar amb la mateixa rapidesa que la demanda desemboca en episodis de flamejar preus en el mercat immobiliari, per on s'ha canalitzat l'excés de despesa respecte a la capacitat de producció nacional durant les crisis de 1973-1974 i 1992-1993.

En diferents moments històrics, un creixement dels preus de l'immobiliari superior al de la renda disponible real de les famílies –juntament amb la possibilitat que aquestes obtingueren amb relativa facilitat el finançament que necessitaven–, ha alimentat forts processos especulatius en els mercats d'Espanya, el Regne Unit, Irlanda, els Estats Units i, en menor mesura, França. Per aquest motiu, el paper del Banc Central Europeu és crucial avui a l'hora de controlar aquests processos més o menys especulatius, la repercussió sobre la gestió de la liquiditat en l'economia de l'eurozona i del sector és clau. Les futures investigacions sobre els models de quarta generació han d'analitzar, per tant, la manera en què respon la inversió immobiliària davant de canvis en el tenor de la política monetària.

Cal estudiar quin dels canals tradicionals, la inversió o el consum, té un paper preponderant en la transmissió dels impulsos monetaris, així com examinar els possibles efectes de vessament que el mercat immobiliari pot tenir sobre l'economia tant a través de la influència de l'efecte riquesa sobre el consum, com de l'impacte que exerceixen sobre la inversió les expectatives dels tipus d'interès a llarg termini. La importància que els canals de transmissió tindran en cada economia serà explicada, molt probablement, per les diferències en les respostes de la inversió en el mercat immobiliari, tot i que també pel

pes que tinga el consum d'immobiliari en la demanda agregada total.

Finalment, també hem d'analitzar en quina mesura una relaxació de les condicions monetàries durant la recent crisi financera ha pogut afectar els tenidors d'hipoteques. La reducció que resulta d'aquesta relaxació probablement ha produït un alleujament substancial de la càrrega del deute entre els tenidors d'hipoteques. Això pot ser especialment cert en aquells països de la perifèria on el pes de l'habitatge sobre la riquesa neta total de les famílies és més gran; així com també en aquells on la major part dels préstecs són predominantment a tipus d'interès variables.

D'altra banda, l'aprofundiment financer a l'eurozona ha contribuït a la intermediació, per part dels bancs del centre, dels fluxos financers d'estalvi des del centre cap a la perifèria. Això ha donat lloc a una concentració de riscos, amb els seus efectes desestabilitzadors, i a una *nova trilogia impossible* a l'eurozona, segons la qual en una unió monetària on no és possible una política monetària nacional, és impossible assolir, de manera simultània i independent, la integració financera, l'estabilitat financera i la independència de la política fiscal nacional (Obsfeld, 2013). Tot això explica el renovat impuls que ha rebut la idea de creació de la unió bancària com un mitjà per trencar aquest *bucle letal* entre risc sobirà i bancari, i aconseguir una integració monetària més genuïna (Sanchis, 2014).

#### 4. EN QUINA SITUACIÓ EST TROBA L'EUROZONA?

Robert Triffin va criticar severament durant els anys 80 el funcionament del Mecanis-

me de Tipus de Canvi (MTC) del Sistema Monetari Europeu a causa del biaix deflacionista que infligia als països amb dèficit exterior. El MTC feia recaure sobre aquests la major part de l'ajust, mentre que n'alliberava els països amb superàvit corrent en eximir-los de modificar les seues polítiques macroeconòmiques i de revaluar els seus tipus de canvi. Aquesta pressió deflacionista actuava com una camisa de força sobre les economies deficitàries de la perifèria i les condemnava a créixer a taxes inferiors al seu creixement potencial. Avui en dia, l'eurozona està vivint una situació anàloga. A través de la devaluació interna que vam proposar el 2008 (Sanchis, 2008), Espanya va corregir el seu dèficit per compte corrent, tot i que ha tornat a emergir tímidament amb l'inici de la recuperació.

Encara que hi haja opinions diverses sobre el caràcter permanent o transitori d'aquesta millora, caldrà que Espanya mantinga un superàvit per compte corrent durant molts anys si vol reduir la posició d'inversió internacional neta (PIIN), que mesura el nostre deute exterior net, és a dir, actius menys passius. El PIIN se situa ara al voltant del -95% del PIB, quan els organismes internacionals consideren perillós un endeutament exterior net superior al 50%. A més, gairebé triplica el sostre màxim del -35% del PIB permès per l'anomenat *procediment de desequilibris macroeconòmics* (European Commission, 2012) que persegueix la prevenció i correcció dels desequilibris macroeconòmics, dins del *paquet de sis* (*Six Pack*), que va entrar en vigor pel desembre de 2011, i que va donar lloc al *Pacte d'estabilitat i creixement reforçat*.

Estudis recents han elaborat diferents escenaris per calcular l'impacte que la reducció del saldo per compte corrent tindria

per a Espanya sobre la reducció de l'endeutament exterior net (PIIN) fins a fer-lo convergir amb el llindar europeu mínim (-35% del PIB) establert per a aquests desequilibris. Els períodes d'ajust que han obtingut són de 20, 12, i 9 anys, segons les diferents hipòtesis establertes en cada escenari (Montoriol-Garriga, 2014).

Pel que fa a Alemanya, continua exhibint un superàvit per compte corrent del 7,6% del PIB que, malgrat les recents dificultats del sector exportador alemany, podria seguir ampliant-se fins al 8,3% i 8,2% el 2015 i 2016, respectivament (Heymann *et al.*, 2015). Això no és bo per a l'eurozona perquè, igual que passava amb el MTC del SME en els anys 80, fa descarregar tot el pes de l'ajust en els països que estan realitzant la devaluació interna. La quantia de l'ajust estaria més justament distribuïda si s'hagués articulat a Alemanya una política d'expansió salarial (Sanchis, 2013) o fiscal (Wolf, 2011), de manera que l'austeritat de la perifèria hauria estat compensada amb estímuls fiscals en les nacions creditors (De Grauwe i Ji, 2013).

Igualment, un excedent per compte corrent tan voluminós tampoc és bo per a la mateixa Alemanya quan manté, al mateix temps, una política fiscal restrictiva i una inversió pública que és la segona més baixa de l'OCDE. Aquest excés d'estalvi alemany ha fet que els capitals isquen a invertir fora d'Alemanya, primer en els antics països d'Europa de l'Est i després en el sector de la construcció dels països de l'Europa perifèrica.

Tot i que aquesta situació ha canviat en part des de 2010, continua sent molt convenient políticament per a la cancellera Merkel, almenys per dos motius. En primer lloc, perquè li evita afrontar una sèrie de

reformes estructurals que augmenten la productivitat però que són molt costoses en termes polítics i de vots. Es tracta de reformes que continuen pendents des del 2003, quan el segon govern de l'antic canceller Schröder va aplicar l'anomenada *Agenda 2000*. I, en segon lloc, perquè li permet reforçar la seua posició negociadora enfront dels països deutors de l'eurozona. L'argument és ben senzill: difícilment pot entendre el contribuent alemany que es financie amb els seus impostos la recuperació dels perifèrics quan a Alemanya continuen pendents moltes necessitats per cobrir i moltes infraestructures per renovar.

És una greu irresponsabilitat política que Merkel i Schäuble mantinguen immobilitzat aquest excés d'estalvi nacional i no el posen a treballar en inversions públiques que reposen i amplien el vetust estoc de capital públic i les deteriorades infraestructures alemanyes: autopistes, ponts, etc. D'una banda, això augmentaria l'estoc de capital de l'economia, i amb aquest, la seua capacitat de creixement a llarg termini, compensant així el deteriorament de la demografia i la menor població en edat de treballar. I, de l'altra, seria compatible amb una gestió sana de les finances públiques perquè compleix amb la seua *regla d'or*, és a dir, que l'augment de deute es compense amb augments equivalents de l'estoc de capital. A més, els costos financers derivats del major endeutament serien mínims atesos els actuals tipus d'interès negatius del deute alemany a llarg termini.

No és aquest, però, el fet més greu, sinó que el sanejament de les finances públiques a l'eurozona ha coincidit amb unes baixes expectatives d'inflació i creixement, el que ha reduït l'oferta de bons per diverses raons. La primera, perquè en aquesta fase baixa del

cicle ha disminuït la rendibilitat esperada de les oportunitats d'inversió, i això ha reduït l'oferta de bons corporatius per part d'unes empreses obstinades a desendeutar-se i que, per això mateix, no tenen bones raons per a invertir. La segona, perquè la disminució de les expectatives d'inflació ha fet caure els tipus d'interès —d'acord amb l'efecte Fisher—, i, tot i això, ha dissuadit moltes empreses d'agafar prestat perquè, amb independència que s'estiguen desendeutant, no solen haver-hi moltes oportunitats de negoci en la fase baixa del cicle. A més, la devolució dels préstecs en les condicions actuals és difícil perquè els reemborsaments contenen un elevat poder de compra. Per això mateix, la caiguda en les expectatives d'inflació ha tingut un efecte incert sobre el preu dels bons ja que, encara que haja disminuït l'oferta dels que es volen endeutar emetent bons, ha augmentat la demanda d'aquells potencials compradors de bons que esperen ser reemborsats en el futur amb un major poder de compra. I la tercera, perquè els governs han reduït substancialment els seus dèficits públics, fet que ha disminuït també l'oferta de bons públics, encara que això últim haja pogut deixar-hi més espai a l'emissió de bons privats.

Tot apunta que la contracció en l'oferta de bons combinada amb l'augment de demanda per part dels estalviadors ha pressionat a l'alça el seu preu i, per tant, n'ha fet caure la rendibilitat, o fins i tot registrar rendiments negatius. El mercat de bons ha tingut bona acollida a causa de l'augment de la incertesa en el mercat de renda variable i de la major volatilitat, cosa que ha donat lloc a uns mesos de ral·li alcista en els preus. Des de mitjan febrer, s'ha accentuat la caiguda pronunciada dels rendiments (tipus d'interès nominals) que els inversors

reclamen al deute públic d'eurozona, i els tipus d'interès reals s'han situat en nivells històricament baixos, i en ocasions negatius, tot i haver-se produït una reducció paral·lela a les expectatives d'inflació. Al març, el rendiment dels deutes sobirans alemany, francès i suís, a quatre, sis i deu anys ha registrat xifres negatives.

Els baixos tipus d'interès han influït de manera determinant en l'optimisme borsari actual que se sosté, en gran mesura, en les reduïdes taxes de descompte a les quals calculem el flux futur de beneficis de les empreses i, consegüentment, dels guanys que s'espera obtenir en borsa, ja que els tipus d'interès negatius augmenten el valor actuarial net d'aquests fluxos. Certament, els tipus d'interès pròxims o inferiors a zero estimulen l'assumpció de riscos, però així mateix són font d'instabilitat financera. Per això, alguns autors han proposat que el BCE cree diners a partir de la compra de *consols* o de deute públic sense tipus d'interès. D'aquesta manera, mitjançant una acció combinada de polítiques fiscal i monetària es podria estimular —en principi de forma il·limitada— la demanda privada, i evitar la deflació, la baixa inflació i l'estancament secular, fins i tot en una situació de trampa de la liquiditat permanent (Buiter, 2014).

## 5. ESTANCAMENT SECULAR, REPRESSIÓ FINANCERA I RISCOS MACROECONÒMICS

La situació actual segueix, per tant, una lògica tèrbola. Per què es refugien els inversors en els actius més segurs del mercat de renda fixa, com són els bons, tot i la caiguda de la seua rendibilitat? Com hem d'interpretar els nivells propers a zero o negatius en els

tipus nominals i reals actuals, i els rendiments negatius del deute públic que s'estan registrant en més de mitja dotzena de països europeus, i que han servit per revifar els índexs borsaris?

Des d'una perspectiva circumscrita als mercats financers, l'augment de la demanda de bons podria explicar-se, en primer lloc, per l'augment de l'estalvi i la riquesa. Mitjançant l'*expansió quantitativa*, la Fed ha estimulat les accions en borsa, la major part de les quals estan en mans de gent rica, i ha propiciat un efecte riquesa mitjançant la revalorització dels actius financers. A més, molt probablement, la crisi actual, en augmentar les desigualtats i la pobresa, ha fet encara més rics aquells que tenen més propensió a l'estalvi i destinen una part més gran de la seua riquesa a la inversió en actius financers.

Un segon factor explicatiu és l'existència d'expectatives de menors tipus d'interès i d'inflació en el futur, cosa que augmenta el rendiment esperat dels bons a llarg termini. Un tercer factor estaria causat per la disminució del risc associat als bons en relació amb el risc d'altres actius alternatius.

Un quart i últim factor, encara que no menor en importància, és l'allau d'estímul que els bancs centrals de la Xina, l'Índia, Suïssa i Dinamarca han instrumentat des del desembre de 2014 a fi de relaxar les seues polítiques monetàries. A això cal afegir que la Fed, el Banc d'Anglaterra i, encara que més recentment, també el BCE –amb els seus programes de *relaxació monetària* (*quantitative easing*, QE), és a dir, de compra de deute públic i bons corporatius–, han negat de liquiditat els mercats secundaris, i aquesta liquiditat acabarà en el mercat immobiliari alimentant una nova bombolla d'actius financers i reals.

Les polítiques d'*expansió quantitativa* han proporcionat una major liquiditat en els mercats, i això, al seu torn, constitueix un factor d'estímul addicional per a la demanda de bons. Al meu entendre, però, també conté algun perill perquè podria generar una guerra de divises a través de devaluacions competitives encobertes, ja que la depreciació canviària és un mecanisme eficaç per a transmetre els impulsos monetaris a l'economia real quan els tipus d'intervenció s'acosten a zero, i els tipus d'interès a llarg termini entren en zona negativa.

Des d'una perspectiva més macroeconòmica i menys acotada als mercats financers, podríem passar revista a diferents explicacions del fenomen dels tipus d'interès reals negatius. En primer lloc, els neokeynesians opinen que els tipus d'interès negatius expressen el baix nivell d'equilibri entre l'estalvi i la inversió, després de l'esclat de la bombolla immobiliària el 2008. Això s'ha traduït en una extrema debilitat de la demanda a Europa, i en la perspectiva que s'instal·le entre nosaltres l'anomenat *estancament secular* (Summers, 2013). En efecte, els rendiments negatius en el deute són causats, per una banda, per l'excés d'estalvi global, sobretot en els països emergents i en els productors de petroli, però també a Alemanya i en aquells països de l'eurozona que s'estan desendeutant i que apliquen severes mesures d'austeritat que, en els últims anys, al final han afectat la inversió pública en infraestructures, educació i investigació.

Un altre factor que deprimeix els tipus d'interès és la falta d'apetència inversora en un context en què les empreses es troben encara molt endeutades, i les rendibilitats esperades són reduïdes, com a conseqüència de les expectatives lúgubres de creixement i d'inflació. En una situació com aquesta,



en què l'excés d'estalvi privat no troba bones oportunitats d'inversió financera, és a dir, actius financers segurs i de rendibilitat suficient en els quals invertir, és lògic que els inversors canvien les seues preferències i orienten la seua demanda cap a actius considerats més segurs, com el deute sobirà. Així, els tipus d'interès d'equilibri a llarg termini es veuen pressionats a la baixa i el finançament de la inversió privada es ressenteix, fet que frena l'augment de l'estoc de capital d'una economia, i amb aquest, el creixement.

De manera que, per a alguns economistes, aquesta extrema debilitat de la demanda a Europa reclama polítiques expansives fins que l'economia arribe al seu nivell de plena ocupació (Krugman, 2014). Els estímuls de demanda són benvinguts, mentre que l'austeritat fiscal és contraproductiu llevat que genere tanta confiança que contribueisca, en termes nets, a un augment de demanda (Summers, 2014). El problema rau en el fet que, amb tipus d'interès propers a zero o negatius, com els que avui aplica el BCE, la política monetària ha perdut la seua tracció sobre l'economia i ha deixat de funcionar amb eficàcia. De manera que els gestors de la política econòmica es poden veure obligats a triar entre un període d'estancament prolongat o un de creixement amb bombolles financeres o immobiliàries.

En segon lloc, els neoclàssics mantenen que ens trobem davant d'una dècada perduda durant la qual el creixement econòmic no estarà ja impulsat per vibracions genuïnes de la productivitat, com va passar durant la *gran moderació* (1987-2007), sinó pels estímuls artificials de la demanda que abans hem assenyalat. Aquests economistes subratllen que han estat precisament aquestes polítiques de demanda excessivament laxes

—sobretot la monetària, però també les de major despesa pública corrent—, les que han fet engrossir el ja voluminós endeutament inicial d'algunes economies de l'eurozona. Per tal d'evitar que la mateixa dinàmica de desapalancament en què es troben immerses les empreses i famílies enfosquisca les expectatives de creixement, aquestes polítiques podrien estar alimentant també ara les futures bombolles en els mercats d'actius financers i reals, principalment en el mercat immobiliari (Lo i Rogoff, 2015).

La veritat és que les similituds en els moviments dels preus de l'immobiliari de fa quinze anys al Japó, i ara als Estats Units, ha fet pensar alguns autors que ens trobem davant d'una *recessió de balanç* (Koo, 2011 i 2015). Quan el preu dels actius es desploma alhora que el valor del passiu roman invariable, o augmenta per la caiguda de preus, les empreses concentren els seus esforços a reduir el seu passiu, és a dir, a minimitzar deutes i pèrdues mitjançant el reemborsament i l'estalvi empresarial, més que no a augmentar el seu actiu, és a dir, ampliar el negoci i maximitzar beneficis (Fisher, 1933). Tot i que l'Enquesta de Préstecs Bancaris del BCE acaba de registrar el primer increment de demanda de crèdit per a inversió des del 2011, és molt difícil que les empreses pensen a invertir quan estan molt endeutades, perquè el que realment els preocupa és desendeutar-se i recuperar així la seua salut financera i la seua qualitat creditícia.

De la mateixa manera, les famílies sequestrades pels deutes estableixen com a prioritat la seua devolució i restringeixen el consum d'una manera radical. D'ací que l'estratègia de Draghi comprometa el BCE a fer compres directes de valors amb el suport de deute privat per diversificar els canals de liquiditat, desencallar el crèdit, estimular

la inversió privada, generar ocupació, i impulsar el consum. Draghi dona suport a una major coordinació d'unes polítiques fiscals que siguin més favorables al creixement, redueixen impostos allà on el multiplicador siga més gran, i retallen despesa improductiva; així com també a l'ampli programa d'inversions publicoprivades de 315.000 milions d'euros del *Pla Juncker*. Tampoc s'oblida Draghi d'apressar els estats perquè apliquen reformes estructurals que corregesquen la crisi de competitivitat que pateix la perifèria de l'eurozona i que queda reflectida en l'elevat atur juvenil, la baixa creació de llocs de treball i l'envelliment de la població —ací també, i d'una manera particular, als països del centre.

De tota manera, si l'objectiu és estimular la inversió i el consum privats, tant el *pla Juncker* —de dubtosa eficàcia, a causa del seu elevat apalancament implícit—, com el *pla Draghi* i d'altres polítiques d'expansió de la demanda seran insuficients i tindran dificultats per funcionar amb el nivell actual de deute privat. És per això que seria convenient que el BCE es decidís a comprar deute de les empreses i, en la mesura del possible també de les famílies, o a arbitrar almenys mesures que alleugen la càrrega del deute que aquestes últimes suporten. Pel que fa a les empreses, quedarien d'aquesta manera alliberades de la llosa que suposa haver de fer front a tipus d'interès relativament elevats i, sobretot, de la creixent incertesa que plana sobre la renovació dels crèdits que reben dels bancs per refinançar, quan aquests es financen del BCE de manera quasi gratuïta (Sanchis, 2014b).

Millor que reduir el deute públic és plantejar en els fòrums europeus pertinents (Consell Europeu, Eurogrup, etc.) un ambició pla de reestructuració del deute per

a les empreses i famílies (Sanchis, 2015). Caldrà, per tant, seure a dialogar i arribar a acords amb els nostres socis europeus sobre aquests problemes econòmics i morals, atès que davant d'una recessió de balanç només el sector públic pot evitar l'*estancament secular* mitjançant l'estímul fiscal (Koo, 2015b).

En tercer lloc, naturalment res de tot això no és senzill, però l'alternativa a la reestructuració de deute —sobretot del sector privat— és la repressió financera que practiquen certs bancs centrals quan obliguen a comprar deute públic. N'hi ha que opinen que els baixos tipus d'interès no són tant el reflex d'expectatives negatives de lent creixement com el resultat de la mateixa repressió financera que exerceixen alguns bancs centrals per assegurar l'estabilitat financera. Tant el BCE, com la Fed i el Banc del Japó han aprovat un seguit de normes que obliguen els bancs, fons d'inversions, fons de pensions, i companyies d'assegurances a mantenir en les seues carteres percentatges elevats de deute públic.

Segons els defensors d'aquesta opinió, el que pressiona la rendibilitat dels bons a la baixa no són les paupèrrimes expectatives de creixement, sinó les distorsions que la repressió financera crea en els mercats. Un nou gir en la repressió financera podria consistir a obligar els bancs centrals nacionals de l'eurozona a comprar només el deute públic nacional respectiu, una mesura que no s'avé amb els tractats ja que aniria contra la lliure circulació de capitals, però que no es pot excloure en situacions d'excepcionalitat en països que, com Grècia, es poden veure exclosos de l'accés de liquiditat al BCE o els mercats financers.

En quart lloc, uns altres economistes sostenen que el deteriorament dels factors de creixement a llarg termini ha produït

una caiguda en l'*output* potencial. Així doncs, la baixada dels tipus d'interès són el resultat de la debilitat del creixement de la productivitat total dels factors (Gordon, 2015) i de les condicions demogràfiques adverses, és a dir, de la desacceleració de l'oferta de mà d'obra en les economies desenvolupades i, en general, de la població en edat de treballar. En la mesura que el creixement econòmic és impulsat principalment per l'augment en la productivitat total dels factors i de la població, l'actual desacceleració del creixement de la població i el seu ràpid envelliment, llevat que es compense amb fluxos d'immigració, llasta les possibilitats futures de creixement econòmic i complica la sostenibilitat financera de les pensions, ja que augmenta el deute implícit (ocult) dels estats.

Pel que fa a la debilitat del creixement de la productivitat total dels factors, alguns no entenen com és possible que el formidable auge de les tecnologies de la informació i la comunicació, que ha tingut lloc des de l'últim decenni del segle XX, no s'haja vist reflectit en increments substancials de la productivitat total dels factors i, per tant, en unes taxes de creixement econòmic més vives que les actuals i les que s'esperen. En realitat, aquesta paradoxa ja es va explicar a la fi dels vuitanta quan els americans es preguntaven per què després de 20 anys invertint en ordinadors, aquest esforç inversor no quedava reflectit en augments de productivitat.

La raó per la qual canvis amplis en la inversió causaren només increments petits en la producció era que la inversió era solament una fracció relativament petita del PIB; i, a més, que el producte marginal del capital era també reduït i, per tant, el rendiment de l'impressionant esforç inversor en ordinadors era, en termes de PIB,

relativament baix. L'estoc de capital real en ordinadors es va multiplicar per 30 de 1965 a 1986 i, no obstant això, en aquest últim any només representava el 6% del PIB dels EUA. Per tant, si el producte marginal del capital era del 0,15, la contribució dels ordinadors a l'augment del PIB resultava ser inferior a l'1% (Romer, 1988).

Hi ha, finalment, qui pensa que l'acumulació de riscos reals i incerteses podria provocar una caiguda en els tipus d'interès reals en el terreny negatiu (Rogoff, 2015). Per exemple, una crisi financera a la Xina o als països emergents, o que les injeccions massives de liquiditat a l'eurozona resultaren ineficaces –que generarien major volatilitat–, o que els riscos reals que els conflictes geopolítics actuals –com els de Rússia/Ucraïna i Síria/EI– revertisquen la caiguda en el preu del cru i deriven en un xoc negatiu de productivitat.

En el cas d'un augment del risc i la incertesa, el desig d'allunyar de les inversions més volàtils pesaria en l'ànim de l'inversor que buscaria actius més segurs i de major qualitat (*fly-to-quality*). Això faria que s'inclinara pels bons abans que per les accions, tot i que no constitueixen una cobertura perfecta davant el risc i que, quan es tracta d'invertir en bons a venciments llargs, el risc és sempre fins i tot més gran que la inversió en accions.

## 6. COM A CONCLUSIÓ: LA FRAGILITAT DEL CANVI DE CICLE ECONÒMIC

La primavera de 2015 és difícil saber del cert si l'economia de l'eurozona es troba en aquest punt d'inflexió que inaugura cada nou cicle econòmic. Certament, la

conjuntura ha millorat lleugerament, els Estats Units han crescut amb més vigor en gran part per causa de les polítiques expansives aplicades, que s'han traduït en un dòlar feble davant l'euro. Això ha canviat ara que l'eurozona ha començat a aplicar també polítiques més expansives que debiliten l'euro, en mínims respecte dels últims onze anys.

Amb un euro més barat, s'espera que l'economia de l'eurozona cresca un 1,5 aquest any i un 2% el 2016, però un euro feble també farà que les grans corporacions no financeres americanes, amb un romanent de liquiditat considerable i amb un dòlar fort, s'interessin en la compra d'empreses europees a bon preu. D'altra banda, la recuperació econòmica als Estats Units s'està consolidant i la dependència energètica s'ha reduït amb el gas d'esquist, cosa que ens ha portat a una major fortalesa del dòlar, fet que pot portar la Fed a endurir la seua política monetària al setembre. Però si l'eurozona pateix algun accident de trajecte i no es recupera, tindrem més incertesa i volatilitat.

Són diversos els factors que van a estimular el creixement en conjunt a l'eurozona, i a Espanya en particular, com ara el xoc de productivitat positiu derivat de la caiguda en el preu del petroli, tot i que aquesta caiguda siga compensada per la debilitat de l'euro. També la política de baixos tipus d'interès del BCE i l'ordre de compra de 100.000 milions de deute públic que executarà el BCE fins al 2016, i és possible que s'estenga fins al 2017, ja està tenint efectes positius importants sobre l'evolució econòmica. D'una banda, ha repercutit en una major debilitat de l'euro que millora la competitivitat de tots els països de l'eurozona i estimula les seues

exportacions i el seu creixement, i facilitarà el reemborsament del deute exterior.

D'altra banda, s'està traduint en retallades de tipus en el mercat secundari, i aquestes, al seu torn, en un menor cost per a les noves emissions dels estats, cosa que alleujarà la càrrega per interessos dels països més endeutats, com Espanya. A més, l'impacte sobre la rebaixa de l'euribor i el fet que registre tipus d'interès negatius, com ha començat a ocórrer al final d'abril, es traduirà tard o d'hora en rebaixes substancials en el pagament de les hipoteques. De manera que, a diferència d'altres països, els impulsos monetaris del BCE tindran a Espanya una transmissió més directa fins a l'economia familiar ja que al voltant del 86% de les llars tenen l'habitatge en propietat, i gairebé un terç d'aquestes mantenen hipoteques pendents de pagament, de les quals al voltant del 90% són a tipus variables. Finalment, proveirà de més liquiditat als bancs, fet que pot crear més incentius perquè compren bons corporatius o donen més crèdits a les pimes i a les famílies.

Als Estats Units, els desequilibris s'han corregit amb més rapidesa que a l'eurozona, però l'actual recuperació també exhibeix alguns signes de fragilitat. La retirada progressiva d'estímuls a l'economia nord-americana (*tapering*) està sent instrumentada amb molt de compte i té els seus riscos. A més, les últimes taxes trimestrals de creixement del PIB, en llançar dubtes sobre la seua fortalesa, han donat més d'un ensurt als mercats.

La correcció a l'eurozona ha trigat anys a la vista de com ha tardat a arribar la relaxació quantitativa, i com s'hi han allargat els terminis acordats per a la construcció de la unió bancària. Els desequilibris s'estan corregint lentament, com a Espanya, o bé continuen agreujant-se, com a Grècia,

encara que també a Alemanya. Aquesta darrera espera seguir ampliant el seu superàvit per compte corrent fins al +8,3% el 2015, un nivell molt superior al sostre del +6% permès en l'anomenat *procediment de desequilibris macroeconòmics*.

No obstant això, si deixem de banda el disseny calamitos de la unió monetària, el problema de fons de l'eurozona continua sent l'endeutament privat i públic que restringeix la nostra capacitat per créixer i ens obliga a avançar en la consolidació fiscal en un context de creixement anèmic, taxes d'atur socialment intolerables, salaris reals deprimits, i una preocupant falta d'apetència inversora i de consum per part del sector privat. Una possible solució consistiria en l'eventual reestructuració del deute públic i privat. A la vista dels interessos en joc i de l'impacte que podria desencadenar sobre els fluxos de capitals i l'oferta de crèdit, caldria que aquesta reestructuració no només fóra políticament realitzable, sinó també econòmicament eficient, i s'aplicara mitjançant regles i procediments acuradament dissenyats per tal de no agreujar els problemes que pretén resoldre, ni conduir a noves crisis bancàries. □

*Traducció d'Amaia Crespo*

#### REFERÈNCIES BIBLIOGRÀFIQUES

BAILY, M. N.; R. J. GORDON (1988): «The Productivity Slowdown, Measurement Issues, and the Explosion of Computer Power», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2, Brookings Institutions, Washington, D. C., pp. 347-420.

BUITER, W. (2014): «The Simple Analytics of Helicopter Money: Why It Works – Al-

ways», *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, vol. 8, pp. 2014-2028.

CALVO, G. A. (1988): «Servicing the Public Debt: The Role of Expectations», *American Economic Review*, vol. 78, núm.4, pp. 647-661.

CALVO, G. A. (1995): «Varieties of capital-market crisis», *Working Paper*, University of Maryland, College, Park.

— (1998): «Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops», *Journal of Applied Economics*, vol. 1, núm. 1, pp. 35-54.

DE GRAUWE, P.; Y. JI (2013): «The Legacy of Austerity in the Eurozone», *CEPS Commentary*, CEPS, Bruselas, 4 octubre.

EUROPEAN COMMISSION (2012): «Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances», *European Economy – Occasional Papers*, núm. 92, febrer.

FLOOD, R. P.; P. M. GARBER (1984): «Collapsing exchange-rate regimes: some linear examples», *Journal of International Economics*, vol. 17, pp. 1-13.

FISHER, I. (1933): «The debt-deflation theory of great depressions», *Econometrica*, vol. 1, núm. 4, pp. 337-357.

GORDON, R. J. (2015): «US Economic Growth is Over: The Short Run Meets the Long Run», *Growth Convergence and Income Distribution: The Road from the Brisbane G-20 Summit*, Think Tank 20, pp. 185-192.

HEYMANN, E.; H. PETERS; O. RAKAU (2015): «German exporters facing strong headwind despite softer euro», *Focus Germany*, Deutsche Bank, 30 març, pp. 1-16.

JEANNE, O. (1995): «Are currency crisis caused by the fundamentals or by self-fulfilling speculation? A test», *Working Paper*, ENPC-CERAS, París.

KOO, R. C. (2011): «The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics»,

- Real-World Economic Review*, núm. 58, pp. 19-37.
- KOO, R. C. (2015a): *The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap: A Hazardous Road for the World Economy*, Singapur, Wiley & Sons, 320 pp.
- (2015b): «El efecto de la compra de deuda en la economía real será escaso o nulo», *El País*, 17 de gener.
- KRUGMAN, P. R. (1979): «A model of balance-of-payments crisis», *Journal of Money Credit and Banking*, vol. 11, núm. 3, pp. 311-325.
- (2014): «Four observations on secular stagnation», a C. Teulings, R. Baldwin (eds.): *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, Londres, CEPR Press, pp. 61-68.
- LO, S.; K. S. ROGOFF (2015): «Secular stagnation, debt overhang and other rationales for sluggish growth, six years on», *BIS Working papers*, núm. 482, BIS, Basilea, gener.
- MONTORIOL-GARRIGA, J. (2014): «Corrección del déficit exterior: luces y sombras», *Dossier Perspectivas 2015 – Informe Mensual*, núm. 385, La Caixa Research, desembre, pp. 38-39.
- OBSTFELD, M. (1994): «The logic of currency crisis», *Cahiers Économiques et Monétaires*, Banque de France, vol. 43, pp. 189-213.
- (1996): «Models of currency crisis with self-fulfilling features», *European Economic Review*, vol. 40, núm. 3-5, abril, pp. 1037-1047.
- (2013): «Finance at the center stage: Some lessons of the euro crisis», *European Economy, Economic Papers*, núm. 493, DG ECFIN, Brusel·les, abril, 77 pp.
- REINHART, C. M.; K. S. ROGOFF (2011): *Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera*, Madrid-Mèxic, Fondo de Cultura Económica.
- ROGOFF, K. S. (2015): «¿Por qué divergen las acciones y los bonos?», *El País*, 22 de març.
- ROMER, D. (1988): «Comments and Discussion», a M. N. Baily, R. J. Gordon: «The Productivity Slowdown, Measurement Issues, and the Explosion of Computer Power», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2, Washington D.C., Brookings Institutions, pp. 425-428.
- SANCHIS, M. (2008): «Washington, Economía de vuelo sin motor», *El País*, 19 d'octubre.
- (2013): *The Economics of the Monetary Union and the Eurozone Crisis*, Springer Brief in Economics, Springer, Heidelberg, 109 pp.
- (2014a): *El fracaso de las élites. Lecciones y escarmientos de la Gran Crisis*, Barcelona, Pasado & Presente, 344 pp.
- (2014b): «¿Estancamiento secular?», *Cinco Días*, 12 de desembre.
- (2015): «Las élites a examen», *El País*, 26 de febrer.
- SUMMERS, L. H. (2013): «IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer», IMF, Washington, D. C., 8 de novembre.
- (2014): «US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bounds», *Business Economics*, vol. 49, núm. 2, National Association for Business Economics, pp. 65-73.
- TEULINGS, C.; R. BALDWIN (eds.) (2014): *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, Londres, CEPR Press.
- WOLF, M. (2011): «How to keep to euro on the road», *Financial Times*, 4 d'octubre.

NOTA DE L'AUTOR: Agraesc a la professora Isabel Giménez Zuriaga els seus valuosos comentaris a una versió anterior a aquesta final, qualsevol error que hi subsistesca és de la meua exclusiva i entera responsabilitat.