

## EL PANORAMA MACROECONOMICO DE LA ECONOMIA OCCIDENTAL Y LA CRISIS FINANCIERA

Antonio Argandoña

La finalidad de los IESE Occasional Papers es presentar temas de interés general a un amplio público.

**IESE Business School – Universidad de Navarra**

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

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

Copyright © 2009 IESE Business School.

# EL PANORAMA MACROECONOMICO DE LA ECONOMIA OCCIDENTAL Y LA CRISIS FINANCIERA

Antonio Argandoña<sup>1</sup>

## Resumen

Las crisis y las recesiones no aparecen súbitamente: las claves de cada etapa del ciclo económico se encuentran en las fases anteriores. Esto se ha vuelto a cumplir en la crisis financiera de 2007. El objeto de este artículo es mostrar cómo un largo período de estabilidad macroeconómica, alto crecimiento y bajos tipos de interés generaron la burbuja inmobiliaria que está en el origen de la crisis. ¿Por qué se produjo aquella etapa de política monetaria permisiva, dinero barato, especulación en los mercados inmobiliarios y optimismo? ¿Fue la crisis el resultado inevitable de los desarrollos anteriores? Y, ¿volverán a presentarse esas circunstancias, una vez que hayamos salido de la recesión?

**Palabras clave:** crisis financiera, recesión, innovaciones financieras, hipotecas *subprime*.

<sup>1</sup> Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Barcelona. Profesor Ordinario y titular de la Cátedra "la Caixa" de Responsabilidad Social de la Empresa y Gobierno Corporativo del IESE, Universidad de Navarra, y Catedrático de Fundamentos de Análisis Económico (en excedencia) y Académico Numerario de la Reial Acadèmia de Ciències Econòmiques i Financeres. Es autor de numerosos libros y artículos sobre macroeconomía, economía española y europea, y ética aplicada a la economía y a la empresa.

# EL PANORAMA MACROECONOMICO DE LA ECONOMIA OCCIDENTAL Y LA CRISIS FINANCIERA

## Introducción<sup>1</sup>

Las crisis y las recesiones no aparecen súbitamente. Las claves de cada etapa de un ciclo económico se encuentran en las fases anteriores: son los excesos cometidos en el auge los que acaban haciendo inevitable la recesión. Y esto se ha vuelto a cumplir en la crisis financiera de 2007: un largo período de estabilidad macroeconómica, alto crecimiento y bajos tipos de interés generó la burbuja inmobiliaria y los errores financieros que acabaron en una grave crisis.

Este artículo tiene por objeto describir la evolución de la economía mundial en los primeros años del siglo XXI, para entender cómo se gestaron la crisis financiera y la recesión. Por crisis financiera entendemos la situación en la que está en peligro la supervivencia de un número importante de entidades financieras, hasta el punto de comprometer el funcionamiento de todo el sistema. La recesión se caracteriza por el deterioro importante de variables como el producto, el empleo y la inversión; puede ser una consecuencia de la crisis financiera, pero también puede deberse a otras causas.

Nuestro punto de vista será, principalmente, el de la economía de Estados Unidos, porque no se puede entender lo ocurrido en los últimos años si no es a partir de la economía norteamericana. No obstante, haremos referencia a otros países, conforme vayan apareciendo en nuestro análisis. Explicaremos primero los años de bonanza en que se gestaron las condiciones que hicieron posible (¿inevitable?) la crisis. No detallaremos el desarrollo de la crisis financiera y de la recesión, ni las medidas aplicadas por los gobiernos y bancos centrales para hacerles frente, que son objeto de otros artículos de este número de *Paradigmes*, sino que, dando por supuesto que el lector los conoce ya, haremos un ejercicio de “economía ficción” para intentar explicar cuál será el entorno en que se moverá la economía mundial después de la crisis y, en concreto, si se puede repetir la situación que condujo a la crisis.

---

<sup>1</sup> Este trabajo forma parte de las actividades de la Cátedra “la Caixa” de Responsabilidad Social de la Empresa y Gobierno Corporativo del IESE. Próxima publicación en *Paradigmes*.

## El entorno anterior a la crisis financiera

Los años que siguieron a las crisis del petróleo de los setenta y a los ajustes de los primeros ochenta fueron los de la “gran moderación”: un período de expansiones largas, recesiones suaves y tasas de inflación bajas –aunque otras variables, como el saldo por cuenta corriente, el déficit público y los tipos de cambio se comportaron con menos moderación. No faltaron crisis, como la caída de las bolsas en 1987, la de Japón en los años noventa, las convulsiones del Sistema Monetario Europeo (1992-1993), de México (1994), asiática (1997), de Brasil y Rusia (1998), de Argentina y el fin de la burbuja de las punto.com (2001), pero, en general, los resultados económicos fueron buenos: el conjunto de los países de la OCDE creció un 3% anual entre 1984 y 2006.

Esa larga bonanza puede atribuirse a la ausencia de perturbaciones graves (por ejemplo, en los precios del petróleo), y, sobre todo, a los bajos tipos de interés que persistieron durante años, y que cabe atribuir a dos causas: 1) la abundancia mundial de ahorro, no sólo en países tradicionalmente austeros como Japón y Alemania, sino también en los emergentes, encabezados por China y los productores de petróleo, y 2) la política monetaria expansiva practicada en Estados Unidos. Pero esto merece una explicación, porque ésta es, probablemente, la causa última de la crisis actual.

Es frecuente que los períodos de alto crecimiento y abundante liquidez acaben en una inflación creciente. Esto no ocurrió en los años de la “gran moderación”, porque los costes laborales estuvieron muy contenidos: desde la década de los ochenta se habían incorporado al mercado mundial miles de millones de personas que antes estaban fuera de él, por el aislamiento de los países comunistas o por las políticas cerradas de los países asiáticos y latinoamericanos. Esa moderada inflación (2,4% en Estados Unidos y 1,9% en la zona euro, en 1995-2007) explica que los bancos centrales no elevaran los tipos de interés, y esto alargó la bonanza.

Pero ése era también el marco ideal para la creación de burbujas –crecimiento de los precios de un activo no justificados por las variables fundamentales. A finales de los noventa tuvo lugar la burbuja de las punto.com en la bolsa, que explotó en 2000, provocando una recesión. Pero la Fed tenía la receta para salir de ella cuanto antes: reducir rápidamente los tipos de interés. Y así lo hizo: el tipo de interés de los fondos federales, que es el que utiliza la Fed para controlar la política monetaria, bajó en un año del 6,5% al 1,75%.

Los bajos tipos de interés alentaron el endeudamiento de las familias, el consumo y la demanda de viviendas: la recuperación se consolidó. Pero la Reserva Federal siguió bajando los tipos nominales de interés hasta el 1,0% en junio de 2003, y mantuvo negativos los tipos reales hasta finales de 2005, por las dudas sobre la fortaleza de la recuperación y el miedo a una deflación. De este modo, la fase expansiva del ciclo se convirtió en euforia. Se creó una burbuja global en el mercado inmobiliario: los precios de las viviendas crecieron entre 1997 y 2007 un 401% en Sudáfrica, 220% en Irlanda, 195% en España, 174% en Australia, 150% en Francia y Suecia y más del 100% en Estados Unidos.

Y esta política anómala se repitió en otros países: el Banco Central Europeo mantuvo también sus tipos de interés a un nivel demasiado bajo, quizá por temor a que una política más restrictiva fortaleciese demasiado el euro, que ya se estaba apreciando. Y Japón continuó manteniendo los tipos entre el 0 y el 0,5% en esos años.

Más gasto y menos ahorro implican un elevado déficit por cuenta corriente (el saldo medio entre 2002 y 2007 fue del 5,3% del PIB en Estados Unidos; del 5,4% en Australia; del 5,8% en

España, y cifras mayores en Nueva Zelanda, Hungría, Portugal y Grecia, hasta el 11,6% en Islandia), y un recurso abundante a la financiación exterior, que en Estados Unidos llegaba sobre todo de los países productores de petróleo y de China, que evitaba la apreciación de su moneda mediante la compra masiva de dólares. Estos desequilibrios exteriores no eran sino otra cara del crecimiento del consumo, de la construcción y de la inversión en los países deficitarios. Los bajos tipos de interés en Estados Unidos explican también la intensa depreciación del dólar (más del 65% frente al euro entre 2001 y 2007).

Un efecto no esperado del dinero barato fue desviar la demanda de activos rentables hacia los mercados de primeras materias y alimentos. El petróleo pasó de 20 dólares el barril en 1998 a 147 dólares una década después, y los precios de los minerales crecieron un 230% en ese período. La causa de esa evolución fue el fuerte crecimiento de la demanda mundial, liderada por China e India y secundada por otros países, emergentes y avanzados, pero también se debió a la insuficiencia de la capacidad de oferta, cuyas causas fueron muy variadas: los bajos precios del petróleo en la década de los ochenta habían desanimado la prospección y la apertura de nuevos pozos; los costes de prospección y explotación habían crecido, por causas técnicas y por exigencias medioambientales y, finalmente, buena parte de esas inversiones tenían que llevarlas a cabo empresas públicas de los países productores, que constituían una fuente importante de ingresos para sus gobiernos, pero que no ocupaban un lugar destacado en sus prioridades de gasto. Pues bien: a todos esos efectos hay que añadir una desviación de recursos financieros hacia las inversiones en primeras materias, buscando la rentabilidad que no obtenían en otras colocaciones. Y esto influyó también en la cotización del petróleo (y de otras primeras materias), a través de la política de fijación de precios de Arabia Saudita.

Finalmente, la expansión se generalizó: la elevada actividad económica impulsó las exportaciones y el PIB de los países emergentes, que se beneficiaron también de la entrada de capitales, fruto de los bajos tipos de interés y de la reducción de su prima de riesgo, debida a las políticas ortodoxas que venían practicando desde las crisis de la década anterior.

El otro gran componente del marco previo a la crisis fueron las innovaciones financieras. Para que se forme una burbuja, además de liquidez abundante y bajos tipos de interés, hacen falta nuevas oportunidades que provoquen el crecimiento del precio de algún activo: y esto suele ser posible gracias a alguna innovación financiera. En la época que nos ocupa fueron el auge de las hipotecas *subprime*, la titulización y el desarrollo del sistema financiero “en la sombra” las que hicieron posible la burbuja –y las que, cuando estalló, agravaron la crisis. Pero, como hemos dicho antes, dejamos este apartado, así como el desarrollo de la crisis y las medidas tomadas por los gobiernos y los bancos centrales, a otros artículos.

## El marco futuro

¿Cómo será el entorno macroeconómico después de la crisis y la recesión actuales? ¿Es previsible que se repitan las condiciones que llevaron a la situación actual?

Se supone que los economistas sabemos hacer predicciones condicionales, del tipo “si pasa A (y todo lo demás permanece constante), pasará B”. El problema es que no sabemos qué es A, porque los gobiernos y los bancos centrales están tomando nuevas medidas conforme van apareciendo nuevos problemas. Y, además, nada es constante. Lo más probable es, pues, que en las condiciones actuales, cualquier ejercicio de prospección esté condenado al fracaso. Podemos intentar, sin embargo, algunas reflexiones, que exponemos a continuación.

A principios de 2009, los gobiernos están tomando medidas en dos frentes: 1) contener la recesión e impulsar la recuperación, y 2) detener la crisis financiera (un tercer frente, el de preparar el marco institucional, regulatorio y legal del sistema financiero en el futuro está todavía en fase de estudio). En el primer frente, la política monetaria no resulta útil en el contexto actual; por tanto, los gobiernos confían en la política fiscal, pese a los interrogantes que plantea sobre su eficacia, el retraso con que se notarán sus efectos sobre la producción y, sobre todo, el impacto de la emisión masiva de deuda pública sobre los tipos de interés y, por tanto, sobre la financiación del sector privado.

El futuro próximo –digamos los próximos tres años– dependerá de la evolución de la recesión y de la eficacia de las medidas que están tomando los gobiernos. Más allá de ese plazo, la situación del marco macroeconómico mundial que aquí nos ocupa vendrá condicionada por unos cuantos factores:

- 1) ¿Volverá a repetirse un entorno de bajos tipos de interés? En el corto plazo, la respuesta parece ser afirmativa, dada la formidable creación de liquidez mundial a cargo de los bancos centrales. Pero esa liquidez se queda en el balance de los bancos, donde cumple una función de precaución, y será innecesaria cuando los mercados se recuperen. La clave estará entonces en la capacidad y voluntad de los bancos centrales para retirarla a tiempo. Técnicamente no deben tener dificultades para hacerlo, pero el retraso y las dudas sobre la recuperación, y las presiones de las entidades y sectores menos dinámicos, pueden devolvernos a un entorno de tipos de interés demasiado bajo. O, más probablemente, a una aceleración de la inflación cuando la recuperación se consolide, aunque se supone que los bancos centrales habrán aprendido las consecuencias de una política monetaria demasiado permisiva durante demasiado tiempo.
- 2) Un elemento nuevo en el entorno futuro será el crecimiento del gasto y del déficit público, que no desempeñaron un papel significativo antes de la crisis (salvo por la contribución al saldo por cuenta corriente). Ahora, muchos gobiernos están sacrificando la disciplina fiscal en aras de una recuperación inmediata de la demanda agregada, pero los costes de estas medidas se manifestarán a medio plazo. El más importante será el encarecimiento del crédito, por el crecimiento de la demanda mundial de fondos y por la prima de riesgo.
- 3) ¿Volveremos a ver las altas tasas de crecimiento de los últimos años? Probablemente, no, durante bastante tiempo. Por el lado de la demanda, el consumo se moderará, al menos en los países más afectados por la recesión, como España. Las familias tendrán que reducir su endeudamiento, lo que supondrá una mayor propensión al ahorro, al menos durante unos años. Si los tipos de interés son más altos, como hemos apuntado, la demanda de crédito para consumo será también menor. La atonía del mercado inmobiliario durará aún varios años, hasta que se reduzca el stock de viviendas no vendidas.

La demanda de inversión también se moderará, por el menor crecimiento del consumo y los tipos de interés más altos. En cuanto a las exportaciones, si el crecimiento mundial sigue siendo bajo, no serán un motor importante, a menos que se recupere la capacidad competitiva del país vía moderación de costes, aprovechamiento de sus ventajas comparativas e innovación.

- 4) A medio y largo plazo, la estructura de la producción cambia continuamente. Después de la crisis, el sector inmobiliario, el de la construcción y el financiero deberán reconducirse hacia dimensiones más sostenibles. Qué otros sectores tomarán el relevo dependerá de la estructura y condiciones de cada país, sobre todo de su capacidad de generar iniciativas emprendedoras y de la flexibilidad para desplazar recursos hacia los sectores con futuro. De ahí la importancia de las reformas estructurales: competencia, desregulación, flexibilidad del mercado de trabajo, fomento del capital humano y de la innovación, etc.
- 5) En el largo plazo, la clave del crecimiento de un país es su tasa de crecimiento potencial, que depende de dos variables: la oferta de mano de obra (que probablemente será menos dinámica, por el impacto de la recesión sobre la inmigración) y su productividad que, a su vez, depende de variables como la dotación de capital físico y humano, la tecnología, su capacidad innovadora, etc. Superada la recesión, muchas de esas variables volverán a su tendencia pasada, aunque es probable que se produzcan cambios significativos: aumentarán, por ejemplo, las regulaciones en el sector financiero; los tipos de interés y las primas de riesgo serán más altas; el volumen de crédito no crecerá como antes y, por tanto, la formación de capital será menor. En resumen, es probable que la capacidad de crecimiento sea más moderada que cuando la vivienda lideraba la economía.
- 6) ¿Se reducirán los desequilibrios mundiales, y en concreto el desfase entre el ahorro de unos países y el gasto de los otros? Es probable que sí, pero de una manera limitada. Por el lado de los que ahora tienen cuentas corrientes negativas, el mayor ahorro de las familias se verá compensado por el desahorro de los gobiernos; el resultado puede ser ambiguo. El ajuste dependerá de la velocidad de caída de la renta (en España, la recesión es casi la única vía de ajuste del saldo exterior) y de los movimientos de los tipos de cambio. La evolución de éstos es poco previsible, más allá de la esperada tendencia a la depreciación del dólar para atraer los capitales necesarios para sus políticas de estímulo y moderar su déficit por cuenta corriente.

Del lado de los países ahora con superávit, el ahorro de los emergentes se verá reducido por la recesión, y es probable que en el futuro sea menor, si, por ejemplo, el crecimiento del consumo se acelera en China. También los países productores de petróleo reducirán sus excedentes a corto plazo, aunque pueden aumentarlo a más largo plazo, como veremos más adelante. Es probable, con todo, que cambie el mapa de países proveedores y demandantes de fondos. Las políticas fiscales expansivas de muchos países exigirán entradas de capitales netas, que sólo serán posibles si sus saldos por cuenta corriente son negativos, y esto contribuirá a la elevación de los tipos de interés a nivel global. Y si la demanda mundial de activos seguros (deuda pública) sigue siendo alta, es probable que el déficit corriente norteamericano vuelva a ser elevado, sin que esto represente un problema para la economía mundial.

- 7) Los precios del petróleo volverán a recuperarse cuando lo haga la demanda, y entonces se agudizará la escasez de oferta, acentuada por la actual fase de precios bajos y las insuficientes inversiones en prospección y explotación. Es probable, pues, que la tendencia a un petróleo más caro se acelere en el futuro.

- 8) En los debates recientes se han hecho predicciones que pertenecen al campo de la economía ficción: por ejemplo, el desmantelamiento de la zona euro o su abandono por parte de algún país. Esto es muy poco probable, porque los costes de credibilidad de sus políticas y su prima de riesgo serían prohibitivos. Otra cosa es que los países de la zona euro sean capaces de poner en práctica nuevas políticas, desde la liberalización de sus mercados hasta mecanismos únicos o más coordinados de supervisión y regulación financiera: el dinamismo del Viejo Continente seguirá siendo reducido.

Estados Unidos viene perdiendo peso en la economía mundial, y es previsible que esa tendencia continúe, en beneficio no de Europa ni de Japón, cuyas fortalezas no saldrán mejoradas de la recesión, sino de los emergentes, sobre todo China e India, aunque ambas presentan incógnitas importantes: la sostenibilidad política, la paz social y la transición pacífica a la democracia (si es que se produce) del régimen chino, los desequilibrios sociales, económicos y políticos de India, el declive de Rusia...

- 9) La crisis financiera de 2007 no ha sido una crisis del capitalismo, pese a las reacciones que ha provocado: hoy por hoy, desacreditado como está, sigue siendo la mejor alternativa disponible. Es probable que la recesión acentúe el proteccionismo, intervencionismo y nacionalismo económicos, pero esto sólo puede perjudicar la capacidad de crecimiento mundial.
- 10) Uno de los sectores más afectados por la crisis de 2007 será el de la ciencia económica. No se trata ya de si volvemos o no a Keynes, sino de la puesta en duda de los supuestos de nuestros modelos. No sabemos por dónde irán los nuevos enfoques, pero, sin duda, se van a producir cambios importantes.

## Conclusiones

Pocos expertos previeron con antelación la recesión actual. Y esto es razonable: la política practicada, no muy contractiva, no justificaba la recesión que se ha producido. Pero no contábamos con un factor nuevo: la crisis financiera. Esta fue prevista por unos pocos, que se dieron cuenta de que el crecimiento del crédito inmobiliario era insostenible, y de que el balance de muchas instituciones financieras escondía riesgos nuevos. Pero no resultaba fácil, a partir de los problemas de algunos países o instituciones, predecir una crisis sistémica y globalizada –al menos esto no era predecible hasta que empezó a aumentar la morosidad de las hipotecas de alto riesgo, a principios de 2007.

En las páginas anteriores hemos explicado el entorno macroeconómico y financiero en que se movía la economía global y su conexión con la crisis. A posteriori resulta fácil entender cómo los bajos tipos de interés, la abundancia de liquidez, la creación de oportunidades de beneficio que condujeron a las burbujas y los errores de política desembocaron en una crisis financiera primero y en una profunda recesión después. De todos modos, lo importante no es encontrar culpables, sino, sobre todo, introducir las reformas necesarias para que la crisis no vuelva a ocurrir. Aunque, a la vista de la historia de los dos últimos siglos, la mejor profecía que podemos hacer es que la crisis se repetirá, porque el hombre es el único animal que tropieza muchas veces en la misma piedra. Lo máximo que podemos esperar es que el próximo tropiezo tarde mucho en producirse, y que sus consecuencias sean menos negativas que las de la crisis actual.