

# La situació de l'economia mundial: hem superat la crisi?

Joaquim Ferran (\*)

## Abstract

*Financial markets all over the world suffer from instability and turbulence unknown in decades. Starting in South East Asia, the peak was reached with the Russian debt moratorium. However the real economies have stayed strong, except in Asia which is undergoing a deep recession. Problems in Asia have not decelerated growth in North America and Europe. World growth outlook is still predicted as positive, with improvements in Asia counterbalanced by slower growth in North America and Europe. Complacency can be risky, because of economic policies followed by individual countries such as Japanese deflation, risk averse capital markets, protectionism, and excessively expansive monetary policies. The crisis is not over, because structural problems are all still in place in Asia. A Great Depression like the thirties is unlikely unless we do things extremely badly, but a global recession affecting many countries will be difficult to avoid.*

## Inestabilitat financera global i creixement real

Durant els últims mesos, els mercats financers arreu del món han estat sotmesos a un grau d'inestabilitat i turbulència que no s'havia vist des de feia dècades. Com és ben sabut, el problema va començar amb les dificultats dels països del sud-est d'Àsia a mitjans de l'any passat, i el punt culminant fins ara es va produir els mesos d'agost i setembre de 1998, com a conseqüència de la moratòria en el pagament del deute declarada per Rússia: aquest país havia rebut préstecs molt importants de la banca internacional, i la moratòria va provocar l'enfonsament dels mercats d'accions arreu del món, començant per Wall Street.

Malgrat aquestes convulsions financeres, les economies reals s'han mantingut relativament fermes, òbviament amb l'excepció dels països d'Àsia oriental, on una forta recessió econòmica s'ha imposat. En aquests països, en vista de la pèrdua de la confiança dels mercats que va causar una massiva sortida de capitals, un període de baix creixement era inevitable: una volta embalada, la crisi no es podia aturar en poc temps sense recursos molt més importants dels que eren disponibles, o potser sense un grau d'ajustament que a la majoria dels observadors els hi semblava fora de lloc. Sigui com vulgui, cal reconèixer que hi havia un veritable dilema entre les mesures de política econòmica, sobretot en el camp de les finances públiques, que haurien pogut restablir relativament depressa la confiança dels mercats i les mesures que demanaven l'objectiu de limitar la caiguda de l'activitat econòmica en el curt termini.

Encara que la crisi actual es va iniciar a Tailàndia, hi hagué un precedent al Japó, per causes que en molts aspectes foren semblants. Després d'un llarg període de baix creixement que va resultar de l'esclatament de la bombolla especulativa de la segona meitat dels anys 80, el Japó ha

(\*) Assessor principal de l'FMI, Washington.

entrat durant l'any 1998 clarament en un període de recessió, amb una caiguda del producte brut al voltant del 3 percent. Al mateix temps, els cinc països del sud-est asiàtic més afectats per la crisi —Corea, Tailàndia, Malàsia, Indonèsia, i les Filipines— han sofert, presos tots plegats, una caiguda del producte de l'ordre del 10 percent. Una veritable catàstrofe, amb tremendes conseqüències pel benestar material dels seus pobles.

Fins ara, els problemes d'Àsia no s'han traslladat en una desacceleració significativa de l'activitat econòmica a Nordamèrica i Europa. De fet, l'evolució econòmica dels Estats Units durant 1998 ha desmentit la creença de la Reserva Federal als últims anys que la demanda interior s'estava desaccelerant, i que per tant no hi havia necessitat d'augmentar el tipus d'interès, malgrat els indicadors —tant del mercat de treball com dels mercats de béns i serveis— que suggerien que el producte actual ultrapassava el potencial. En les circumstàncies del moment, l'acceleració de la demanda interior als Estats Units i el corresponent augment del dèficit en compte corrent han jugat un paper estabilitzador al món, en la mesura que han facilitat la col·locació de productes dels països asiàtics que no trobaven sortida en els mercats tradicionals a la mateixa regió, i així han ajudat a minorar el desplegament de l'activitat en el continent asiàtic. També a la Unió Europea l'acceleració del ritme de creixement del producte ha estat acompanyada d'una acceleració encara més forta de la demanda interior, donant lloc a una reducció del seu superàvit en compte corrent. De l'any 1997 al 1998 els Estats Units i la Unió Europea plegats han sofert un empitjorament del compte corrent de més de 100.000 milions de dòlars, que en xifres rodones és equivalent al 10 percent del producte interior brut dels cinc països asiàtics més afectats per la crisi. Les reduccions dels tipus d'interès tant als Estats Units com a Europa els últims tres mesos, a més d'haver servit per calmar els mercats financers, tindrien d'ajudar a mantenir una evolució de la balança corrent favorable als països en crisi.

## **Perspectives de l'economia mundial**

Donada aquesta pinzellada sobre els esdeveniments recents, cal plantejar-se la qüestió de quines són ara les perspectives de l'economia mundial. La majoria de les projeccions disponibles, tant les preparades pels organismes internacionals com les del sector privat, apunten a una petita recuperació del ritme de creixement del món el 1999. Concretament, el Fons Monetari Internacional preveu una taxa de creixement entre el 2 i el 2 1/2 percent, comparada amb una xifra a l'entorn del 2 percent enguany. L'OECD i el Banc Mundial treballen amb xifres lleugerament més baixes, tant pel 1998 com pel 1999, i esperen un repunt més marcat l'any 2000. Segons l'OECD, el producte mundial podria créixer a un ritme de quasi el 3 percent l'any 2000, similar a la mitjana de la dècada dels 90, encara que perceptiblement inferior a la mitjana del període 1994-97.

Les diferències entre les projeccions dels tres organismes mencionats són relativament petites, i no crec que seria correcte enfatitzar-les. De fet, poden ésser principalment la conseqüència del diferent moment en que es van fer. No solament aquest any ha estat caracteritzat per una forta tendència a la baixa de les successives projeccions—fet relacionat amb què les xifres que s'han anat coneixent en el curs de l'any han mostrat una caiguda constant en relació amb les estimacions anteriors—però a més hi ha hagut gran volatilitat en els indicadors de confiança dels consumidors i de les empreses. Sobre la base d'una millora d'aquests indicadors durant els mesos més recents, no seria sorprenent que el ritme de creixement l'any vinent estés per damunt de les últimes projeccions.

Per completar el tema de les perspectives de creixement a curt termini, caldria dir unes paraules sobre la seva composició geogràfica:

1) Un element important l'any vinent és que l'activitat als països asiàtics que han sofert més de la crisi deixaria de caure del tot o cauria a un ritme més lent que enguany. Hi ha raons perquè sigui així: els tipus d'interès han baixat notablement, els tipus de canvi han mostrat una tendència a estabilitzar-se, i s'ha avançat bastant en l'ajust, encara que no es pot oblidar que queden moltes coses a fer per restablir el dinamisme d'aquestes economies. Per altra banda, en alguns altres països amb mercats emergents, com Rússia i Brasil, l'activitat econòmica certament seria més feble que enguany.

2) Des del punt de vista quantitatiu, la contrapartida més important a la millora als països asiàtics l'any 1999 és la desacceleració a Nordamèrica i a l'Europa comunitària. Segons el Fons Monetari Internacional, el ritme de creixement del producte als Estats Units podria ésser aproximadament la meitat d'enguany, un punt de vista semblant al consens dels pronosticadors privats. L'OECD preveu una caiguda del ritme de creixement encara més forta, seguida d'una recuperació també més forta l'any 2000. L'expectativa de la desacceleració està basada en la baixa taxa actual d'estalvi de les famílies, que no deixa marge per a reduccions addicionals i possiblement requerirà un canvi de tendència; en indicacions d'un afluirament de la inversió privada; i en la continuació de l'afebliment del compte corrent de la balança de pagaments. Tanmateix, cal reconèixer que de moment no hi ha evidència d'aquesta desacceleració. De totes maneres, tenint en compte l'alt nivell d'ocupació i d'utilització de la capacitat productiva avui en dia, la desacceleració de l'economia americana no és indesitjable. Al contrari, un *soft landing* és imprescindible, però no es pot comptar amb que es produxi per si mateix. Quant a la Unió Europea, l'expectativa és d'una reducció del ritme de creixement però més limitada que als Estats Units, que es deu a que la seva posició cíclica és menys avançada. A la llarga, l'euro hauria de tenir un efecte positiu sobre el creixement a Europa, però això requerirà la creació efectiva del mercat únic i una major flexibilitat i eficiència dels mercats de béns, de treball i d'actius financers.

3) Quant al Japó, no és sorprenent que les diverses projeccions cobreixin una gamma més àmplia que les dels altres països o grups de països, degut al més alt grau d'incertesa. Tant el Fons Monetari Internacional com l'OECD s'han decantat cap a una taxa positiva de creixement, però les xifres han tingut un grau de variabilitat molt forta, degut en part als dubtes sobre les mesures de política que les autoritats adoptaran de fet. Les estimacions més recents dels pronosticadors privats, que es van conèixer el mes de novembre, abasten una gamma que va del -2,1 al +0,7 percent, amb una xifra de -0,6 percent pel consens.

4) Pels altres països, potser només val la pena dir que el Fons Monetari Internacional atribueix el més alt ritme de creixement a l'Àfrica (4 1/2 percent); considera que tant l'est d'Europa com les repúbliques que formaren part de la Unió Soviètica (excepte Rússia) es desenvoluparan a un ritme generalment creixent; i el mateix s'aplica als països del sud d'Àsia.

5) Per acabar amb aquesta descripció geogràfica, voldria fer referència al cas d'Espanya. Les perspectives vistes des dels organismes internacionals continuen essent essencialment positives, amb un creixement l'any vinent per sobre del 3 1/2 percent pel Fons Monetari Internacional i un

pèl per sota segons l'OECD. Les dues institucions preveuen una caiguda de la taxa d'atur cap al 18 percent l'any 1999; l'OECD la posa per sota del 17 percent l'any 2000. La Unió Monetària Europea, amb els seus efectes sobre la confiança i els tipus d'interès, serà una causa important del bon comportament de l'economia espanyola; sense gaire dubte, Espanya és un dels països que, al menys fins ara, s'ha beneficiat més amb la creació de l'euro. Per altra banda, l'any 1999 hi podria haver una petita puja de l'inflació, però no sembla que això tindria efectes importants sobre l'activitat econòmica. Al mateix temps que reconeix que hi ha hagut progressos en la flexibilització del mercat de treball, el Fons Monetari Internacional insisteix que l'euro fa més urgent que s'avanci en el camí de la liberalització de tots els mercats.

## Riscos de les projeccions

El paisatge dels dos anys vinents que he presentat es pot veure com relativament positiu, àdhuc potser excessivament complaent, i no deixa d'ésser un xic curiós que —malgrat l'incertesa sobre molts aspectes de la situació i de les polítiques del països— les diferències entre les projeccions fetes per diversos organismes no siguin més grosses. Per això, en aquest moment sembla particularment rellevant concentrar-se sobre els riscos de les projeccions.

Quins són aquests riscos? N'hi ha molts, però en aquesta presentació em limitaré als que em semblen més perillosos i als més lligats a les polítiques econòmiques que segueixin els països. Potser alguns no semblen gaire immediats, però no deixen de tenir certa importància, sobretot perquè poden ésser una font de risc moral amb conseqüències potencialment més desastroses a mesura que passi el temps.

Primer, la majoria de les prediccions es basen en que el Japó ataquí finalment d'una manera frontal la situació del seu sistema financer, de forma que els bancs puguin tornar a complir el paper d'intermediaris entre l'estalvi i la inversió. Malauradament, quan les coses arriben al punt on estan ara al Japó, l'única manera de resoldre el problema és mitjançant una massa enorme de recursos del sector públic, que sense cap dubte complica les perspectives de les finances públiques a llarg termini i crea un risc moral molt preocupant. Però retardar la solució del problema no solament tindria efectes negatius pel Japó, sinó que també faria més difícil la recuperació als països d'Àsia que depenen del mercat japonés i estan acostumats a rebre important finançament del Japó.

Segon, en el que es refereix als mercats de capital, alguns semblen tenir por que un sentiment de major aversió al risc resulti en una contracció indesitjable del crèdit arreu del món. Certament això posa un dilema, però al meu entendre la solució no passa per l'assumpció per part de les institucions financeres de riscos exagerats; el que cal fer és considerar la situació fonamental de les empreses, és a dir, la seva rendibilitat, com a element principal per les decisions de les institucions financeres d'estendre'ls-hi crèdit. Això pot requerir una millor informació sobre els balanços de les empreses, així com de la posició de la banca i de la situació macroeconòmica dels països, un camp on s'està tractant de progressar el més depressa possible. Però per gran que sigui el progrés, sempre quedarà un risc que —envoltats per la psicologia de casino que sembla imperar cada vegada més als mercats financers i amb l'ajuda dels nous

instruments i tècniques financeres que s'han estat desenvolupant— la millor bona voluntat de supervisió i control no sigui suficient per evitar situacions crítiques. L'experiència amb Long Term Capital Management és massa recent perquè puguem desconèixer aquest perill. Continuant amb el mateix tema, hi ha un risc que els mercats internacionals de capital, que avui en dia segueixen relativament deprimits, reneixin més depressa del que es sospita, tornant a donar lloc a bombolles especulatives als països amb mercats emergents, amb les penoses conseqüències que com tots sabem són inevitables quan la bombolla esclata. I les bombolles, tard o d'hora, sempre esclaten!

Tercer, he explicat com el compte corrent dels Estats Units i més moderadament el de la Unió Europea s'han deteriorat a l'absorbir l'ajust dels països d'Àsia. Fins ara, les pressions proteccionistes derivades d'aquest fenomen no han estat excessives i els països importadors les han pogut resistir. Però a mesura que passi el temps, el proteccionisme té capacitat de guanyar força, i si es convertís en una opció electoralment atractiva, hi hauria la possibilitat que mesures de protecció adquirissin més vigència. No caldria que la situació adquirís les dimensions dels anys 30 perquè això fos molt destructiu des del punt de vista del desenvolupament de l'economia mundial, l'expansió de la qual durant el període de la postguerra ha anat a cavall de la creixent llibertat de comerç.

Quart, encara que la inflació de moment no sigui un problema, personalment penso que hi ha el risc de polítiques monetàries excessivament expansionistes, tant als Estats Units com a Europa, tenint en compte entre altres raons la nova configuració política del nostre continent. Permeteu que m'expliqui. Al mes de juliol de 1998, abans de la moratòria russa, els preus de les accions al mercat de valors de Nova York havien pujat a nivells que molts experts consideraven insostenibles. Els dos mesos següents hi va haver un important ajust a la baixa que probablement no va fer res més que posar-los en una relació més adient amb els beneficis i les perspectives de les empreses. Tot i això, la situació tenia el potencial de produir una caiguda de l'activitat a través de l'efecte riquesa sobre el consum i la relació Q de Tobin sobre la inversió. En aquestes circumstàncies, podia tenir sentit que la Reserva Federal actués, reduint el tipus d'interès, per restablir la confiança i un mínim d'ordre als mercats. Després de la segona intervenció a mitjans d'octubre, la confiança s'havia restablert, en part degut a la brillantor tàctica en l'aplicació de la mesura, i els preus de les accions es van començar a recuperar ràpidament. Fins aquí no veig massa problema. Però la tercera reducció del tipus d'interés a mitjans de novembre, quan els preus de les accions s'estaven apropant al màxim anterior, costa molt entendre-la, no solament perquè la política monetària pot eventualment fer renéixer les pressions inflacionistes, però sobretot perquè ja des d'ara està creant una nova bombolla especulativa que pot explotar a qualsevol moment que hi hagi algun esdeveniment que afecti la confiança. Potser l'element més preocupant d'aquella mesura va ésser la raó que es va suggerir per prendre-la, a saber, que els mercats l'esperaven i haurien reaccionat molt negativament si no s'hagués prè. És possible que s'hagi arribat al punt que les autoritats siguin presoneres dels mercats, fins a l'extrem de fer el que creuen que aquests demanen? Pel meu gust, la gestió de la política monetària, i en general de la política macroeconòmica, tant als Estats Units com en alguns altres països, dóna massa importància a mesures del costat de la demanda inspirades pel desig de promoure el creixement del producte i l'ocupació en el curt termini, provocant riscos molt seriosos pel més llarg termini.

## Ha estat superada la crisi?

Estic arribant a la fi de la meva presentació, però encara tinc de contestar la pregunta de si la crisi ha estat superada.

En poques paraules, la meva resposta és que no. Els problemes estructurals dels països d'Àsia romanen, la situació de molts bancs segueix estant caracteritzada per unes carteres incobrables extremadament copioses, i moltes empreses encara estan carregades de deutes que excedeixen la seva capacitat de pagament. Arreglar tot això prendrà temps. Certament s'han fet progressos en molts aspectes, les reserves internacionals d'aquests països s'han recuperat a nivells més normals, i els tipus d'interès i de canvi són més compatibles amb posicions sostenibles en el llarg termini, però les primes-país són encara molt altes per la majoria dels països amb mercats emergents. En resum, hi ha encara moltes coses a fer, i algunes d'aquestes (sobretot les reformes estructurals) són molt difícils políticament, perquè suposen l'acceptació del principi de la destrucció creativa, un principi que per molt vàlid que sigui des de l'angle econòmic, no deixa d'ésser potencialment explosiu des del punt de vista social i polític.

Que la crisi encara estigui amb nosaltres, no vol dir que estiguem envoltats per l'espectre de la depressió. Faria falta que les coses anessin molt malament per caure en una depressió com la dels anys 30. Estem molt lluny del tipus de política comercial d'aquella època; les relacions econòmiques entre països no tenen el mateix caire; s'ha après bastant sobre l'ús dels instruments de política econòmica; la idea de devaluacions competitives, al menys de moment, no té vigència; i hi han uns organismes internacionals que abans no existien on els problemes es discuteixen en busca de solucions el més compatibles possible amb l'interès general.

El que no es pot descartar, però, és una recessió a nivell global, de la que no se'n escaparien gaires països. No és inconcebible que això passi, per exemple, si es dona una conjunció de circumstàncies que facin que els riscos descrits més amunt es concretin. Personalment, el que trobo més preocupant és la bombolla especulativa en els mercats de valors que s'està formant a escala mundial. Al cap i a la fi, potser el perill més seriós és que una por exagerada de la deflació porti els països a abandonar la balança escaient entre diversos objectius i polítiques.