

---

# ECONOMIA

---

91

Q

## El caràcter global de la crisi financera

Antonio Argandoña

Professor d'Economia, Càtedra «la Caixa» de Responsabilitat Social de l'Empresa i Govern Corporatiu IESE Business School, Universitat de Navarra  
Novembre del 2008

---

### La globalització financera

La crisi financera actual ha estat qualificada de «global». I, en veritat, ho és, per les seves causes i, sobretot, pels seus efectes, que afecten tots els països del món. Aquesta crisi és una manifestació més de la globalització, és a dir, de la progressiva multiplicació de les relacions entre països, empreses i persones d'arreu del món, que es manifesta en l'intercanvi de béns i serveis, capital i persones, coneixements i tecnologia.

La globalització no és un fenomen nou: a l'edat mitjana ja es van posar les bases per a una obertura comercial i financera que es desenvolupà considerablement després de 1492, va conèixer el seu apogeu a la segona meitat del segle XIX, experimentà un retrocés arran de la Primera Guerra Mundial i de la Gran Depressió dels anys trenta, i va tornar a créixer després de la Segona Guerra Mundial, per a aconseguir màxims nous en els anys recents.

La globalització financera consisteix en la multiplicació dels moviments de capitals arreu del món, la qual cosa permet als estalviadors poder trobar les millors oportunitats per a col·locar la seva riquesa a qualsevol lloc, en les condicions de rendibilitat, risc i liquiditat desitjades, i als que necessiten fons els permet de poder trobar-los on n'hi hagi, també en les millors condicions de cost i termini. D'aquesta manera, un fons de pensions espanyol pot reduir el seu risc i aconseguir una rendibilitat alta si inverteix en títols a Rússia, al Brasil o als Estats

MONOGRÀFIC

Units, i una família italiana pot aconseguir una hipoteca en un banc japonès, a un tipus d'interès més baix que al seu país (encara que s'hagi d'assumir el risc relacionat amb les variacions del tipus de canvi).

Aquesta globalització financera ha estat possible gràcies a la progressiva supressió de les barreres als moviments internacionals de capitals: barreres tecnològiques, superades gràcies a les noves tecnologies de la informació i les comunicacions, que redueixen considerablement el cost de transmissió d'informació, en què es basa la mobilitat dels capitals; barreres polítiques, enderrocades per l'eliminació de limitacions, prohibicions i impostos nacionals, que dificulten la mobilitat de capitals, i barreres ideològiques i culturals, vençudes pel reconeixement —no exempt de crítiques— dels avantatges d'una economia oberta, en la qual els mercats funcionen amb llibertat dins d'unes regles mínimes necessàries per a garantir protecció jurídica i un tractament just que eviti conductes oportunistes, frau i manipulacions.

La globalització financera ha donat lloc a un desenvolupament formidable dels mercats internacionals de capitals, al creixement d'institucions financeres transnacionals, i a ingents moviments de fons d'uns països a uns altres. El seu resultat és la reducció dels costos financers, més rendibilitat dels estalvis, millor gestió del risc, més eficiència econòmica, més creixement i, en definitiva, una reducció de la pobresa. Però també ha augmentat la interdependència entre els països, la qual cosa ha estat, a vegades, un factor desestabilitzador —no perquè ho sigui l'obertura financera en si, sinó perquè s'hagin abandonat les precaucions necessàries.

Però, a més, en anys recents s'han produït moltes innovacions que, finalment, han tingut un paper rellevant en la crisi. Heus aquí algunes de les principals:

—S'han concedit crèdits amb un risc elevat —com les anomenades hipoteques *subprime*, a clients sense ingressos suficients o sense un historial bancari conegut.

—Els bancs han convertit una part important del seu crèdit en valors negociables en el mercat, alhora que transferien els seus crèdits a altres entitats, en forma d'«actius estructurats»: les hipoteques, per exemple, s'han fet servir com a garantia per a emetre títols que s'han

“ El resultat [de la globalització] és la reducció dels costos financers, més rendibilitat dels estalvis, millor gestió del risc, més eficiència econòmica, més creixement i, en definitiva, una reducció de la pobresa. Però també ha augmentat la interdependència entre els països, la qual cosa ha estat, a vegades, un factor desestabilitzador [...] perquè s’han abandonat les precaucions necessàries.

venut a altres inversors. Això ha facilitat el finançament de la banca i ha dispersat el seu risc entre altres entitats, però també ha amagat la veritable naturalesa d’aquest risc.

—Aquests nous productes, com els que asseguren contra el risc que un deutor no faci front a les seves obligacions, no van ser regulats adequadament. Es va ignorar, per exemple, el risc que falli no ja un deutor, sinó un nombre molt alt de deutors.

—El sistema financer s’ha fet molt complex, amb una gran varietat d’entitats diverses que es presten les unes a les altres. En conseqüència, moltes parts d’aquest sistema comparteixen els mateixos riscos: és, doncs, molt més probable que les dificultats d’una entitat es transmetin a una altra.

—Moltes d’aquestes entitats estaven fortament «palanquejades» o endeudades: la proporció dels seus fons propis respecte dels seus actius era molt petita. Això multiplicava la rendibilitat de les seves operacions, però n’augmentava considerablement el risc.

Tot això va crear, finalment, les condicions per a una «tempesta perfecta»: la probabilitat que un problema generat en una part del sistema financer d’un país s’estengués a altres institucions, als mercats internacionals i a les entitats d’altres països.

### **Què és una crisi financera**

Les institucions i els mercats financers miren d’apropar els qui estalvien als qui gasten, tot proporcionant als primers la col·locació dels

seus diners en condicions adequades de rendibilitat, risc i termini, i als segons el finançament que necessiten, a un cost apropiat. En condicions normals, l'activitat d'una entitat financera es desenvolupa sense cap dificultat. Però, com tota activitat humana, aquesta activitat està subjecta a riscos, que poden ser, principalment, de dos tipus:

—risc de solvència: el mateix que una família o una empresa, un banc no podrà fer front a totes les seves obligacions si el valor dels seus actius (les seves propietats i drets) és inferior al dels seus passius (els seus deutes).

—i el risc de liquiditat: de la mateixa manera que una família no pot atendre regularment el pagament de la seva hipoteca si els seus ingressos mensuals es redueixen, un banc pot no disposar de mitjans líquids suficients per a atendre els seus pagaments (per exemple, per a retornar als seus dipositants els diners quan ho sollicitin). Aquest risc sempre hi és present, perquè el negoci de les entitats financeres consisteix a prestar els diners que reben, de manera que el volum que conserven per a atendre els seus pagaments regulars és baix, ja que té la confiança que no tots els clients demanaran la devolució dels seus dipòsits al mateix temps, i que, en cas de necessitat, tindrà accés ràpid a altres fonts de liquiditat, com ara els préstecs d'altres bancs o del banc central.

Qualsevol entitat financera es pot trobar en una situació de risc. Per exemple, si una empresa a la qual ha prestat no torna puntualment el seu deute, el banc haurà de reconèixer que els seus actius (els crèdits que ha concedit) han perdut valor, i això pot posar la institució en una situació d'insolvència. Així mateix, el banc pot ser que no trobi la liquiditat que necessita per a les seves operacions diàries, sigui perquè els seus clients en retiren els dipòsits de forma massiva, o perquè les altres fonts de finançament del banc s'han tancat.

Evitar aquestes situacions és tasca de la direcció de l'entitat, però també és un motiu de preocupació per a les autoritats del país. En efecte, si els clients tenen por que l'entitat financera no pugui fer front a les seves obligacions, poden provocar una «cursa» per a arribar al banc, tot tractant de recuperar els seus diners com més aviat millor. I això pot generar desconfiança en altres entitats, o sigui, «curses» contra la resta de bancs, que poden fer immanejable el problema fins a

“ Les entitats que havien patit pèrdues en els actius tòxics van haver de vendre altres actius sans, cosa que en provocà la caiguda dels preus. Això va afectar tots els mercats, en països emergents, per exemple, i entitats solvents.

provocar una cadena de fallides i, finalment, la paràlisi del sistema financer —que també seria la paràlisi de l'economia real. Per això, els governs regulen minuciosament el funcionament d'aquestes entitats i les sotmeten a una supervisió estricta, tot exigint, per exemple, que tinguin un nivell mínim de capital, o tot proporcionant als dipositants una assegurança pública que garanteixi la recuperació dels seus diners, o bé proporcionant al banc volums extraordinaris de liquiditat quan li calgui.

### **La crisi financera de 2007-2008**

L'origen últim de la crisi que estem patint pot trobar-se en l'abundància de liquiditat mundial dels últims anys, generada, d'una banda, per l'elevat estalvi dels països emergents, com ara la Xina i els productors de petroli, i d'altra banda, per la política de baixos tipus d'interès, afavorida pels Estats Units per sortir de la recessió del 2001 i per evitar les conseqüències dels atemptats de l'11-S. Aquesta abundància de liquiditat explica, almenys en part, el creixement de la demanda, la producció i l'ocupació, l'augment de l'endeutament de famílies i empreses, el creixement del valor dels actius immobiliaris i borsaris, i una sensació d'eufòria potser poc objectiva. En alguns països, com els Estats Units i Espanya, tot això es va reflectir en un elevat dèficit per compte corrent: l'augment de la despesa es va finançar amb crèdit dels mercats financers internacionals.

Però aquest procés no podia sostenir-se indefinidament. L'endeutament de les famílies i empreses, cada vegada més alt, comprometia una part creixent dels seus ingressos en el servei del deute, tot reduint la quantitat disponible per al consum. El cicle immobiliari alcista va perdre força; la pujada de preus del petroli i dels aliments va provocar

un augment de la inflació, que portà els bancs centrals a apujar els tipus d'interès. I tot això va coincidir amb l'esclat de la crisi financera, palesa ja a l'estiu del 2007, i que va assolir la seva màxima tensió al setembre del 2008, quan els mercats internacionals, que havien fet possible el finançament generós de la despesa, van arribar a una situació propera a la paràlisi.

La crisi, explicada de manera succinta, va començar amb l'augment de la morositat de les hipoteques *subprime* als Estats Units. Aquestes hipoteques havien estat convertides en valors negociables en el mercat i venudes a altres entitats; va caure, doncs, el valor d'aquests títols, la qual cosa generà pèrdues als compradors; va caure, per tant, el valor de les garanties dels passius d'aquestes entitats, i la pèrdua de valor es va contagiar a altres actius, que calgué vendre per a recuperar liquiditat. Institucions financeres d'altres països van començar a tenir problemes de solvència; sorgien els dubtes sobre el valor dels seus actius, de manera que unes entitats van perdre la confiança en altres, i van deixar de prestar-los. El públic va iniciar algunes «curses» contra els bancs.

La crisi s'havia convertit també en una crisi de liquiditat. Els bancs que tenien liquiditat la van retenir, perquè podien necessitar-la més endavant i no estaven segurs que la trobarien en els mercats, i perquè no es refiaven del valor dels actius que altres bancs els oferien com a garantia dels seus crèdits. Per la mateixa raó, les emissions de valors en els mercats internacionals es van reduir dràsticament. La prima de risc s'incrementà i, amb ella, els tipus d'interès. Els bancs van reduir dràsticament el crèdit al sector privat per tal de mantenir la liquiditat: la crisi afectava ja l'economia real, perquè sense crèdit no es pot mantenir l'activitat productiva. Es van produir suspensions de pagaments, acomiadaments, reducció de la demanda...: la crisi es va escampar.

Els bancs centrals i els governs van reaccionar en diversos fronts: primer, tractant d'aturar la «cursa» per a treure els diners dels bancs, tot assegurant els seus dipòsits i la resta de passius; segon, proporcionant liquiditat als bancs en condicions favorables; tercer, anunciant mesures per a recapitalitzar les entitats la solvència de les quals estava

“ I quan la situació es normalitzi s’iniciarà una altra etapa, molt important, que també tindrà un marcat caràcter global: el disseny de nous mecanismes de regulació i l’establiment de nous organismes multinacionals de vigilància i control. La regulació dels mercats financers mundials, com la d’altres problemes globals (escalfament global, terrorisme) exigeix mesures globals.

en perill (les dites «nacionalitzacions» dels bancs); i quart, procurant que els bancs, una cop recuperada la calma, tornessin a concedir crèdit al sector privat, per tal d’evitar que la crisi financera contaminés l’economia real.

### La dimensió global de la crisi

El caràcter global de la crisi li ve dels factors següents:

—L’abast mundial dels mercats financers: els capitals es mouen lliurement entre països, amb la velocitat que permeten les connexions mitjançant ordinador, entre entitats que apliquen els mateixos models de funcionament.

—També van ser globals les condicions que feren possible l’aparició de la crisi: l’abundància de liquiditat i els baixos tipus d’interès, que van provocar l’endeutament de famílies i empreses a molts països, els desequilibris per compte corrent, una llarga depreciació del dòlar, la pujada de preus del petroli i les primeres matèries i la forta revaloració de la borsa i dels immobles.

—El contagi d’actius « tòxics »: moltes entitats arreu del món havien comprat aquells actius estructurats el valor dels quals es va deteriorar quan va esclatar la crisi.

—El contagi d’actius « sans »: les entitats que havien patit pèrdues en els actius tòxics van haver de vendre altres actius sans, cosa que en provocà la caiguda dels preus. Això va afectar a tots els mercats, en països emergents, per exemple, i entitats solvents.

—El contagi dels passius: la pèrdua de confiança va restringir el

crèdit entre entitats financeres, tot afectant també bancs en països inicialment aliens a la crisi.

—La contracció del crèdit al sector privat, que afecta també empreses solvents. Això estén el problema a l'economia real, la qual cosa amenaça amb una recessió mundial que, al seu torn, tindrà nous efectes negatius per a les entitats financeres (augment de la morositat, noves pèrdues, noves onades de desconfiança...).

La solució de la crisi també té una dimensió global. Amb mercats globals i entitats que operen a molts països, les solucions que dissenya un govern afecten altres països, negativament (els capitals fugen a mercats en què les garanties públiques són més elevades), o bé positivament (el dòlar s'ha vist enfortit, com a «moneda refugi», malgrat que són els Estats Units el país on es va manifestar la crisi en primer lloc). L'actuació conjunta de diversos països ofereix més garanties, permet prendre mesures coherents entre ells i minimitza els efectes negatius sobre altres països.

Així mateix, el salvament d'un gran banc internacional pot superar les possibilitats d'un país petit, la qual cosa exigeix la col·laboració de diversos països, o l'ajut d'organismes internacionals com ara el Fons Monetari Internacional o el Banc Central Europeu. També la recapitalització dels bancs amb pèrdues pot exigir l'aportació dels països que, pel seu volum d'estalvi, disposen de prou fons per a això, com ara la Xina, Singapur i els productors de petroli.

En tot cas, el desenvolupament d'aquesta crisi ha estat un bon exemple de com acostumen a reaccionar les autoritats en aquests casos. Primer, miren de minimitzar la importància dels problemes, tot assenyalant el seu caràcter limitat i la fortalesa de les entitats financeres nacionals. Així que el problema creix, es cerquen solucions *ad hoc*: deixar que tanqui un banc, nacionalitzar-ne d'altres o promoure una fusió entre ells... Més endavant, cal aplicar solucions generals, primer parcials i limitades, després generals i generoses. Finalment, en una crisi global, cal promoure la col·laboració internacional.

I quan la situació es normalitzi s'iniciarà una altra etapa, molt important, que també tindrà un marcat caràcter global: el disseny de nous mecanismes de regulació i l'establiment de nous organismes



“ L'ètica no és un afegit per a empreses amb èxit, sinó una condició necessària per al desenvolupament ordenat de l'activitat econòmica. Necessària, però no suficient: l'economia de mercat necessita també regles i controls que siguin com les tanques que impedeixen sortir de la carretera.

multinacionals de vigilància i control. La regulació dels mercats financers mundials, com la d'altres problemes globals (escalfament global, terrorisme) exigeix mesures globals.

### La dimensió ètica de la crisi

És aquesta una crisi ètica? Totes ho són: l'ètica no és un afegit per a empreses amb èxit, sinó una condició necessària per al desenvolupament ordenat de l'activitat econòmica. Necessària, però no suficient: l'economia de mercat necessita també regles i controls que siguin com les tanques que impedeixen sortir de la carretera. I, sens dubte, en la crisi actual hi ha hagut fallades de regulació i de supervisió. Però, en tot cas, amb les regles no n'hi ha prou: en un entorn immoral, les pressions per a, canviar les regles, o per a, saltar-se-les, seran cada vegada més grans. I també calen polítiques sensates: ja vam veure com una política monetària massa laxa durant massa temps va crear les condicions que van fer possible la crisi financera.

Aquesta crisi, ha estat conseqüència de la cobdícia dels banquers? Potser sí, però no únicament seva. Hi va haver cobdícia en els banquers que van intentar augmentar els beneficis dels seus fons mitjançant operacions palanquejades i d'alt risc, però també n'hi va haver en els inversors en aquests fons, que cercaven aquestes rendibilitats més altes, sense atendre al risc que corrien. La cobdícia és un vici humà, i no se circumscriu als qui operen en els mercats financers.

Hi va haver també casos de frau, i es van crear incentius perversos que afavorien conductes injustes. Per exemple, la remuneració dels promotors de les hipoteques *subprime* estava lligada al volum concedit,

no a la probabilitat de recuperar-ne els diners, de manera que ells mateixos empenyien sovint els clients a falsejar les dades personals, perquè, a més, el banc vendria la hipoteca a altres inversors, que no sabrien de ciència certa què estaven comprant.

La prudència, la virtut més important del banquer, no va acompanyar moltes decisions. Però també va ser imprudent qui va comprar una casa sense entretenir-se a pensar si podria fer front a la hipoteca quan s'apugessin els tipus d'interès o quan les seves rendes es veiessin en perill per una recessió (una cosa que era previsible). A més de ser moralment rebutjables, moltes decisions van ser econòmicament equivocades.

Sens dubte, els governs i els bancs centrals, els financers i els seus clients han fet moltes coses malament en aquesta crisi. Per això són necessaris els controls i les sancions que ara es demanen: però no n'hi haurà prou amb això si la qualitat moral de la societat no millora. I, a més, no hem de deixar a les mans dels governs la gestió d'aquests assumptes, per importants que siguin: en primer lloc, perquè els polítics i els funcionaris són ciutadans de la mateixa societat que ha comès aquests errors morals, i en segon lloc, perquè, encara que fossin moralment impecables, la nostra dignitat com a persones i com a agents econòmics exigeix que es deixin a les nostres mans totes les decisions que d'una manera raonable podem prendre, en llibertat, però amb responsabilitat.