

La recessió de balanços

1. L'èxit japonès de la segona meitat del segle XX

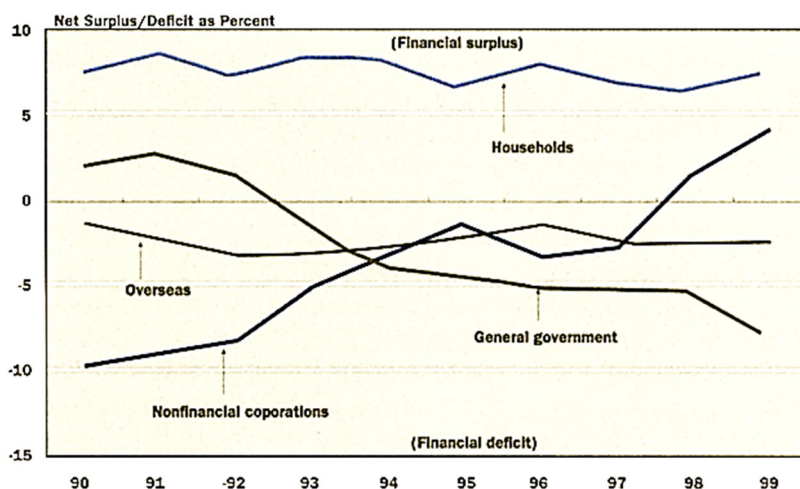
El secret de l'èxit de l'espectacular recuperació de l'economia japonesa després de la Segona Guerra Mundial va ser la combinació d'abundant estalvi proveït per les famílies amb alts nivells d'inversió de les empreses (Koo, 2001). Durant els 45 anys després de la Segona Guerra Mundial, el funcionament de l'economia japonesa es fonamentà en una elevada taxa d'estalvi de les famílies i una elevada taxa d'inversió de les empreses. El gran volum d'estalvi proveït per les famílies va permetre les empreses endeutar-se a taxes d'interès baixes i acumular capital de manera sostinguda. Un dels resultats de mantenir altes taxes de creixement de l'economia japonesa durant gairebé 50 anys fou esdevenir la segona economia més gran del món en la dècada de 1980.

2. La crisi japonesa de finals del segle XX

A inicis de la dècada de 1990 van començar a caure els preus dels actius; després, de manera més intensa, els preus d'actius immobiliaris. Aquestes caigudes es van traduir en una pèrdua equivalent al PIB japonès de dos anys, uns mil billions de iens (Koo, 2001). La pèrdua de riquesa en proporció a la mida de l'economia era comparable a la de la Gran Depressió dels EUA dels anys 1930. Per a alguns actius immobiliaris, la reducció de valor representà passar de 8 a 1.

3. La crisi japonesa com a recessió de balanços

Gran part dels actius que van perdre valor es van adquirir a crèdit. Això provocà una intensa davallada del net patrimonial d'un gran nombre de famílies i empreses. En no pocs casos, el net patrimonial era negatiu (Koo, 2001).



Aquesta situació impel·lí el gruix del sector privat a tractar de minimitzar deutes per damunt de tot i, com a conseqüència, es va reduir la despesa en consum i inversió. D'aquesta manera, la prioritat de milions d'empreses japoneses va passar de ser maximitzar beneficis a minimitzar deutes. Amb un volum tan elevat d'empreses preocupades per compensar la caiguda de valor dels actius amb una reducció dels passius, les elevades taxes d'inversió característiques de períodes anteriors es van esvaïr: la gràfica mostra com el subsector del sector privat format per les empreses va passar de saldo deficitari a superavitari, indicant-ne que el subsector és un oferent net de fons i no, com tradicionalment, un demandant net. La gràfica mostra una variació en el saldo del subsector de 14 punts de PIB al llarg d'una dècada: de -10 a +4. Com que les famílies van mantenir l'elevada taxa d'estalvi (entre 5 i 10%) i les empreses no estaven

interessades en manllevar els fons estalviats, el resultat va ser una contracció de despesa agregada i immenses pressions deflacionàries en l'economia (la gràfica també indica que el superàvit del sector privat es va compensar amb dèficit del sector públic).

Koo anomena aquesta situació 'recessió de balanços': l'economia pateix una recessió perquè una part suficientment important del sector privat, com a conseqüència de la pèrdua sobtada i intensa del valor de certs actius, dedica els seus esforços a reduir passius i no pas a expandir actius a través de la inversió i el consum.

4. Trets d'una recessió de balanços

Segons (Koo, 2001), la recessió de balanços presenta característiques que la diferencien d'altres tipus de recessió.

- La política monetària es torna inefectiva. Amb tantes empreses prioritant el pagament de deutes, no hi ha taxa d'interès prou baixa com per a induir-les a manllevar diner per a invertir. El mateix argument s'aplicaria a les famílies: en el cas de la Gran Recessió de 2008-12, a diferència de l'experiència japonesa de la dècada de 1990, sí hi va haver un percentatge substancial de famílies interessades en reduir deutes per damunt de tot. Així, si una part prou substancial del sector privat prioritza minimitzar el passiu, fins i tot una taxa d'interès zero no els incentivaria a endeutar-se per a incrementar la despesa, en consum i/o inversió.
- La recessió s'agreuja per mitjà d'un efecte de fal·làcia de la composició. Hom prova de fer el millor per als seus interessos: els deutors no poden passar per alt els desequilibris dels seus balanços i deixar-se enlluernar per taxes d'interès molt baixes per a induir-los a oblidar-se de l'estat del seu passiu i endeutar-se més; i els creditors, tot i estar interessats en prestar més, no poden irresponsablement passar per alt que això implicaria rebaixar l'exigència de garanties prou sòlides als prestataris (que s'enfronten a seriosos problemes de solvència). Però l'efecte agregat d'intentar fer el millor per a un mateix és que hom surt perjudicat: la recessió dificulta el pagament de deutes a consumidors i empreses (caiguda de salaris, pèrdua d'ocupació, reducció de vendes) i impedeix als estalviadors obtenir un rendiment del seu estalvi (en no trobar suficients prestataris prou solvents).
- L'intent de tothom de superar la recessió, l'agreuja: com més diner es destina a pagar el deute, menys es dedica a estimular l'activitat econòmica i més es contribueix a la caiguda del valor dels actius, la qual cosa empitjora el desequilibri dels balanços (per disminució addicional de l'actiu del balanç), d'on es dedueix que els deutors han de dedicar més diners a cancel·lar deutes. Aquest cercle viciós il·lustra l'efecte de fal·làcia de la composició: hom intenta fer el millor des de la seva perspectiva individual, però el resultat col·lectiu de les decisions empitjora la situació individual.
- En aquests circumstàncies, poc importa el que pretengui el banc central. Mentre el problema subjacent (el desequilibri de balanços per reducció del valor dels actius) no se solucioni, cap mesura de política econòmica que no adreci aquest problema no serà efectiva.
- La política fiscal és més efectiva. El dèficit de despesa del sector privat (que prioritza l'estalvi per a pagar deutes) només pot ser compensat amb la despesa que faci el sector

exterior (augment d'exportacions domèstiques) o amb la despesa pública (augment de dèficit públic). En termes de la identitat de saldos (on SPN és l'estalvi privat net, DP el dèficit públic i XN les exportacions netes):

- $SPN > 0$ força $DP + XN > 0$;
- i $\uparrow SPN > 0$ força $\uparrow DP$ o $\uparrow XN$ (o tots dos).

On no hi arribi l'acció compensadora del sector exterior, hi haurà d'arribar la del sector públic mitjançant el dèficit públic. Segons Koo (2001) l'estímul fiscal ha evitat el col·lapse econòmic, tot i produir un creixement de l'economia de poc més del 0%. La visió ortodoxa interpretar aquesta manca de creixement com a símptoma del fracàs de la política fiscal; Koo (2001) l'interpreta com a símptoma del contrari: l'augment del dèficit públic de prop de 10 punts percentuals en una dècada ha salvat l'economia japonesa d'una severíssima depressió. Els estudis ortodoxos qualifiquen d'infectiu l'estímul fiscal perquè assumeixen sense base que l'economia ja hauria crescut poc més del 0% sense l'impuls fiscal.

- La desinflació associada amb tota recessió pot esdevenir una deflació, intensa i duradora. El perill d'una espiral deflacionària (deflació que causa més deflació) és més gran que en altres recessions. Tant la recessió (de balanços) com la deflació són efectes d'una causa comuna: la preocupació del sector privat per l'estat dels seus balanços els impulsa a reduir consum i inversió tant com es pugui per a cancel·lar deutes, tan ràpidament com sigui possible. Les decisions derivades d'aquesta preocupació tendeixen a reforçar la recessió i la causa que la provoca, el desequilibri de balanços per pèrdua massiva de valor dels actius. Com més s'intensifica la recessió, menys despesa i més tendència a la caiguda de preus. La pèrdua del valor d'actius reforça la prioritat en el pagament de deutes, la qual cosa contrau més la despesa i aprofundeix més la recessió. La pròpia deflació incrementa el valor real del deute, fet que encara indueix a atribuir més pes a la reducció de deutes com a objectiu.
- En paraules d'en Koo (2001, p. 18):
“La recessió de balanços és com la radiació: és devastadora, però ningú no la veu (...). En una recessió de balanços, els habitatges es mantenen on són i els cotxes continuen circulant, tot i que el dany invisible que s'està causant a l'economia no és menys real.”

5. Un exemple sobre com la deflació incrementa el deute en termes reals

Suposem que el deute nominal és

$$D = 1000 \text{ €}$$

i l'índex de preus (un IPC) és

$$P = 200 \frac{\text{€}}{\text{lot}}.$$

Si es redueix el deute nominal d'un 10%, es paguen 100 € i el deute esdevé

$$D' = 900 \text{ €}$$

Però si l'IPC també cau (per exemple, d'un 25%) el nou IPC serà

$$P' = 150 \frac{\text{€}}{\text{lot}}.$$

Tot plegat diu que la reducció del deute en termes nominals (es passa d'un deute de 1000 € a un de 900 €) ha anat acompanyada, per culpa de la deflació, d'un increment del deute en termes reals (de 5 a 6 lots). En concret, el valor real de deute inicial (el quocient entre el deute nominal i l'IPC) puja de

$$D_r = \frac{D}{P} = \frac{1000}{200} = 5 \text{ lots}$$

a

$$D'_r = \frac{D'}{P'} = \frac{900}{150} = 6 \text{ lots}.$$

Conclusió: reduir el deute nominal d'un 10% quan els preus cauen d'un 25% ha provocat un augment del deute real d'un 20% (inicialment, es devia l'equivalent a 5 lots; al final, es deu l'equivalent a 6 lots).

Partint de la fórmula $D_r = \frac{D}{P}$, si el deute nominal (numerador) es redueix a un ritme inferior al que es redueix el nivell de preus (denominador), el deute real (el quocient) augmenta. D'aquí el perill d'una deflació intensa i/o sostinguda: el fet que la deflació pugui provocar un augment del deute real és una factor que contribueix a generar una espiral deflacionària, ja que l'increment del deute real reforça la reducció de despesa per a liquidar el deute nominal. I com menys despesa, més pressió per a que disminueixin els preus.

6. Com de perjudicials són el dèficit i el deute públics japonesos?

El març de 2023 el deute públic japonès superava el 262% del PIB (els dels EUA, el 129%; el d'Espanya, el 118%; <https://tradingeconomics.com/>). Koo (2001), sense qüestionar l'enorme volum de dèficit i deute japonès, remarca que la seva avaluació ha de considerar tant l'aspecte quantitat com l'aspecte preu. L'anàlisi ortodoxa s'atura en el primer i conclou que la magnitud del dèficit i el deute són excessius. Koo (2001) replica que, per a avaluar si el dèficit/deute corrent és beneficiós o perjudicial per a l'economia, cal parar atenció al preu del dèficit/deute en relació amb la seva magnitud.

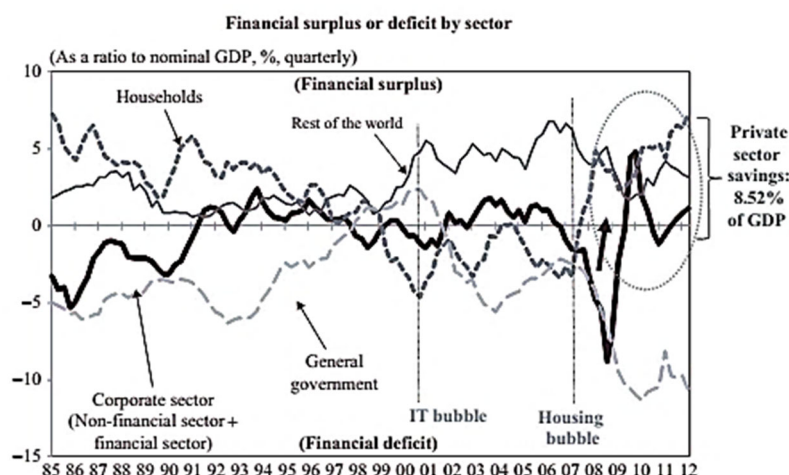
El preu del deute és la seva taxa d'interès, que al Japó continua sent (20 anys després de l'anàlisi d'en Koo, 2001) extremadament baixa (molt per sota del mínim de l'1.85% que va assolir el deute americà en novembre de 1941 a resultes de la Gran Depressió). Una taxa tan baixa està justificada per l'excés d'estalvi del sector privat: amb tothom (en el context d'una recessió de balanços) tractant de pagar deutes, l'únic gran prestatari actiu és el govern. La conclusió és que ningú no sembla oposar-se a pagar aquest preu pel deute. A més, aquesta és l'oportunitat per a finançar projectes d'infraestructura pública pendents que en, situacions normals, haurien de competir amb projectes d'inversió privada. L'analogia d'en Koo és que una economia en recessió de balanços es troba a una unitat de cures intensives on l'únic agent que pot proveir les cures és el govern a través del dèficit públic.

7. La Gran Recessió com a recessió de balanços

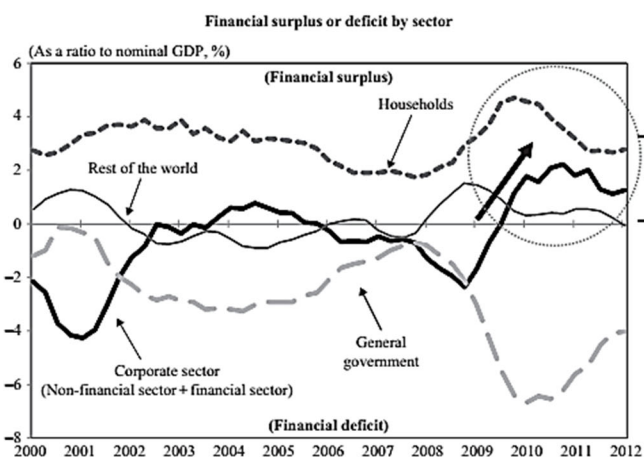
La Gran Recessió comparteix molts trets amb les 'dècades perdudes' de Japó (1990-actualitat?).

- L'origen sembla ser la borratxera de deute del sector privat, que crea una bombolla en el sector financer de la qual és partícip el sector real (la part immobiliària, com a mínim).
- Quan la bombolla esclata (no es pot mantenir el ritme d'endeutament), la caiguda ràpida, intensa i generalitzada dels valors de certs actius (financers i potser també reals) força al sector privat a canviar prioritats: la nova prioritat és ara minimitzar el deute. L'esclat de la bombolla canvia la percepció del nivell de deute, que ara passa a ser considerat excessiu.
- Amb el sector privat ocupat principalment en el despallanquejament, ni tan sols taxes d'interès properes a zero provocades per injeccions massives de liquiditat pels bancs centrals indueixen el sector privat a mantenir la despesa en consum i inversió (molt menys a augmentar-la).
- Atesa la ineffectivitat de la política monetària, la política fiscal esdevé més efectiva per a evitar la contracció de l'activitat econòmica (i de la quantitat de diner que, en ser endògena, es correlaciona positivament amb el nivell d'activitat econòmica). Això es tradueix en enormes i creixents nivells de dèficit i deute públics.
- El alts nivells de dèficit i deute públics coincideixen amb taxes d'interès extraordinàriament baixes.

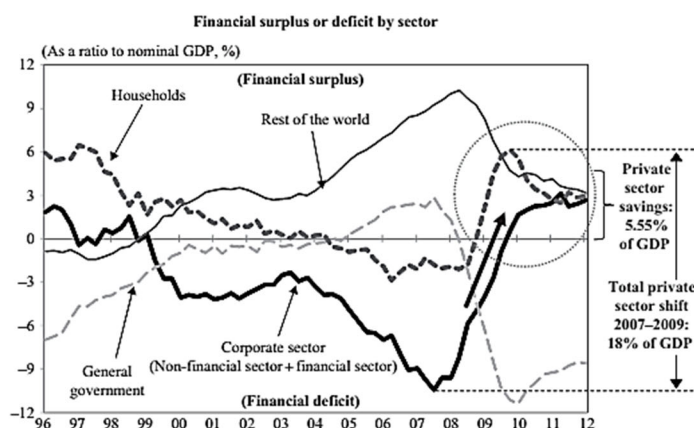
La gràfica, tretada de Koo (2013, p. 137), mostra la reacció dels saldos sectorials a l'esclat de la bombolla immobiliària i de la crisi financera en els EUA. En 2012, el dèficit públic tot sol havia de compensar l'excés d'estalvi del sector privat ($S - I > 0$) i del sector exterior ($XN < 0$).



Les següents gràfiques mostren l'evolució dels saldos a l'eurozona, Espanya, Japó i Regne Unit.

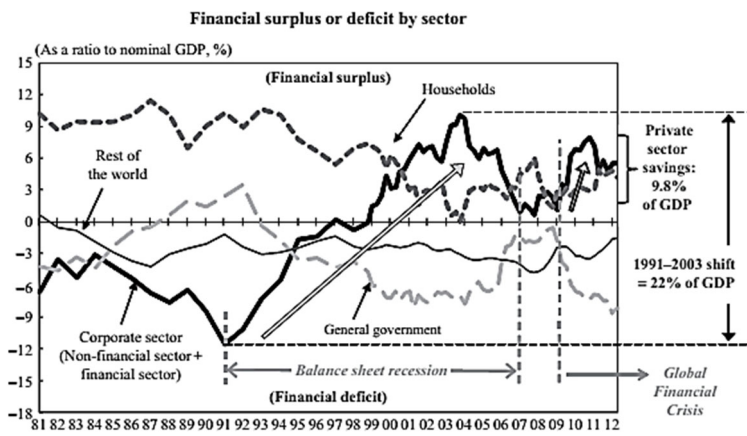


Eurozona

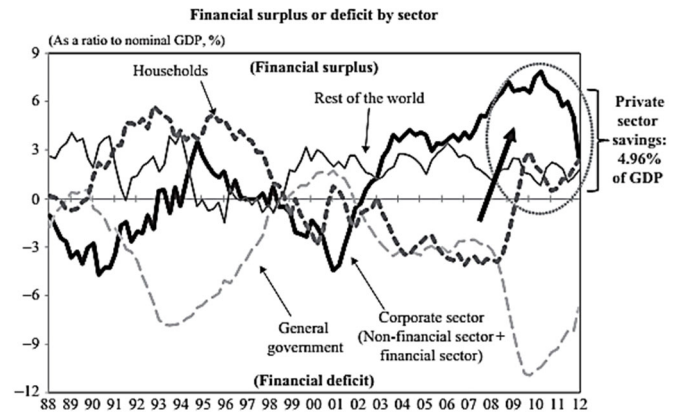


Espanya

En l'eurozona, la crisi financera global provocà el mateix patró d'increment d'estalvi de famílies i empreses que es produí contemporàniament als EUA i en la dècada de 1990 al Japó (a resultes de la recessió de balanços que aleshores experimentava l'economia japonesa). El saldo exterior zero en 2012 implica que el dèficit públic és necessari per a compensar el superàvit privat.



Japó



Regne Unit

El Regne Unit replica la dinàmica dels saldos dels EUA i de l'eurozona. I el mateix s'observa en el cas de Japó: la crisi financera global causa els mateixos efectes que la recessió de balanç interna que va patir Japó durant dècada i mitja.

Una interpretació consistent amb aquestes dades és que les economies més avançades del món van experimentar, a finals de la dècada de 2000, una recessió de balanços global: una mena de pandèmia de recessions de balanços.

8. Efectes d'una recessió de balanços sense una recessió

La idea principal de l'anterior anàlisi és que una recessió pot impulsar el sector privat a donar prioritat a la minimització del deute, amb la conseqüència que les mesures convencionals per a sortir de la recessió (abaratir l'endeutament) esdevenen poc eficaces.

En un llibre recent, Koo (2022) suggereix una segona raó que pot portar el sector privat a donar prioritat a minimitzar deute (o, senzillament, a rebutjar endeutar-se fins i tot en períodes de taxes d'interès molt baixes): que el sector privat (principalment, les empreses) no trobin oportunitats prou atractives per a invertir (i endeutar-se). L'argument és que, atès que l'absència de deute incrementa les probabilitats de ser viables en el més llarg termini, quan les empreses no troben projectes d'inversió tendiran a minimitzar deute (si altres consideracions no recomanen el contrari, com regulacions impositives o objectius de rendibilitat).

Dues causes de la manca d'oportunitats d'inversió són:

- (i) que hi hagi països que ofereixen oportunitats que no s'hi troben a la propi país (de manera que es fa més atractiva la inversió a l'estranger);
- (ii) la manca d'innovacions o descobriments tecnològics que creïn noves oportunitats d'inversió.

Una conseqüència del fet que les empreses no trobin oportunitats d'inversió domèstica és que les polítiques tradicionals que pretenen estimular la inversió domèstica (rebaixa de taxes d'interès, pressupost públic més o menys equilibrat per a què el sector públic no competeixi amb el privat per projectes d'inversió) perden efectivitat: de res no serveix portar el cavall al riu per a què vegui aigua si el riu està sec.

Koo (2022) assenyala un altre efecte d'implementar polítiques que presumeixen que les empreses maximitzen beneficis quan en realitat volen reduir deute: com que aquestes polítiques tendiran a ser inefectives, es deteriora la confiança de la ciutadania en la capacitat de les autoritats públiques d'estimular l'activitat econòmica i de resoldre problemàtiques macroeconòmiques serioses. Si els errors de política econòmica provoquen patiment a la població, es fa més probable recorre a solucions 'fora del sistema' o 'antisistema'. Aquestes solucions típicament qüestionen el paper de l'organització democràtica dels sistemes de govern i prefereixen vies autocràtiques o, directament, dictatorial de prendre mesures de política econòmica.

9. Referències

Koo, Richard C. (2001): "The Japanese economy in balance sheet recession. The real culprit is fallacy of composition, not complacency", *Business Economics* 36(2), 15-23.

Koo, Richard C. (2013): "Balance sheet recession as the 'other half' of macroeconomics", *European Journal of Economics and Economic Policies Intervention* 10(2), 136-157.

Koo, Richard C. (2022): *Pursued Economy. Understanding and Overcoming the Challenging New Realities for Advanced Economies*, Wiley.