



## L'ajustament de les expectatives

Generalment es considera que els mercats financers són prou eficients com per anticipar els canvis previsibles en l'economia a partir de la informació disponible en cada moment. Si aquesta afirmació és certa, quin missatge ens estaria donant la caiguda dels principals índexs borsaris, el proppassat mes de gener, sobre les perspectives de l'economia mundial?

L'objectiu d'aquesta breu nota és plantejar tres reflexions al voltant d'aquest interrogant, que incitin al debat a la Taula de Política Econòmica del dia 4 de febrer, en el marc dels comentaris a l'Informe de Conjuntura catalana. S'ha dit que la propera crisi econòmica – si finalment ha d'arribar – seria la primera d'un món plenament globalitzat. En qualsevol cas, les expectatives sobre l'evolució de les economies catalana i espanyola durant els propers dos anys estaran molt condicionades per la resposta que es doni a l'interrogant anterior.

Les tres reflexions es limiten a l'economia americana, que continua sent la principal economia del món a distància – tot i el pes creixent de les economies emergents. Però alguns elements de l'anàlisi que s'exposa a continuació poden ser també vàlids per altres economies que durant els últims anys han crescut en base a una expansió accelerada del crèdit – cas de l'economia espanyola, per exemple.

### Primera reflexió: l'ajustament de les expectatives

El gràfic 1 mostra l'anomenada Q de Tobin del sector corporatiu no financer de l'economia americana, de 1945 a 2005.

La Q de Tobin és la ràtio entre el valor que tenen els actius empresarials en els mercats financers i el valor de reposició d'aquests actius a preus corrents. El numerador de la ràtio és la suma del valor de mercat dels fons propis ( E ) i del deute empresarial net a llarg termini ( D ), i el denominador és el valor de reposició dels actius fixes de les empreses ( K ).



Els actius fixes inclouen instal·lacions, equipament, software i actius immobiliaris, valorats als preus que costaria reemplaçar aquests actius en el present. (Totes les dades s'han obtingut dels comptes financers de l'economia americana publicades per la Reserva Federal.)

Quan  $Q$  és superior a la unitat els mercats financers estan valorant els actius de les empreses per sobre del que costa reproduir físicament aquests actius en el sector no financer. A la inversa, quan  $Q$  és inferior a la unitat els mercats financers valoren els actius empresarials per sota del que costa reproduir-los.

Un valor de  $Q$  superior a 1 implica que les expectatives de rendibilitat empresarial dels operadors financers superen el cost de reproducció del capital. Per tant, hi ha un incentiu poderós a la inversió en nous actius productius. Si l'economia és prou competitiva i les expectatives dels operadors financers anticipen correctament el potencial de creixement de les empreses la inversió augmentarà fins fer desaparèixer les oportunitats de beneficis extraordinaris. És a dir: el valor de  $Q$  retornarà a la unitat, perquè el denominador (la inversió real) augmentarà més ràpidament que el numerador (la inversió financera en actius empresarials), confirmant les expectatives que van originar la divergència del valor unitari.

Per altra banda, quan les expectatives són fruit d'una "exhuberancia irracional" dels agents econòmics, són els mercats financers els que finalment s'ajusten. Cau el valor en borsa dels actius i frena el numerador fins que  $Q$  retorna a la unitat.<sup>1</sup>

Històricament, als EUA, el valor de  $Q$  en el sector corporatiu no financer ha tendit a retornar al valor unitari. I l'ajustament s'ha produït per les dues bandes: la financera i la no financera.

---

<sup>1</sup> Pel que fa al capital humà i altres actius intangibles, només podran explicar una divergència persistent de  $Q$  del valor unitari en la mesura que les rendes que es deriven d'aquests actius són apropiades indefinidament per les empreses en forma de beneficis recurrents. En uns mercats de béns i treball prou competitius, els rendiments del capital humà associats amb una major productivitat horària es tendiran a reflectir en els salaris dels treballadors, mentre que bona part del capital tecnològic està incorporat al capital físic. Finalment, les rendes extraordinàries derivades d'altres actius intangibles específics no incorporats al capital físic subsistirán en la mesura que no siguin reproduïbles per altres empreses – la qual cosa és contradictòria amb la hipòtesi de lliure competència en que es basa la  $Q$  de Tobin. (I, a nivell agregat, els beneficis extraordinaris en algunes empreses i sectors es compensaran amb uns ingressos inferiors al cost del capital en altres empreses i sectors. )



Els períodes tendencialment expansius de l'economia americana tendeixen a coincidir amb períodes en que el valor de  $Q$  augmenta. (Per exemple, el període que va de la immediata postguerra fins l'any 1968, que marca un màxim temporal per a  $Q$  de 1,34.) Mentre que els períodes llargs de creixement alentit estan associats amb valors de  $Q$  a la baixa. (Com, per exemple, el període que va de 1968 a 1981, que marca un mínim per a  $Q$  de 0,52.)

Entre 1982 i 1990 el valor de  $Q$  va anar retornant gradualment cap a la unitat. Però a partir de 1991 i fins 1999 el valor de  $Q$  es dispara fins un màxim històric de 2,43, coincidint amb una de les etapes expansives més remarcables en la història de l'economia americana. El problema és que per convergir de nou amb el valor unitari des d'un valor superior a 2 la ràtio  $Q$  tenia un camí molt llarg per recórrer. O la inversió productiva augmentava a un ritme sense precedents, o les expectatives de rendibilitat dels mercats financers s'haurien d'ajustar molt a la baixa.

Efectivament, a partir de l'any 2000, coincidint amb l'esclat de l'anomenada "bombolla tecnològica", són les expectatives dels operadors financers les que es comencen a ajustar ràpidament a la baixa, fent caure el preu de les accions. La reacció decidida de la Reserva Federal, amb baixades ràpides i sostingudes dels tipus d'interès, aturen temporalment la caiguda entre 2003 i 2006, però es reprèn amb força l'any 2008 amb la crisi de les "subprime" i l'esclat de la "bombolla immobiliària" al Estats Units.

També aquesta vegada la Reserva Federal ha tornat a actuar amb contundència, abaixant els tipus d'interès en un 1,25% en l'espai de 8 dies. Però no està clar que aquesta vegada la medicina arribi a tenir els mateixos efectes – encara que vagi acompanyada d'una política fiscal expansiva.

La reflexió de fons que proposem a la Taula és valorar fins a quin punt l'economia americana pot haver entrat, o no, en un període llarg de reajustament a la baixa de les expectatives de benefici, que acabarà forçant la convergència de  $Q$  amb el valor unitari principalment per la via del numerador (la qual cosa implicaria una borsa tendencialment "baixista"). Aquest seria segurament el cas si les expectatives de creixement dels beneficis al sector empresarial no financer dels Estats Units durant els últims anys han estat basades en uns desequilibris profunds que caldrà corregir



– com, per exemple, una expansió del crèdit excessiva en relació amb la capacitat d'una fracció creixent dels prestataris per retornar el deute en temps i forma.

### Segona reflexió: l'ajustament de la inversió

L'ajustament de les expectatives als mercats financers i l'evolució dels valors borsaris són qüestions de segon ordre d'importància comparades amb l'evolució del sector no financer de l'economia. Aquí la reflexió a fer és fins a quin punt un possible ajustament a la baixa de les expectatives de benefici en els mercats financers serà o no compartit per les empreses del sector no financer en les seves decisions d'inversió.

El gràfic 2 mostra l'evolució de la taxa de creixement real de l'estoc net de capital productiu (instal·lacions, equipament i software) del sector corporatiu no financer de l'economia americana, entre 1945 i 2005 (la línia discontinua GY), juntament amb la taxa de creixement real del valor afegit en aquest sector (la línia continua GK).

Es pot observar com la segona variable, el valor afegit, és molt més volàtil que la primera, l'estoc de capital, i sembla "gravitar" al seu voltant. Les fluctuacions del valor afegit marquen l'evolució cíclica de l'economia, mentre que la tendència de fons la determina l'evolució de la capacitat productiva, representada per l'estoc de capital.

Entre els anys 1991 i 1999 la taxa de formació de capital productiu en l'economia americana va seguir una senda ascendent d'una longitud i d'una intensitat sense precedents en la sèrie històrica considerada – coincidint amb l'ascens de Q fins el màxim de 2,4 en 1999. Però a partir del màxim assolit l'any 2000 la taxa de creixement de l'estoc de capital es comença a desaccelerar – coincidint amb el principi del descens de Q. La desacceleració s'atura a partir de 2003 – amb la reacció de la Reserva Federal – situant-se l'any 2005 en un valor (2,9%) similar a la mitjana històrica del període 1945–2005 (2,8%).

Durant els últims anys les expectatives que han determinat les decisions d'inversió en el sector corporatiu no financer de l'economia americana semblen haver marxat compassades amb les expectatives alcistes reflectides als mercats financers. I les



dues han estat impulsades per una expansió del crèdit que marca una transformació estructural de l'economia americana iniciada a finals dels 80, i que arriba al zenit entre 2001 i 2004.

La pregunta és si aquesta expansió del crèdit és sostenible. I, si no ho és, com podria afectar una reavaluació dels criteris de concessió de crèdit en el sector financer a les decisions d'inversió del sector empresarial no financer durant els propers anys.

### Tercera reflexió: l'ajustament del crèdit

El gràfic 3 compara l'evolució de dues ràtios d'endeutament per al sector corporatiu no financer americà.

La primera ràtio (la línia discontinua de color blau) és el percentatge que representa el deute empresarial a llarg termini (  $D$  ) en relació amb el valor de mercat dels actius empresarials (la suma dels fons propis  $E$  i del deute a llarg a valors de mercat).

La segona (línia continua de color vermellós) està construïda com el percentatge que representa el deute empresarial a llarg termini en relació amb el valor de reposició a preus corrents dels actius empresarials (  $K$  ).

Quan la  $Q$  de Tobin és igual a 1 les dues ràtios coincideixen, però quan  $Q > 1$  la primera forma de mesurar l'endeutament disminueix la percepció del risc associat – i ho fa amb major intensitat com més gran és la divergència de  $Q$  del valor unitari.

El primer indicador d'endeutament presenta una trajectòria estacionària. És a dir, no mostra una tendència sistemàtica a l'alça o a la baixa al llarg del període considerat (fluctua en una banda compresa entre el 15% i el 35%).

El segon indicador, en canvi, si presenta una tendència clara i sistemàtica a l'alça des de finals dels 80, coincidint amb el principi de la desregulació als mercats financers. A partir de 1991, aquest segon indicador supera al primer i comença una escalada alcista continuada fins assolir un màxim del 41% en 2003, al temps que el



primer indicador segueix una trajectòria inversa a la baixa fins un mínim del 14,5% en 1999.

Per tant, els dos indicadors emeten senyals de risc oposades. El criteri de quin indicador s'ha de prendre com a referència depèn de si es considera que els mercats financers sobrevaloren, o no, les expectatives de creixement del sector empresarial.

Un possible problema pot sorgir quan les expectatives de creixement depenen al seu torn de l'expansió del crèdit. Quan aquest és el cas, el deute de les empreses creix a major velocitat que el seu estoc de capital a preus corrents, i la línia continua del gràfic presenta un pendent sistemàtic a l'alça. Això és precisament el que s'observa a l'economia americana des de finals dels 80.

Evidentment, un procés en que la inversió de capital i l'expansió del crèdit es retroalimenten no es pot mantenir indefinidament. Les dues línies hauran d'acabar convergint de forma paral·lela al procés de convergència de Q amb el valor unitari. La qüestió és com es produirà aquesta convergència: si per una evolució a l'alça de la línia discontinua o per una evolució a la baixa de la continua, o totes dues a l'hora en diferent mesura.

Per a què la línia discontinua evolucioni a l'alça, cal una disminució del valor de mercat dels fons propis empresarials en relació amb el valor del deute acumulat, tal com s'observa al gràfic 3 a partir de l'any 2000. Mentre que una evolució a la baixa de la línia continua implica una disminució del deute acumulat com a proporció de l'estoc de capital, tal com s'observa al gràfic en 2004 i 2005. En aquest segon cas, la reducció del pes del deute s'aconsegueix reduint la taxa d'inversió.

La convergència sembla haver començat a produir-se per les dues vies, però encara resta una distància important per recórrer, amb l'interrogant de fins a quin punt un clima de major restricció creditícia derivada d'una major percepció de risc associat amb l'endeutament (l'ascens de la línia discontinua) pot afectar les decisions d'inversió de les empreses no financeres (el descens de la línia continua).

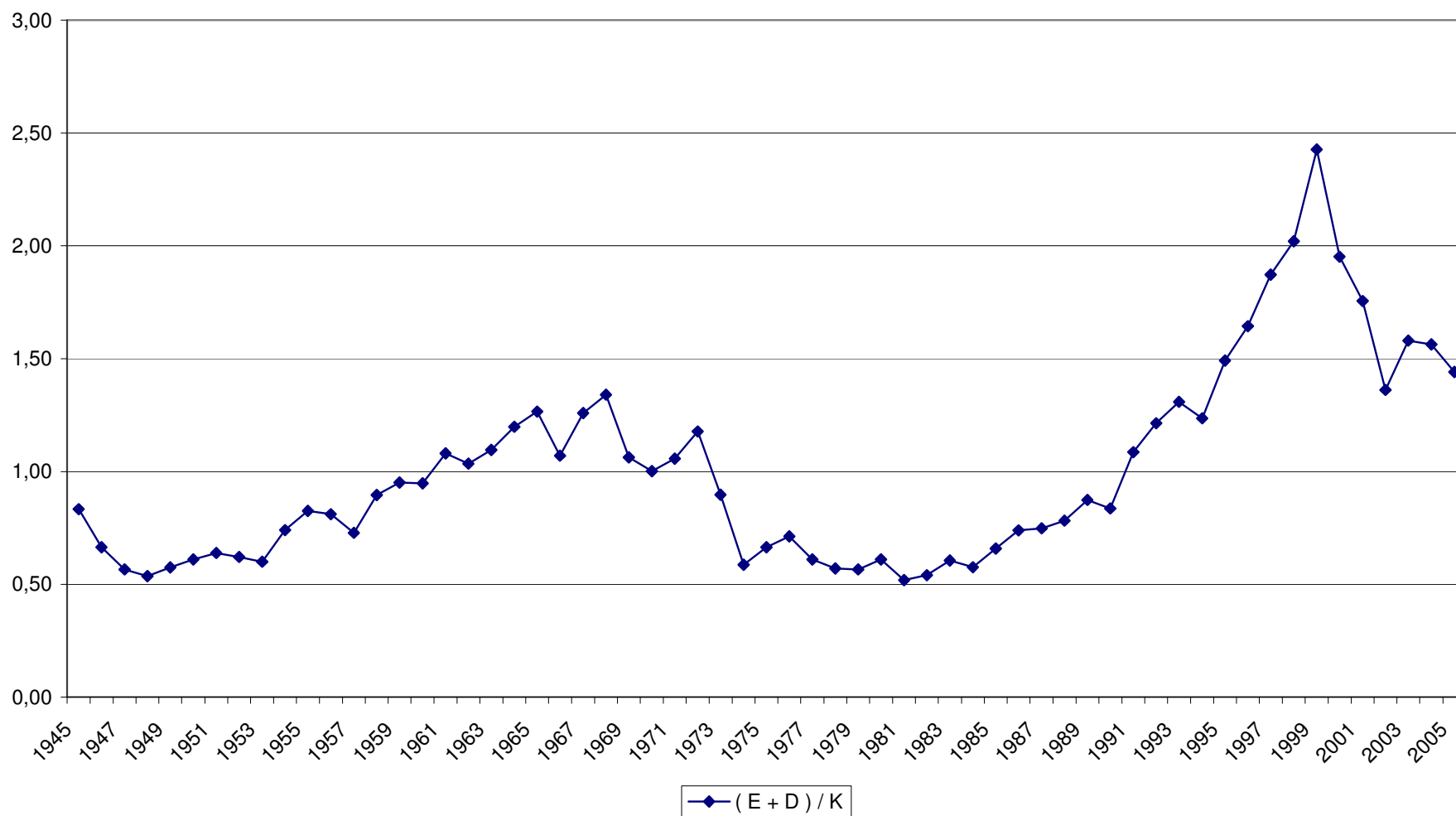


Comentari final

Una anàlisi de l'evolució de les economies britànica i espanyola – entre d'altres – mostraria possiblement alguns punts en comú amb el cas americà. Però les diferències també són importants. En qualsevol cas, el desenvolupament futur de les condicions de crèdit en l'economia americana tindrà un impacte considerable en l'economia mundial, que serà més intens en aquelles economies on l'expansió accelerada del crèdit i l'endeutament creixent del sector privat han generat desequilibris que finalment caldrà corregir.

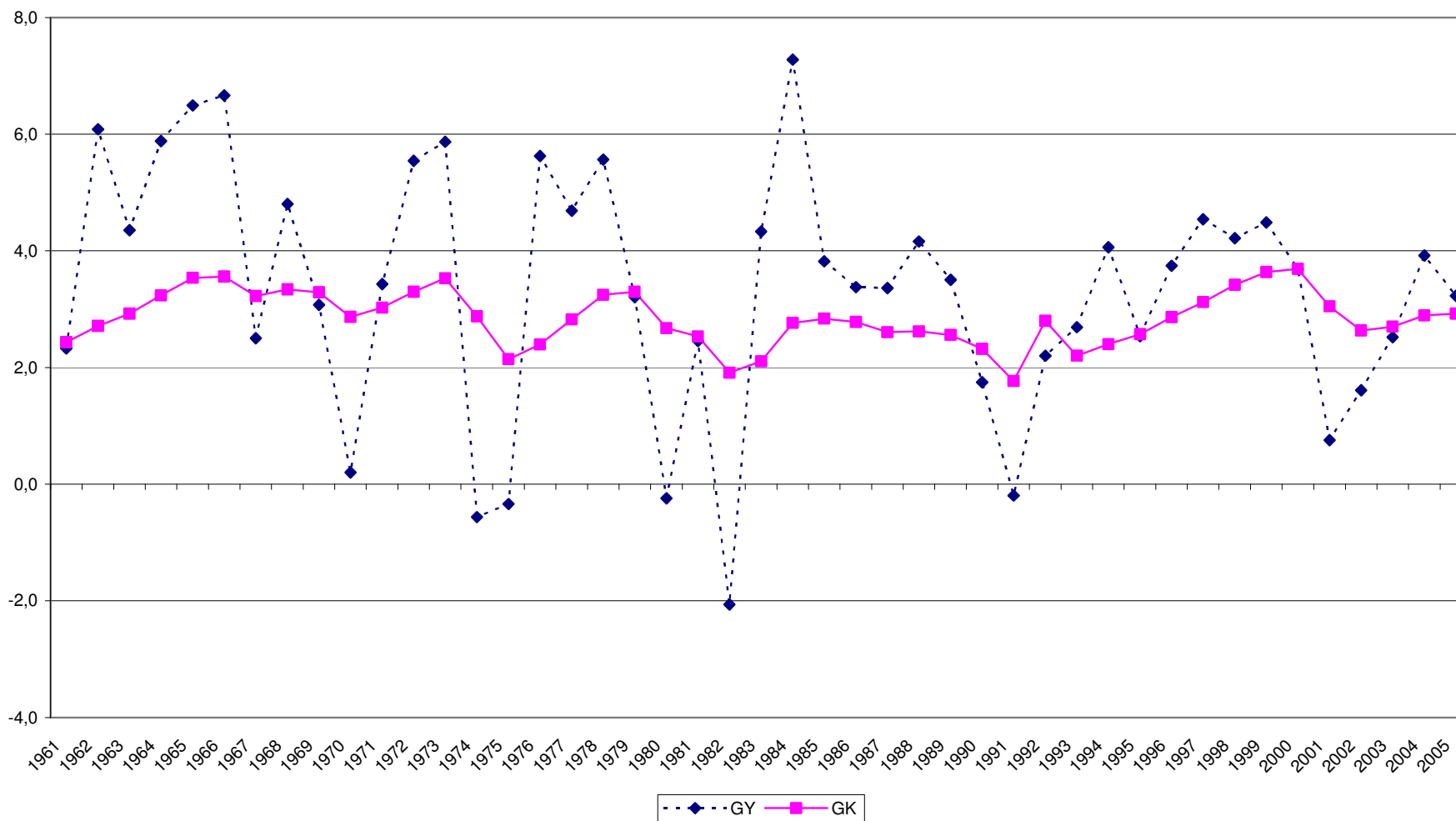


GRÀFIC 1. Q DE TOBIN





GRÀFIC 2. CREIXEMENT DEL VAB ( GY ) I DE L'ESTOC DE CAPITAL ( GK )



### GRÀFIC 3. RÀTIOS D'ENDEUTAMENT

