

Síntesi de Resultats

Observatori de prospectiva de Mercats Exteriors

La crisi provoca l'aparició de noves realitats financeres i macroeconòmiques

Aquest document destaca les principals idees i resultats de l'Informe anual de l'OME 2010.

Idees força

1. L'estalvi excedent de determinats països emergents s'ha convertit en font de finançament de països avançats els últims anys
2. Amb la crisi s'incrementa el deute públic en circulació i les economies prestamistes tenen menys excedent per posar a disposició del sistema financer internacional
3. La correcció dels desequilibris externs en contraposició a la teoria dels mecanismes automàtics
4. És necessari buscar alternatives al dòlar com moneda a de referència internacional?

En els anys anteriors a la crisi es van elaborar moltes explicacions de com l'estalvi excedent de determinats països emergents es va convertir en la font de finançament de països avançats amb insuficiències. La taula 1 presenta les dades referides a 2008, publicades pel Fons Monetari Internacional, que ratifica les tendències, malgrat els descensos dels preus de les matèries primeres, que afectaven els superàvits d'alguns països i els primers efectes de la crisi.

La dinàmica dels fluxos financers ha generat perplexitats i controvèrsies. Els primers semestres de la

crisi van mostrar més aviat una revaloració del dòlar. S'apel·lava així mateix que la crisi mateixa hauria engegat uns mecanismes «automàtics» de reducció dels desequilibris externs que farien menys necessària una depreciació del tipus de canvi.

Aquests fets van donar ales als defensors d'interpretacions «benignes» dels «desequilibris globals», com Dooley *et al.* (2009), que havien elaborat la teoria denominada *Bretton Woods II* —segons la qual hi hauria una complementarietat estratègica d'inte-

Taula 1. Països amb capacitat de finançament (exportadors nets de capitals) i amb necessitat de finançament (importadors nets de capitals): dades referides a 2008

Exportadors nets de capitals	Percentatge
1. Xina	24,2
2. Alemanya	12,9
3. Japó	8,6
4. Aràbia Saudita	7,6
5. Rússia	5,6
Importadors nets de capitals	Percentatge
1. Estats Units	43,0
2. Espanya	9,8
3. Itàlia	4,7
4. Grècia	3,3
5. Regne Unit	2,9

Font: FMI (2009b), apèndix

ressos entre una Xina necessitada d'exportacions (ajudades per un tipus de canvi infravalorat) en inversions estrangeres (amb tecnologies cada vegada més sofisticades) per a modernitzar-se i uns Estats Units necessitats de l'estalvi exterior i de localitzacions barates i eficients per a les seves multinacionals—.

Destacats economistes com Rogoff (2009) argumentaven, raonablement, que pretendre i/o propiciar aquest escenari voldria dir que no hauríem après les lliçons de la crisi... cosa que ens condemnaria a repetir-les en un horitzó temporal no excessivament dilatat.

Que les crisis financeres deixen com a seqüeles importants increments del deute públic, com a conseqüència de les mesures expansives i de «rescat» amb recursos públics necessàries per fer-hi front, és una de les regularitats empíriques històriques més conegudes... i recordades en els moments presents.

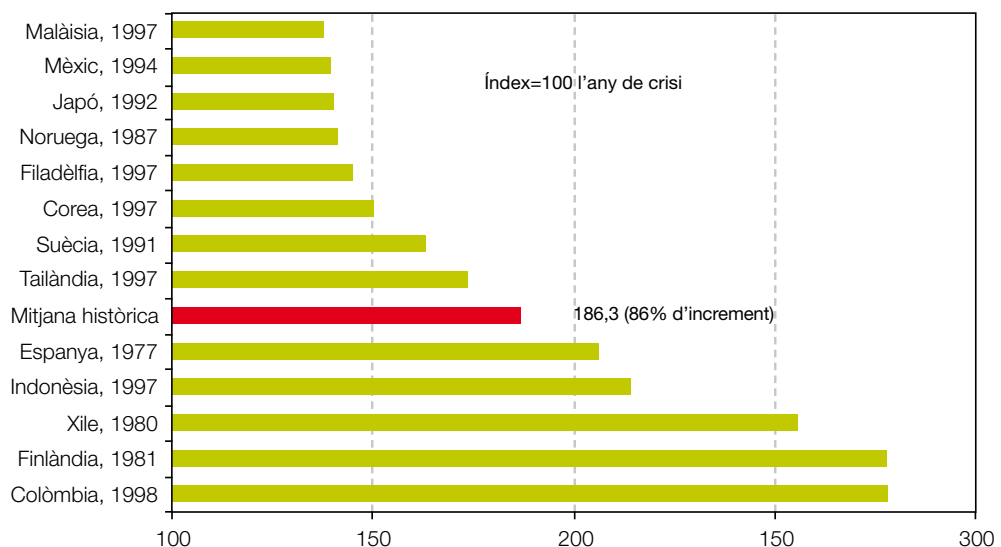
En un dels estudis comparatius de referència, Reinhart i Rogoff (2009) inclouen entre les variables rellevants per comparar precisament l'efecte de les crisis sobre el volum de deute públic en circulació. Com mostra la figura 1, la dada que una crisi financera de certa gravetat pràcticament duplica (increment del 86%) de mitjana el deute públic en circulació és un punt de referència inicial, no per consistent al llarg de la història menys objecte d'anàlisi i preocupació.

Adicionalment, Christian Broda *et al.* (2009) apunten que les economies (principalment emergents) fins ara amb capacitat d'estalvi es trobin, d'una banda, amb menys capacitat sobre això (per la disminució de superàvits comercials i/o dels preus de *commodities* exportades) i, de l'altra, tinguin més «urgències domèstiques» que els limitin els excedents que puguin posar a la disposició del sistema financer internacional. La figura 2 mostra, a la part esquerra, el punt de partida «à la Bernanke»: els dèficits de les economies avançades haurien estat coberts pels importants excedents de la Xina, els exportadors de petroli i altres economies de superàvit, tant desenvolupades com Alemanya i Japó com altres potències comercials emergents. A la part dreta apareixen les estimacions assumides per Broda *et al.* (2009) respecte a les (importants) reduccions esperades en la capacitat de préstec a l'exterior de les principals economies amb capacitat de finançament en els anys precedents a la crisi.

Una implicació important d'aquest enfocament és que de la mateixa manera que l'anterior estalvi abundant hauria contribuït a mantenir molt baixos els tipus d'interès, ara l'escassetat d'estalvi global pressionaria a l'alça els tipus d'interès, malgrat tots els esforços que a curt termini estan fent els bancs centrals.

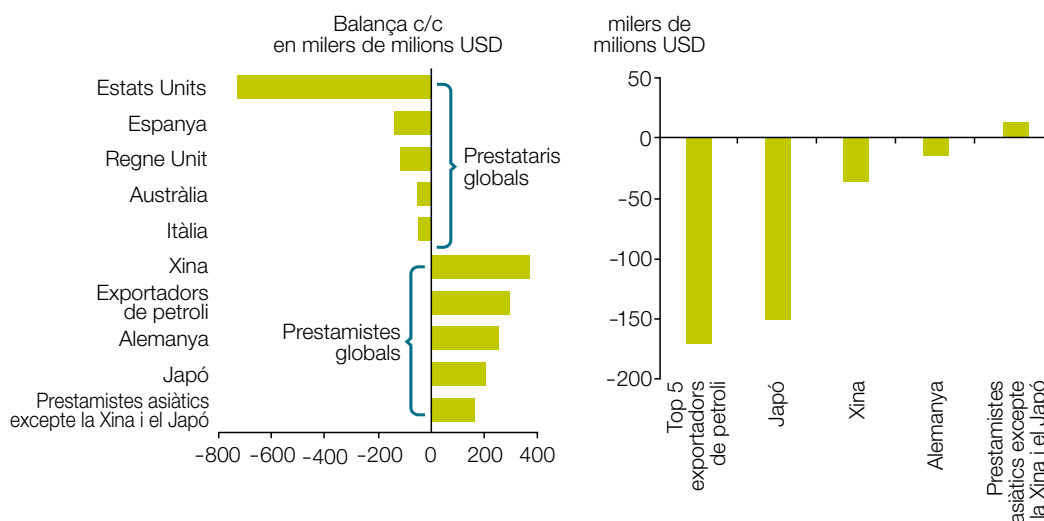
L'actual crisi, amb la seva magnitud especialment greu i les respostes més expansives que en episodis anteriors (pel seu abast global i altres consi-

Figura 1. Comparació d'episodis històrics de crisis financeres: conseqüències en termes d'acumulació de deute públic



Font: Reinhart-Rogoff (2009)

Figura 2. Part esquerra: prestamistes i prestataris a escala global (2007). Part dreta: reducció esperada dels estalvis del «prestamistes globals» com a conseqüència de la crisi (de 2008 a 2009)



Font: Broda *et al.* (2009)

deracions) ha generat una dinàmica sobre això especialment accentuada.

Les implicacions d'aquests escenaris són d'ampli abast. Només referint-nos a les més relacionades amb l'objecte d'aquests paràgrafs, s'apunta, d'una banda, que l'amplitud del finançament requerit per les polítiques públiques de les economies avançades –tant fiscals com monetàries– pot estar semblant les bases d'un rebrot inflacionista (si no s'adopten contundents «estratègies de sortida» o reversió d'aquestes mesures). Uns altres assenyalen que per als Estats Units aquesta inflació podria enllaçar amb una depreciació del dòlar que reduís el valor dels seus deutes (com els «efectes valoració» entre 2003 i 2007). S'arriben a nivells més delicats quan s'apunta que aquest risc podria afegir-se a altres motivacions polítiques o geoestratègi-

ques per abundar en la necessitat de buscar alternatives al paper del dòlar com moneda de referència internacional, cosa que passa en gran manera perquè el seu paper en els contractes i reserves internacionals vagi trobant alternatives. No falta qui assenyalen que la Xina pot trobar-se «atrapada» per les seves elevades tinences de dòlars, que la converteixen en un dels principals perjudicats per una desvaloració de la moneda EUA que podria associar-se a l'afebliment del seu estatus internacional i/o una inflació més alta (o revisió a la baixa del ràting de qualitat creditícia) dels Estats Units. En tot cas, la llista de candidats a una successió (que seria precipitat declarar oberta) del dòlar és bastant àmplia per afeblir cadascuna de les opcions alternatives, des de l'euro als drets especials de gir, passant per una moneda asiàtica centrada en el renminbi.