

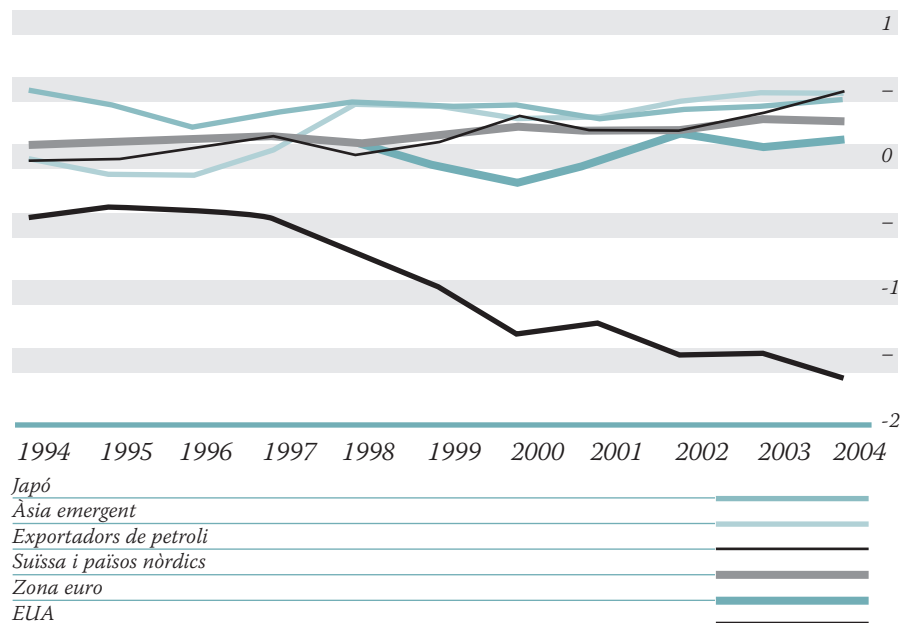
## Fluxos financers internacionals: estalvi i inversió, equilibris i desequilibris

L'evolució del preu del petroli i la magnitud i sostenibilitat dels desequilibris externs de diverses economies —singularment, però no exclusivament, dels Estats Units— marquen en aquests moments els debats en l'àmbit financer internacional, sense oblidar altres processos laboriosos com la paulatina entrada en vigor de normes de solvència d'entitats financeres en el marc de “Basilea II”, així com d'altres normes financeres i comptables.

En aquesta secció revisarem els problemes financers internacionals prenent com a fil conductor els debats sobre les causes i les conseqüències dels desequilibris externs, partint dels diferencials entre estalvi i inversió, el paper econòmic present i les implicacions per al futur. Les explicacions que es revisen estan seleccionades per posar de relleu ingredients significatius per a l'evolució econòmica i financer, des dels escenaris previsibles fins al paper dels actius intangibles en la mateixa conceptualització dels equilibris.

Aquestes preocupacions actuals reflecteixen aspectes estructurals de fons que marcaran el futur de l'economia mundial. Ja s'ha comentat al segon capítol el canvi de cicle del preu del petroli —com a conjunció de factors de demanda creixent i no només de problemes d'oferta vinculats a la geopolítica— i com el món es prepara per a una reflexió que no serà fàcil sobre el futur de l'aprovisionament energètic. I pel que fa als “desequilibris externs” —comentats ja al primer capítol juntament amb l'evolució de les posicions externes netes d'actius i passius—, més enllà de la seva magnitud recollida en la figura 3-15, posa de relleu canvis en les pautes d'estalvi i inversió a escala mundial, dels quals cal avaluar si són sostenibles, i cal, en tot cas, analitzar les implicacions de trajectòries alternatives en els propers temps.

Figura 3.15 Posicions dels saldos per compte corrent de diversos països o grups de països, com a percentatge del PIB mundial, 1994-2004



Font: FMI 2005.

És ben conegut que els desequilibris exteriors —especialment els dèficits o superàvit per compte corrent que, amb alguns ajustaments (principalment associats a transferències de capital), coincideix amb l'anomenada “necessitat o capacitat de finançament nacional”— no són només el resultat de les diferències entre importacions i exportacions de mercaderies (balança comercial), ni tan sols afegint-hi les importacions i exportacions de serveis i altres partides que, com veurem, són cada vegada més importants, com els rendiments de factors nacionals a l'estranger (rendes d'inversió i remeses d'emigrants). Els saldos per compte corrent reflecteixen *també* les diferències entre estalvi i inversió d'un país. Una economia amb més estalvi que inversió pot prestar el seu excedent a la resta del món, mentre que en les economies amb un estalvi nacional insuficient (privat o públic) fer finançar la inversió (privada i pública) requereix absorbir recursos de la resta del món. Aquesta “equivalència” cobra cada vegada més pes. No només perquè Bernanke (2005) la va reivindicar abans d'accedir a la presidència de la Reserva Federal o perquè l'FMI (2005) va explicitar el seu paper en els desequilibris exteriors, sinó sobretot perquè estalvi i inversió són variables clau en la “performance” econòmica a mig i llarg termini. I perquè el posicionament dels països i territoris en l'economia global dependrà de la seva capacitat d'estalvi —amb els drets que dóna la seva titularitat— o la seva capacitat per atraure de manera sostinguda estalvi de la resta del món, en ambdós casos per invertir-lo de manera eficient i productiva.

Per tant l'anàlisi dels mecanismes, equilibris i desequilibris financers internacionals no només té una lectura de conjuntura sinó que és decisiu per perfilar el futur de les capacitats econòmiques i empresarials vinculades a disposar i/o accedir a fluxos d'estalvi i inversió. En bona mesura, la distribució del poder econòmic a mig termini depèn crucialment d'aquests factors: estalvi, capacitat per finançar la inversió i fer inversions amb productivitat adient, com ja hem comentat a la secció anterior. Els mecanismes financers són doncs, en part, símptomes però també causes coadjuvants de la redistribució de riquesa i poder subjacent a la globalització.

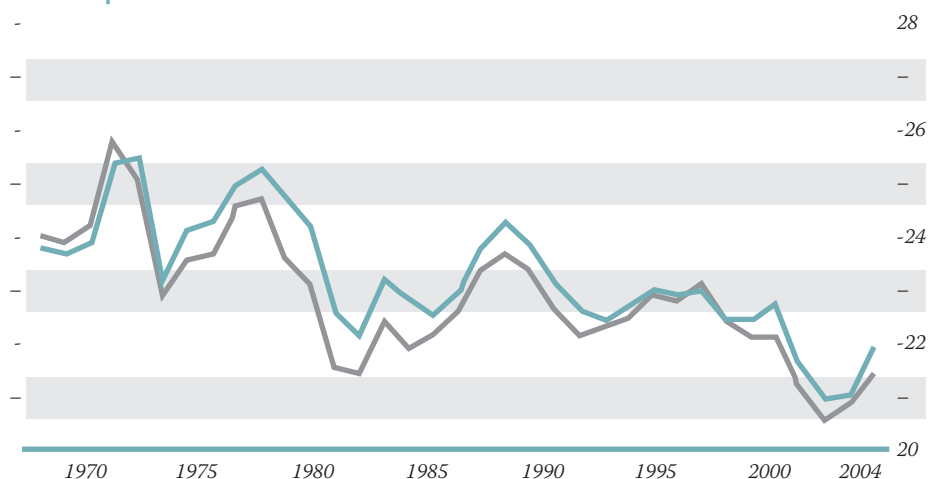
La figura 3-15 mostra els saldos per compte corrent de diversos països o grups de països com a percentatge del PIB mundial. El tret més destacat és la manera com el dèficit dels Estats Units assoleix una quantia superior a l'1,5% del PIB mundial, tenint com a contrapartida els superàvits dels països exportadors de petroli, de l'Àsia emergent i del Japó, amb una posició més propera a l'equilibri de la zona euro.

Per la seva part, la figura 3-16 mostra la interpretació dels desequilibris externs en termes de diferències entre l'evolució de l'estalvi i la inversió. S'observa a la part superior de la figura una tendència decreixent tant de l'estalvi com de la inversió, amb expectatives —compartides per l'FMI en el seu informe de primavera de 2006— de recuperació en la inversió a mesura que es vagi utilitzant al màxim la capacitat productiva instal·lada a escala global. Les dues parts inferiors desglossen les dades entre els agregats de països industrials d'una banda i països emergents i en desenvolupament de l'altra, amb un dèficit d'estalvi en el conjunt dels primers compensat per un *saving glut* dels segons —encara que la seva distribució dins de cada grup és, com es veurà, força heterogènia. Aquesta novetat, en termes històrics, que, en agregat, els “països pobres” estan finançant els “rics” introdueix una dimensió de *desitjabilitat* en l'anàlisi sobre els desequilibris, més enllà de la tradicional pregunta sobre la seva sostenibilitat. Però de nou està canviant la definició i l'abast de qui és “ric” o “pobre”.

Cal destacar que l'anomenada globalització financera està demostrant una gran capacitat i facilitat per finançar divergències de magnitud històricament importants, que poden respondre a situacions d'equilibri (països amb capacitat d'inversió superior al seu estalvi) o de desequilibri. Això ressalta la importància de comptar amb un sistema financer eficient —nacionalment i internacionalment— per canalitzar l'estalvi o assolir finançament de les capacitats inversores de les empreses i activitats nacionals. També el paper del sistema financer és important ja que, com es comenta més endavant, la translació de desequilibris per compte corrent a canvis en les posicions netes externes d'actius i passius es pot veure afectada pels anomenats efectes valoració, és a dir, variacions en tipus de canvi, i evolucions diferenciades dels rendiments d'actius a diferents borses i mercats de valors. (Un dels factors que s'apunten per explicar que la posició financera neta dels Estats Units és força menys negativa que la suma acumulada dels dèficits per compte corrent té a veure amb aquests mecanismes associats als mercats de canvis i financers.)

Figura 3.16 Estalvi, inversió i saldos per compte corrent - Economia mundial, països industrialitzats i emergents

#### Tots els països



#### Països industrialitzats

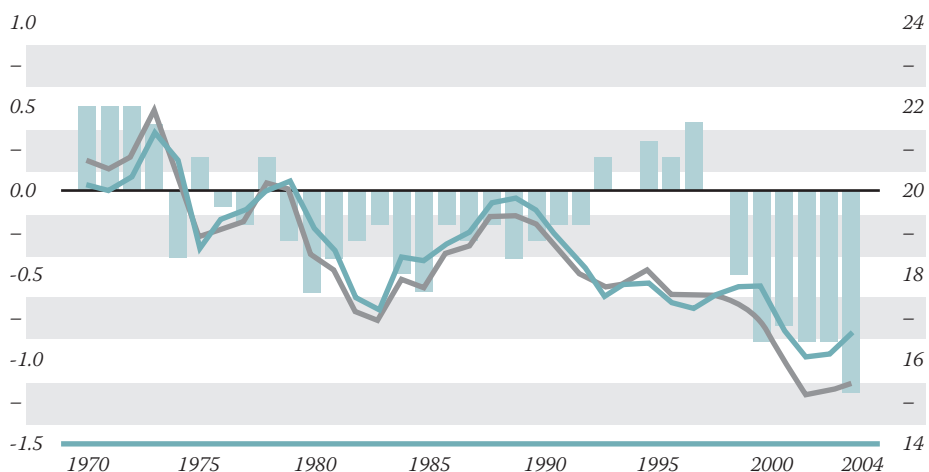
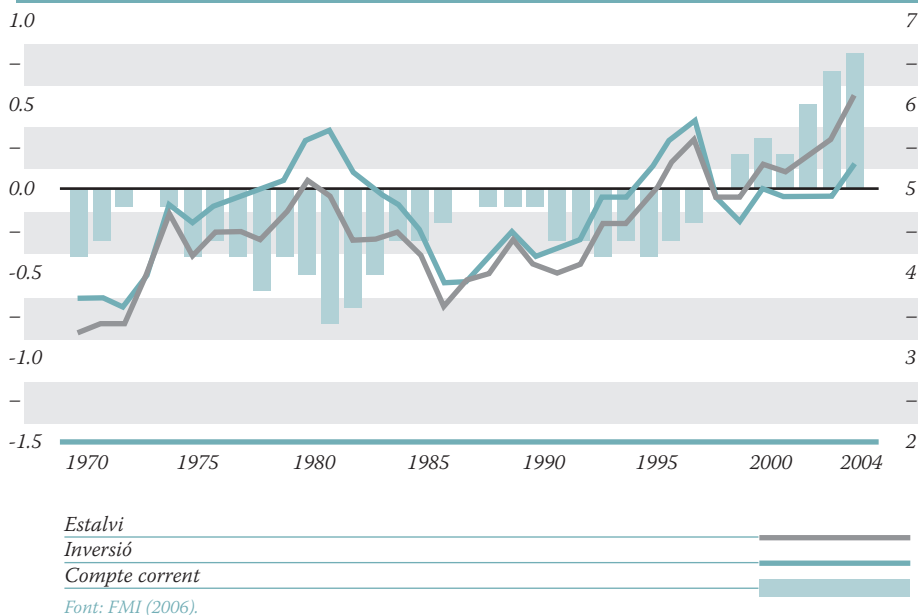


Figura 3.16 Mercats emergents i països productors de petroli



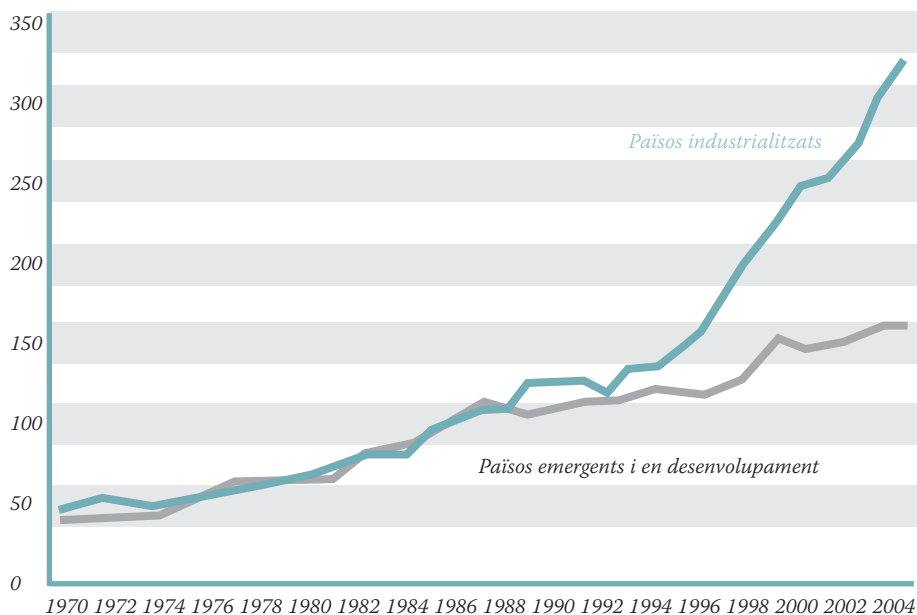
Però a banda d'aquest tret i dels riscos de sostenibilitat i “reversió” que genera, cal destacar també altres vessants:

- D'una banda, el volum de fluxos financers internacionals ha augmentat de forma molt notable des de principis dels anys noranta, com mostra la figura 3-17, que completa la presentada al primer capítol sobre obertura comercial i financera en l'economia mundial. Cal constatar que el grau d'inserció financera internacional ha crescut més a les economies industrials que a les emergents, en gran mesura pel que es comenta al punt c).
- D'altra banda, com va posar mediàticament de relleu Bernanke (2005) i recull la figura 3-16, la posició conjunta dels països industrialitzats és de dèficit. A més dels Estats Units, altres països com el Regne Unit, Espanya o Austràlia tenen dèficits importants. Certament Alemanya i el Japó disposen de superàvits, però el resultat agregat és que són els països emergents i en desenvolupament els que estarien finançant el conjunt de països industrialitzats, alterant una coneguda pauta històrica en sentit contrari i portant a debatre la desitjabilitat d'aquesta tendència i la racionalitat agregada vinculada a l'anàlisi de si, també en conjunt, les oportunitats rendibles d'inversió estan ubicades als llocs on es rep el finançament.

Recentment, el Fons Monetari Internacional ha actualitzat les dades sobre països amb més superàvit i dèficit per compte corrent - i per tant a priori amb més capacitat i necessitat, respectivament, de finançament exterior. La Taula 3-12 recull les principals posicions dels rànquings, en que destaca com Xina puja al segon lloc dels “exportadors nets de capital”, només darrera Japó i Alemanya, mentre que entre els “importadors nets de capital” Estats Units manté una posició molt destacada seguida per Espanya, que es situa per davant de països com Regne Unit o França.

Figura 3.17 Globalització financera

suma de les ratios d'actius i passius internacionals respecte al PIB (1970-2004)  
pels països industrialitzats i els països emergents i en desenvolupament



Font: Lane i Milesi-Ferretti (2006)

Taula 3.12 Països amb posicions més superavitàries (capacitat de finançament)  
i deficitàries (necessitat de finançament) per compte corrent (dades 2005)

<i>Superàvits- capacitat finançament</i>		<i>Dèficits – Necessitat de finançament</i>	
<i>País</i>	<i>% del total mundial</i>	<i>País</i>	<i>% del total mundial</i>
<i>Japó</i>	<i>14,2 %</i>	<i>Estats Units</i>	<i>65,1 %</i>
<i>Xina</i>	<i>13,7 %</i>	<i>Espanya</i>	<i>6,8 %</i>
<i>Alemanya</i>	<i>9,7 %</i>	<i>Regne Unit</i>	<i>3,9 %</i>
<i>Aràbia Saudí</i>	<i>7,5 %</i>	<i>Austràlia</i>	<i>3,4 %</i>
<i>Rússia</i>	<i>7,5 %</i>	<i>França</i>	<i>2,7 %</i>
<i>Suïssa</i>	<i>4,4 %</i>	<i>Itàlia</i>	<i>2,2 %</i>
<i>Noruega</i>	<i>4,3 %</i>	<i>Turquia</i>	<i>1,9 %</i>

Font: Fons Monetari Internacional, *Global Financial Stability Report*, 2006.

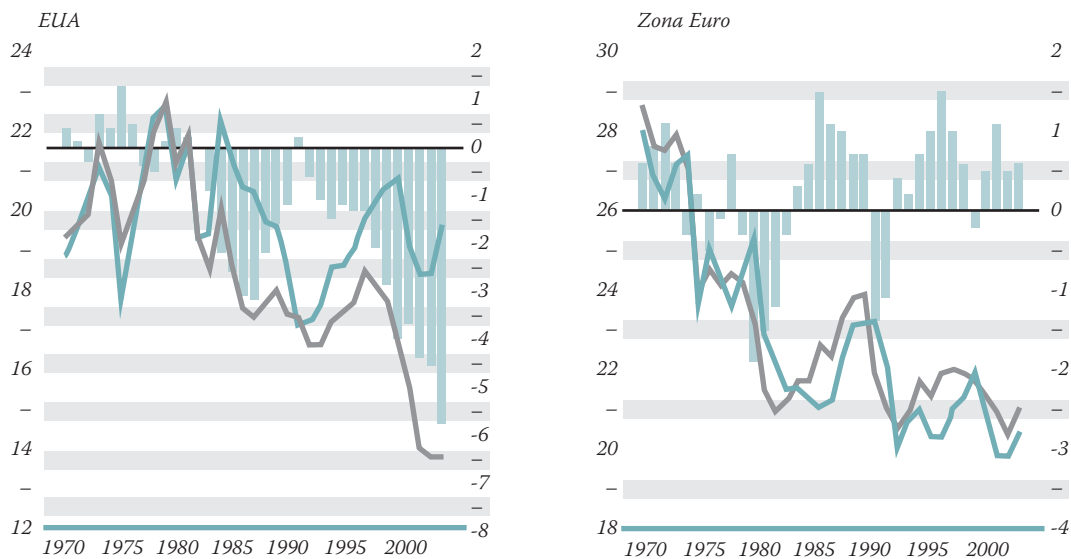
Per la seva part, les figures 3-18 (economies industrialitzades) i 3-19 (economies emergents) presenten les dades d'estalvi, inversió i saldo per compte corrent una mica més desagregades.

c) Continua el predomini de la diversificació.

Alguns analistes distingeixen en els fluxos financers el paper de la “diversificació” i el del “finançament”. El paper del finançament és el resultat dels “fluxos nets” (saldo creditor o deutor) de cada economia, com a capacitat o necessitat agregada de finançament de la resta del món. En canvi els fluxos “bruts” de diversificació amb freqüència impliquen inversions recíproques d'uns països en altres de gran volum, independentment del “saldo net”.

Obstfeld (2004) presenta un índex per “separar” ambdues dimensions, basat en l'índex Grubel-Lloy de comerç intraindustrial, i calcula aquest índex per diversos

Figura 3.18 Economies industrialitzades (EUA i Zona Euro). Estalvi, Inversió i Saldo per Compte Corrent



Estalvi  
Inversió  
Compte corrent (escala dreta)

Font: FMI (2006).

països industrials i en desenvolupament, amb una versió que exclou els moviments de reserves que tenen un paper “d’ajust”, i ho complementa amb l’indicador convencional de pes relatiu del “comerç en actius” respecte al PIB. Els resultats evidencien un paper més important de la diversificació per les economies avançades, que a l’hora també tenen una intensitat de “comerç en actius” força superior als països en desenvolupament.

#### d) El paper del petroli.

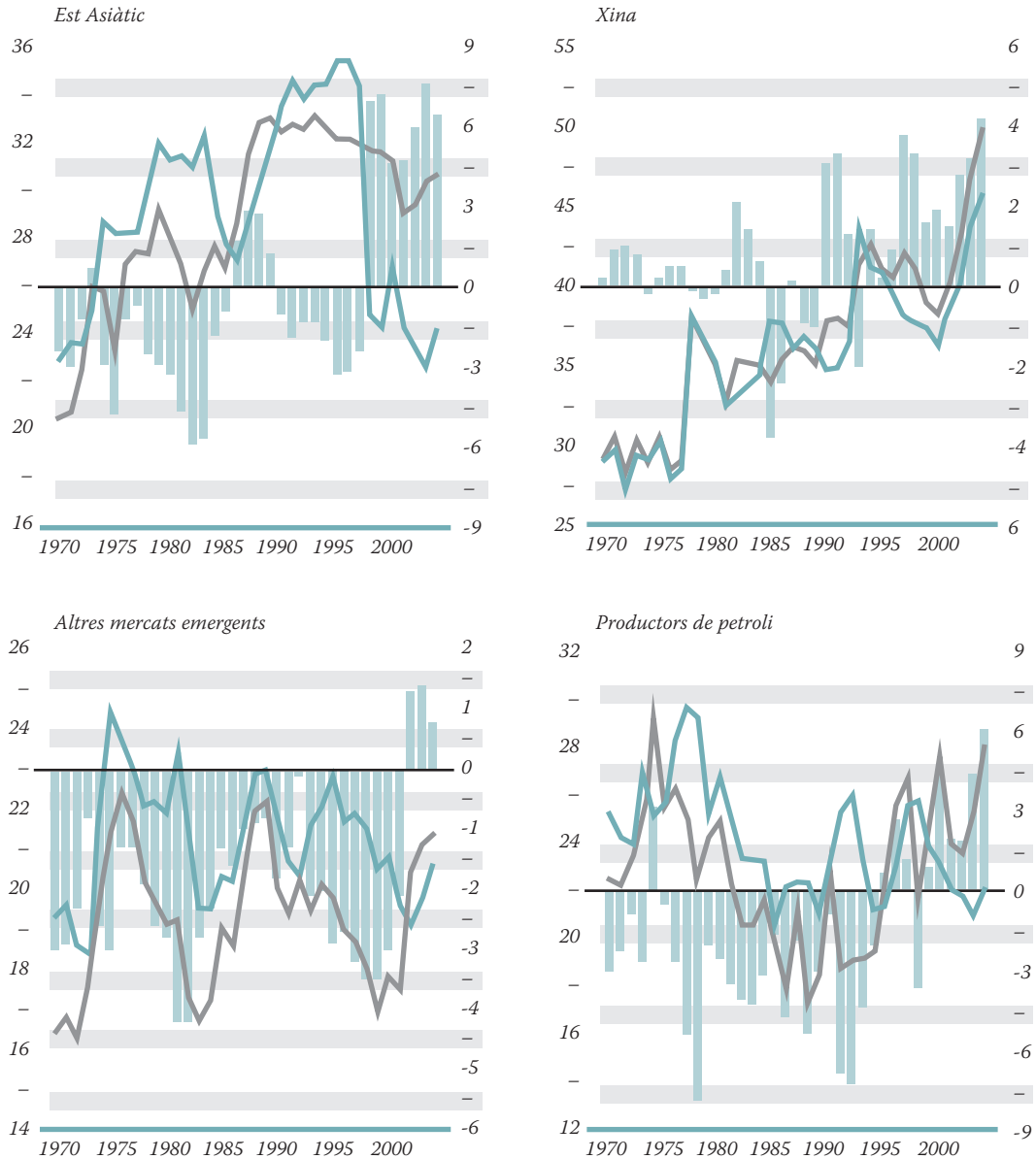
Un altre aspecte de creixent significació és les implicacions de l’escala del preu del petroli. Des d’un punt de vista, la “factura del petroli” suposa una partida creixent de les importacions de la major part dels països, que poden agreujar els desequilibris dels països ja deficitaris o contrarestar els superàvits d’altres. La figura 3-20 singularitza el paper del cost d’aquesta “factura petrolera” en relació a l’evolució del conjunt de la posició del compte corrent. L’altre aspecte rellevant és l’anomenat “reciclatge dels petrodòlars”, que ara sembla més prudent que en etapes anteriors, i que d’una banda és una font de liquiditat important de l’economia mundial, i de l’altra la seva utilització a curt i mig-llarg termini és un factor configurador de la demanda mundial. La capacitat de compra i inversió dels països exportadors és un *target* a seguir per part dels països i empreses que aspirin a tenir un lloc creixent en l’economia global.

#### e) Més *risk sharing*: configuració més sòlida de finances internacionals.

Els instruments financers que es basen en el fet de “compartir riscos” entre les dues parts han guanyat pes en els darrers temps, tant per la via d’IDE com d’inversions en cartera d’accions. Això ha anat en detriment d’altres figures com títols de deute, bons o crèdits bancaris, en què —insolvència a part— les vicissituds de les economies receptores de recursos tenien bàsicament impacte sobre aquestes, amb els drets de la part que proveïa l’estalvi almenys protegits jurídicament. Aquesta asimetria va obligar en el passat a fer ajustaments difícils —per algunes opinions, més difícil del que hauria estat imprescindible i/o desitjable, i per això es veu com una fórmula més sòlida la de compartir riscos via participacions directes en els resultats de les activitats.

Figura 3.19 **Economies emergents** (Xina, Est Asiàtic, productors de petroli i altres mercats emergents).

## Estalvi, Inversió i Saldo per Compte Corrent



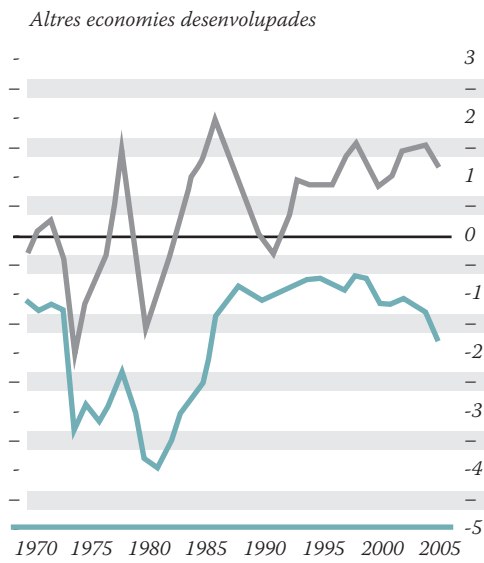
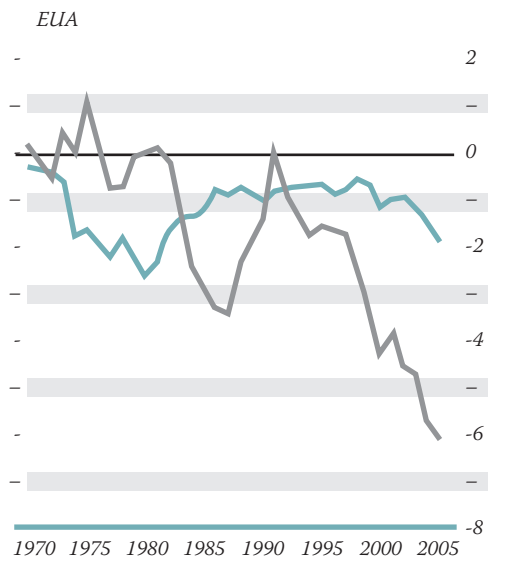
Estalvi  
Inversió  
Compte corrent (escala dreta)

Les dades sobre els fluxos de capital envers les economies emergents mostren també el paper creixent d'*equity* reflecteix la tendència a “compartir risc” en bona mesura associada òbviament a la “fragmentació de la producció”.

f) També contribueix a una configuració més sòlida la reducció de la càrrega del deute i l'augment de les reserves internacionals de les economies emergents i en desenvolupament.

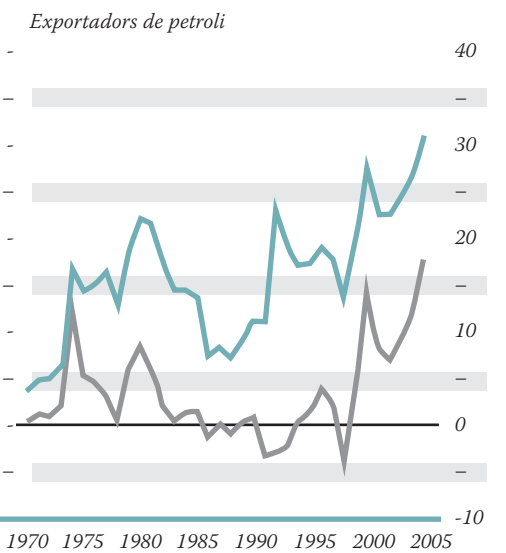
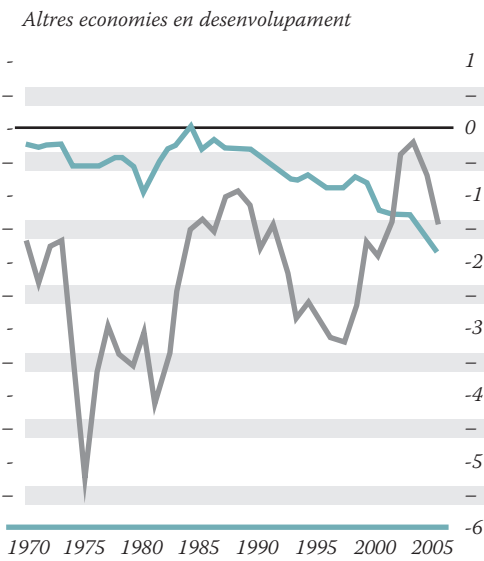
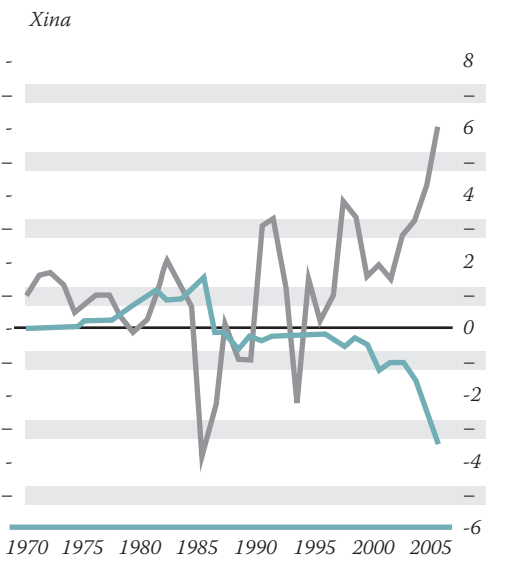
Alguns analistes, inclòs Bernanke (2005), consideren que l'abundància d'estalvi en diverses economies asiàtiques és una “lliçó apresada” de les dificultats viscudes

Figura 3.20 Factura del petroli i la seva incidència en els desequilibris per compte corrent



Compte corrent  
Balança comercial de petroli

Font: FMI 2006.

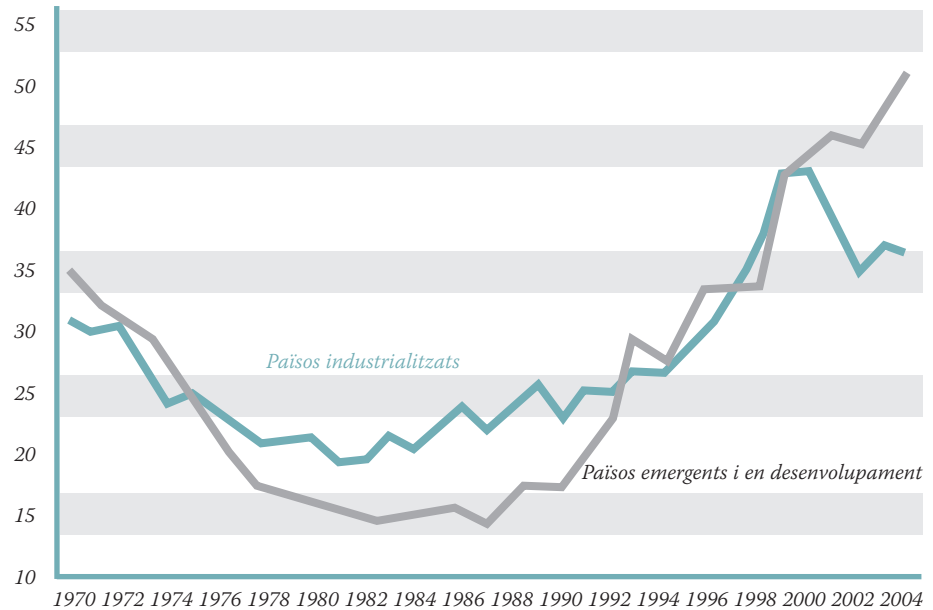


Compte corrent  
Balança comercial de petroli

Font: FMI 2006.

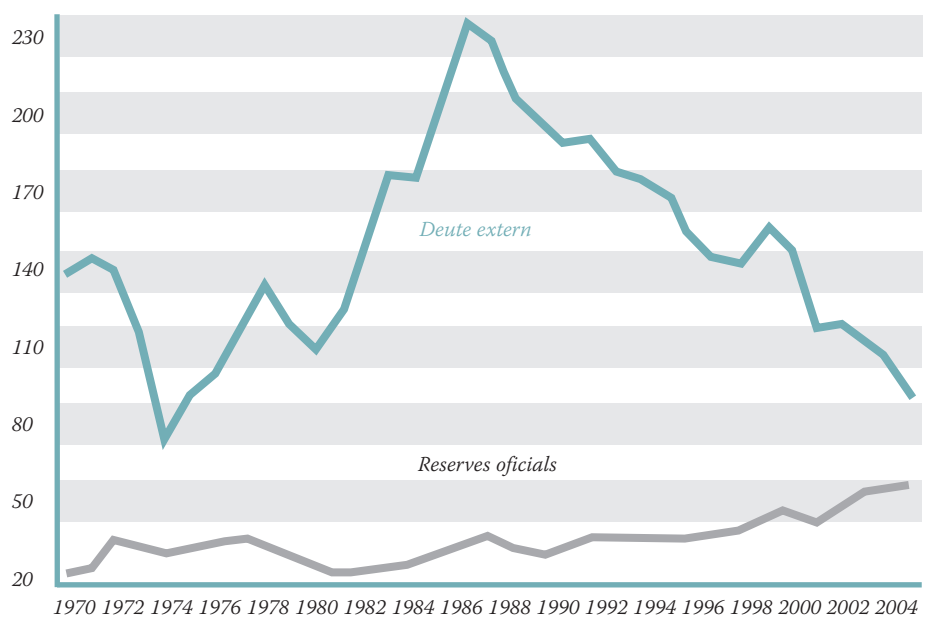
a ran de la crisi financera iniciada el 1997, amb la gran sortida de capitals exteriors fins llavors invertits (en préstecs) en economies emergents asiàtiques, evidenciant així la major fragilitat que suposa “dependre dels estalvis dels altres”. Evitar la repetició d’aquesta situació hauria estat un dels motius de canvi de tendència que va portar al *global savings glut* i a la inversió dels papers de creditor i deutor a les finances internacionals ja esmentats.

Figura 3.21 Més “compartir riscos” a les finances internacionals



Font: Institute for International Finance, “Capital Flows to Emerging Market Economies” (2006)

Figura 3.22 Deute extern i reserves oficials de les economies emergents com a percentatge de les exportacions (1970-2004)



Font: Lane i Milesi-Ferreti (2006)

## Perspectives i prospectiva

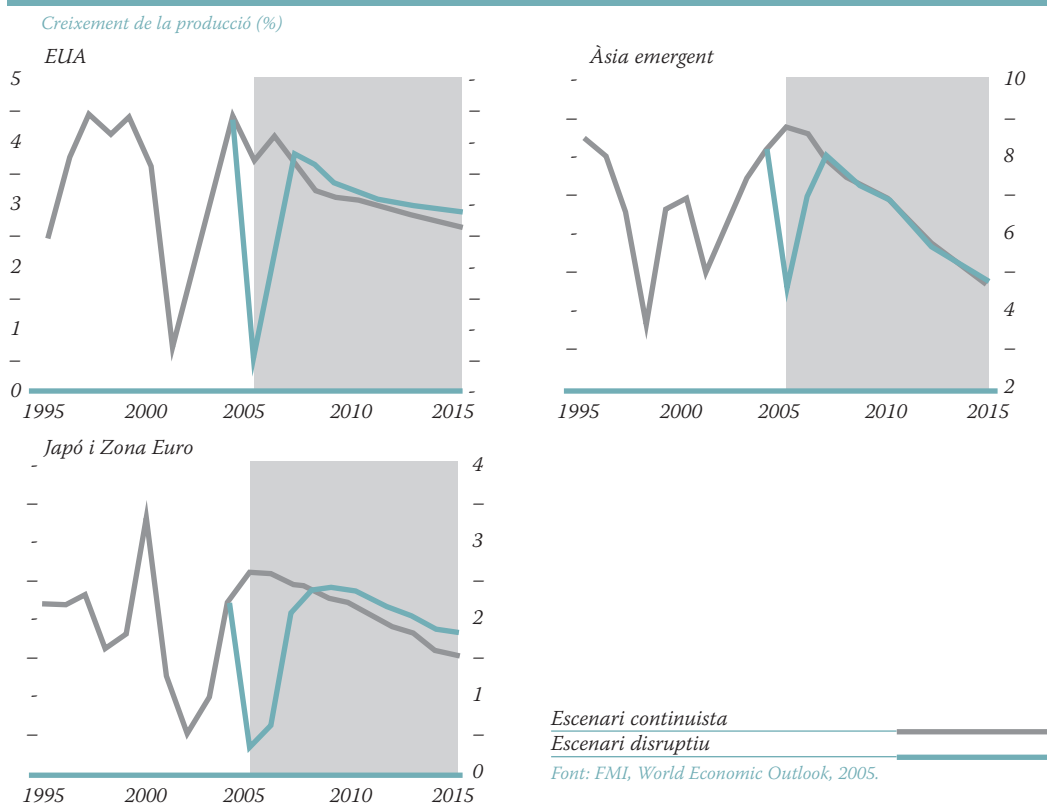
Revisarem a continuació alguns punts de vista sobre la possible o previsible evolució dels desequilibris, no tant amb pretensió de predicció com de donar una visió multifacètica de la complexa situació i les possibles vies de futur. Interessa destacar particularment les peces cabdals per interpretar el que està en joc. De fet, cadascuna de les explicacions seleccionades per exposar a continuació destaca algun aspecte estratègic que, combinadament, pot oferir una comprensió de les complexes qüestions presents interrelacionades.

## L'ortodòxia de l'FMI

En nombroses formulacions en els darrers mesos, l'FMI ha insistit en la preocupació pels desequilibris, criticant les interpretacions “benignes” i proposant “accions conjuntes” o “responsabilitats compartides” (termes preferits a “coordinació”) que impliquin “consolidació fiscal” (reducció del dèficit fiscal) als Estats Units, més flexibilitat canviària a parts d'Àsia i les sempre pendents reformes estructurals a la UE i al Japó. La modelització economètrica (*escenaris*, no *previsions*, insisteixen) oferta per l'equip de l'FMI —que es recull a la figura 3-23— mostra un escenari d'absència d'actuacions i que finalment es revela insostenible, donant lloc a un “ajustament disruptiu” que té un cost important en termes de caiguda de la producció.

En tot cas, els missatges dels ingredients inexorables de l'ajustament són clars per part de l'FMI. D'una banda, la necessitat de recuperar la inversió a escala mundial, no de reduir l'estalvi. I de l'altra, la necessitat de “reorientar la demanda envers països amb superàvit i disminuir la dirigida als països amb dèficit”.

Figura 3.23 Hipòtesi d'ajustament disruptiu als desequilibris externs. Modelització del FMI

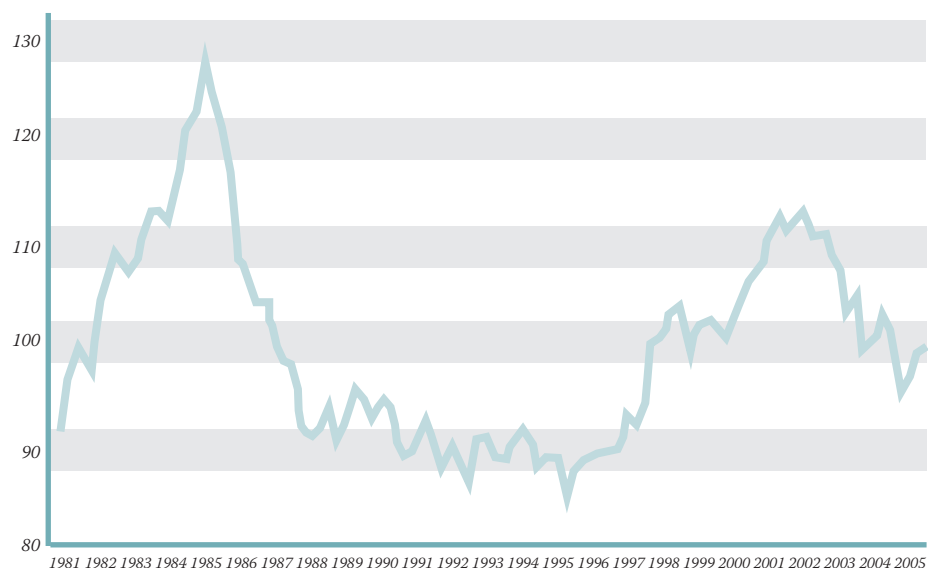


## Cautela: probabilitat d'una reversió de tendència

Diversos especialistes, entre ells de forma destacada Sebastián Edwards (2005), han insistit en el fet que tots els precedents històrics apunten en la línia que la sostenibilitat d'un dèficit de la magnitud a què han arribat els Estats Units no té precedents de sostenibilitat, i tot reconeixent les "singularitats" del cas —des dels increments de productivitat als Estats Units, el paper de les tecnologies de la informació i comunicació, els motius per mantenir dòlars, etc.—, l'ajustament pot ser "no gaire lluny", i els seus estudis empírics poden apuntar a una caiguda del PIB d'entre el 2% i el 4%. Edwards (2006) presenta un model segons el qual la probabilitat d'una "reversió en el compte corrent" dels Estats Units, que era de l'1,7% el 1999, pot haver pujat fins al 14,9% el 2006.

**Perspectiva històrica:** Clarida *et al.* (2006) han presentat estimacions —deduïdes de les experiències dels països més industrialitzats del G-7, inclosos els Estats Units— sobre l'existència d'un "llindar" a partir del qual l'ajustament es pot fer inevitable. Però constaten també que, malgrat que el seu "llindar teòric" de desequilibri està superat, no s'ha produït l'ajustament. Entre les raons, a més dels efectes valoració i la bona salut de la subbalança de rendes (que es comenten més endavant) també es mostra —a la figura 3-24— com, en comparació als ajustos de 1985-1988, el dòlar no s'ha depreciat ni de bon tros en la mateixa quantia, per la intervenció de les autoritats asiàtiques. La tendència a comparar la situació actual amb la de meitat dels vuitanta és elevada —i discutida, com veurem— i no falten els qui defensen un nou "Acord del Plaza" com el que el setembre de 1985 va iniciar el retorn del dòlar a posicions d'equilibri. Des de propostes del CEPR fins a insinuacions del mateix FMI, de moment no han aconseguit anar per la via de "cooperació formal" de llavors.

Figura 3.24 Alces i davallades del dòlar: una perspectiva a mig termini



Font: Clarida-Goretti-Taylor (2006)

## Traded i non traded: reassignació de recursos i despeses

Per la seva part, altres especialistes com Obstfeld-Taylor (2005) destaquen una dimensió de l'ajustament extrapolable al conjunt d'economies al món global actual: la dualitat —ja esmentada a l'apartat anterior— entre sectors d'activitat

sotmesos a consideracions de competència exterior en la seva fixació de preus —els anomenats *traded*— i els sectors relativament protegits de la competència exterior o *non traded*. Els preus dels *traded* es veuen afectats pels competidors exteriors però també per l'evolució del tipus de canvi, mentre que els *non traded* no se'n veuen directament afectats. Per això una depreciació de la moneda pròpia no només encareix els productes importats respecte als nacionals sinó que també encareix els productes *traded* nacionals —que “segueixen” els preus dels *traded* estrangers— respecte als *non traded*. Això tendeix a dissuadir el consum però en fa més rendible la producció. En canvi, com s'ha comentat a l'apartat anterior una apreciació real del tipus de canvi —com la que hi ha a Espanya com a conseqüència del diferencial d'inflació amb la resta de la zona euro— fa menys atractiu destinar recursos als sectors *traded* i debilita el potencial exportador i origina reassignació de recursos productius envers els *non traded*.

Aquesta és una nova dimensió de l'evolució dels tipus de canvi que cal destacar. La magnitud de la depreciació necessària del dòlar per generar aquests desplaçaments pot ser importants, segons els anàlisi dels autors. En el cas de països que no disposen de moneda pròpia, i en els que a més la demanda de “non traded” (com serveis o sector immobiliari) ja és elevada - com quantifica López-Salido i coautors (2005) la situació podria ser fins i tot més delicada.

## Imperfecta substituïbilitat d'actius

Blanchard-Giavazzi-Sa (2005) destaquen la importància de la “imperfecta substituïbilitat d'actius”, la qual cosa porta als factors que singularitzen el dòlar com a moneda de referència, sense que, almenys de moment, ni l'euro ni cap altra moneda l'hagi desafiat amb èxit.

## Un nou Bretton Woods? Fins quan hi haurà complementarietat d'interessos entre la Xina i Estats Units

Entre les interpretacions considerades “benignes” ha merescut atenció la de Dooley *et al.* (2005), coneguda sovint com *Bretton Woods II*. Afirmar una complementarietat estratègica d'interessos entre els Estats Units i països com la Xina i altres d'emergents pels quals el principal problema és completar la transició d'una economia agrària i intervinguda a una economia de mercat moderna. En el cas de la Xina aquesta transició ja ha suposat que alguns centenars de milions de persones migressin del camp a les ciutats. Però encara calen moviments d'una magnitud semblant per tal que la modernització arribi al conjunt del país. Aquesta transició, segons els autors, requereix unes consideracions d'estabilitat financera i de capacitat per exportar més —i absorbir més ocupació, que es veu assolida mitjançant una estabilitat de la moneda local— renminbi o yuan en el cas de la Xina —envers el dòlar i una certa infravaloració de la moneda nacional per tal de garantir la competitivitat. Enfront de les crítiques a la Xina que això mereix en alguns àmbits, Dooley i els seus coautors recorden que no és gaire diferent del que van fer els països europeus i el Japó els anys cinquanta del segle XX, quan la seva prioritat era la reconstrucció. D'aquí la denominació de *Bretton Woods II*, ja que pot suposar un “pacte” d'estabilitat EUA-Xina a canvi de creixement semblant al que llavors es va acordar entre els Estats Units i Europa. La contrapartida pot ser l'acumulació de reserves en dòlars per part de les autoritats xineses i el fàcil finançament del dèficit exterior dels Estats Units. Unes reserves en dòlars que paguen uns rendiments inferiors als que es podrien obtenir amb altres inversions,

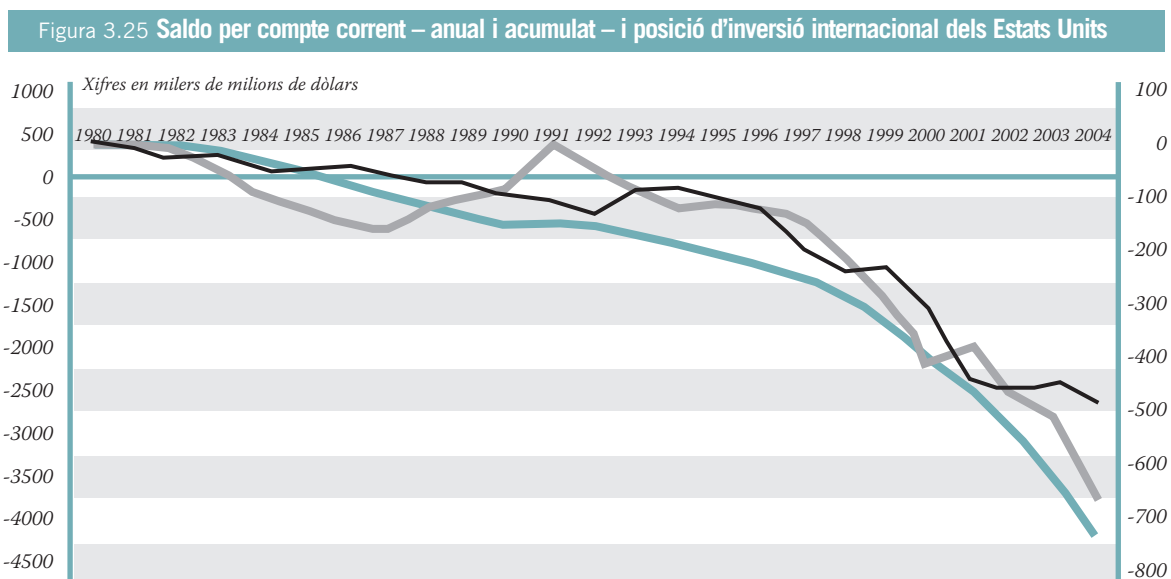
donant lloc així a un “cost d’oportunitat” que Rodrik (2006 b) ha quantificat a l’entorn d’un 1% del PIB del país que acumula les reserves, xifra que considera un preu excessiu com a “prima d’assegurança” contra crisis financeres.

En la mesura que la transició a la Xina encara necessiti anys o fins i tot dècades, els autors que defensen aquesta hipòtesi suggereixen la sostenibilitat dels desequilibris. De fet, l’article Dooley-Garber (2005) inclou en el títol el missatge que en comparació al final de Bretton Woods el 1973, estaríem encara al 1958 i no a les turbulències inicials del 1968.

I quan la Xina hagi acabat la transició? Alguna modelització (Fehr *et al.*, 2005) parla de la importància en el futur, per al conjunt de l’economia mundial, de mantenir les taxes d’estalvi elevades com a “pulmó d’estalvi mundial”, tant en termes de creixement com de salaris i productivitat a Orient i Occident. Caldrà observar si la continuació de la millora de capacitat adquisitiva de la població xinesa i d’altres països emergents va apropant les seves pautes de consum a les “occidentals” o si els paràmetres es mantenen com fins ara.

### El paper de les rendes d’inversió i els actius intangibles

Una heterodoxa i provocativa interpretació recent és la proposada des del Center for International Development de la Universitat de Harvard per Hausmann y Sturzenegger. Es basa en el fet que malgrat els dèficits per compte corrent acumulats pels Estats Units, s’haurien d’haver traduït en una posició financera externa d’aquest país d’uns 4.500 mil milions de dòlars, que oficialment —a causa de canvis de valoració, com a conseqüència de l’evolució diferent de diversos mercats financers i del tipus de canvi del dòlar enfront d’altres monedes principals— se situarien en “només” 2.500 mil milions. La figura 3-25 recull aquestes dinàmiques, amb les dades oficials de dèficits i endeutament d’Estats Units.



Font: Hausmann-Sturzenegger (2006), a partir de dades BEA

Posició Inversora Internacional

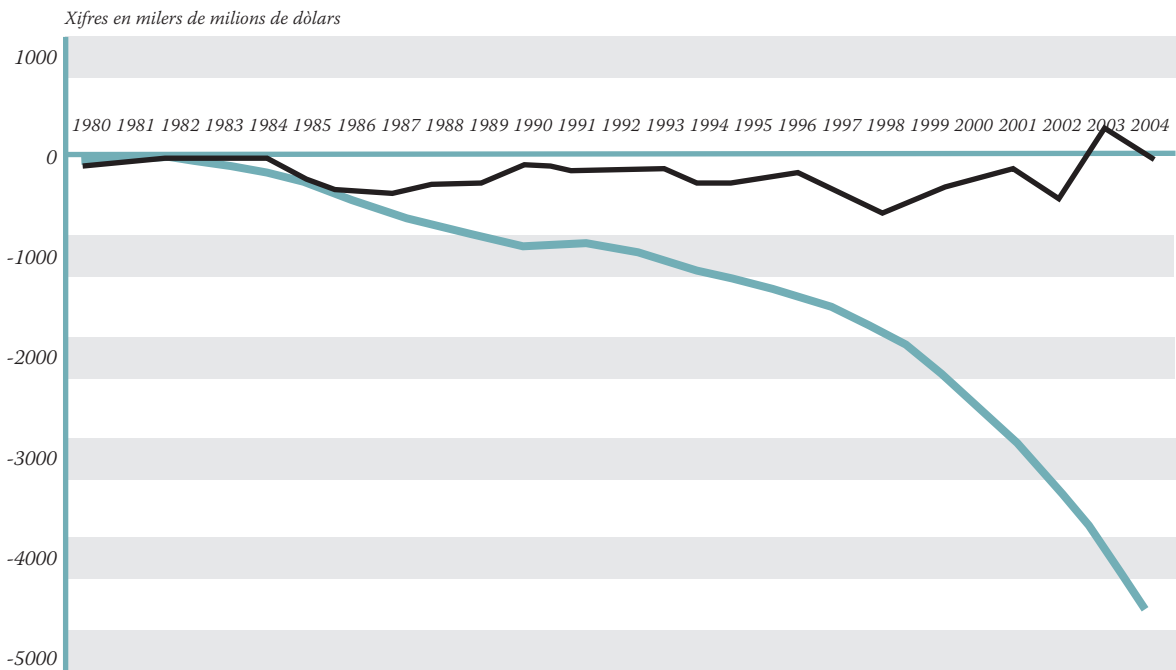
Saldo per compte corrent acumulat

Saldo per compte corrent anual (escala dreta)

Però els autors mostren la paradoxa que aquesta posició externa financera tan negativa no es tradueix en un deteriorament de les rendes netes dels Estats Units: si paguessin un 5% de mitjana cada any els 2.500 mil milions de deute haurien de portar a unes “sortides de rendes” de -210 mil milions de dòlars; doncs, ben al contrari, mostren una notable estabilitat a l’entorn de +30 mil milions de dòlars. Hausmann i Sturzenegger suggereixen fer els càlculs a l’inrevés: un rendiment net de 30 mil milions, capitalitzat a un tipus de rendiment del 5%, suposaria una posició financera externa neta positiva de 600 mil milions. A la diferència entre aquesta estimació i les xifres oficials l’anomenen *dark matter*, en referència a un concepte de la física per matèries que no es detecten però que existeixen.

La figura 3-26 mostra els resultats de “recalcular” el saldo per compte corrent dels Estats Units d’acord amb aquesta metodologia amb *dark matter*. Les xifres són espectaculars, ja que l’estabilitat en els rendiments nets positius d’inversions es tradueixen en una estabilitat de la posició acumulada per compte corrent, que fa “desaparèixer” el dèficit.

Figura 3.26 Saldo per compte corrent dels Estats Units: estadístiques oficials i revisió amb "dark matter"

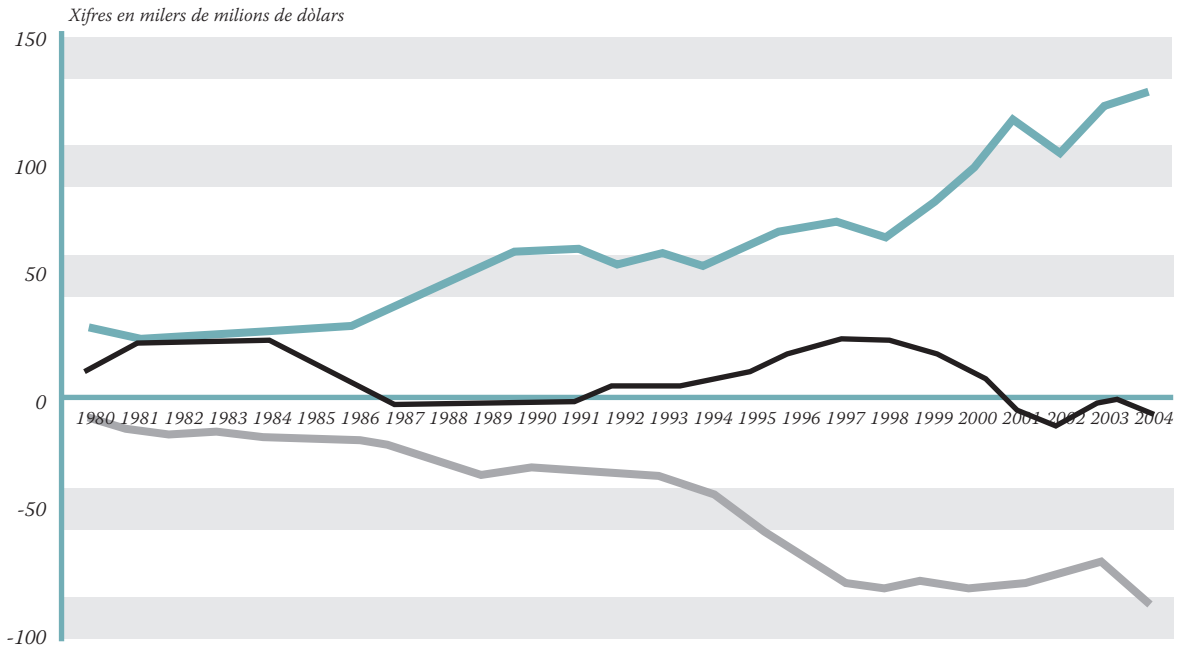


Font: Hausmann-Sturzenegger (2006), a partir de dades BEA

Saldo per compte corrent acumulat segons "dark matter"  
 Saldo per compte corrent segons estadístiques oficials

Els autors expliquen aquesta *dark matter* com a resultat bàsicament de la més gran rendibilitat de les inversions dels Estats Units a l’estranger que les que van en sentit oposat, i ho vinculen al més gran *know how* (tecnologia, organització, gestió, etc.) que es vehicula a través de la IDE —principal font d’aquestes rendes per als Estats Units, com mostra la figura 3-27— que té un paper més gran en els actius d’Estats Units a l’estranger que en els estrangers als Estats Units, com mostra la taula 3-13

Figura 3.27 Fonts de les rendes exteriors dels EUA. Rendes d'IDE, rendes títols públics i altres



Font: Hausmann-Sturzenegger (2006), a partir de dades BEA

Rendes per IDE  
 Altres rendes  
 Rendes per títols públics

Taula 3.13 Diferencial de composició entre els actius i els passius externs dels Estats Units en termes percentuals

	Actius	Passius
IDE	33	21
Cartera accions	25	17
Cartera deute	9	34
Altra inversió	33	28

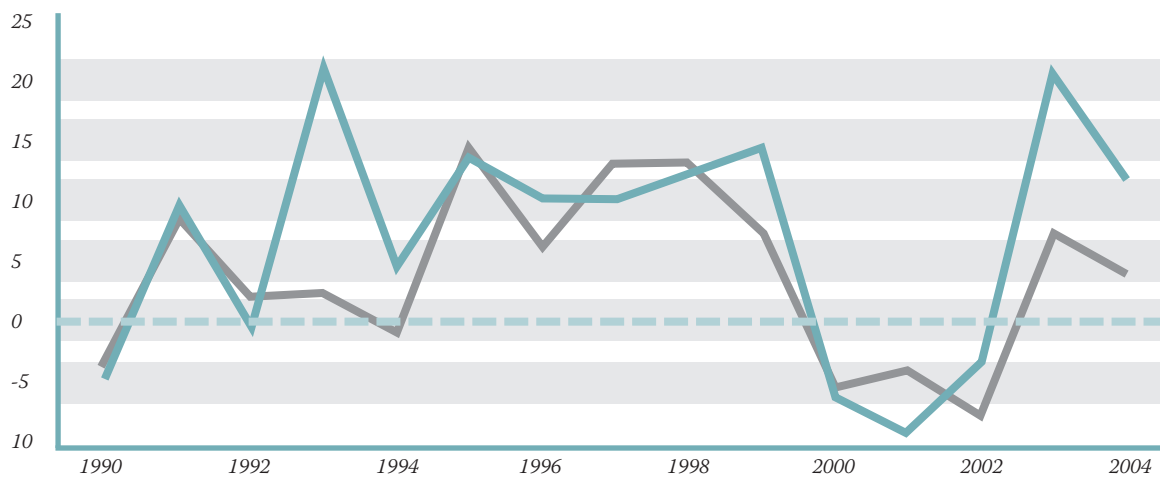
Font: BEA i Lane i Milesi-Ferretti (2006)

Però complementàriament hi ha altres explicacions. D'una banda, el paper dels Estats Units com a proveïdor de "liquiditat i assegurança", com a "banquer" que presta a llarg termini (via IDE i accions) i s'endeuta a curt termini, i/o com a font de "venture capital" que emet deute però presta a projectes amb més risc —com assenyalen Gourinchas i Rey. També el paper del sistema financer dels Estats Units per ajudar a "superar limitacions dels sistemes financers emergents" ha estat indicat, enllaçant amb el que es comentava sobre la necessitat d'estabilitat financera a països com la Xina —a causa de la fragilitat de les seves pròpies institucions, estaria coberta per la via indirecta consistent en el fet que la Xina comprés títols nord-americans, com a reserves, i els Estats Units financessin inversions directes a la Xina.

En tot cas el resultat és un diferencial de rendiments entre els actius externs i els passius externs dels Estats Units, com mostra la figura 3-28.

Sigui com sigui, més enllà de qualsevol altra consideració, aquestes argumentacions —que l'FMI ha tractat amb certa displicència— criden l'atenció sobre el paper dels "intangibles", com un més dels problemes de comptabilització en les transaccions internacionals.

Figura 3.28 Diferencials de rendiment a favor dels Estats Units



Font: FMI, *Finances i Desenvolupament* (2006), a partir de Lane i Milesi-Ferretti (2006).

Rendiment dels actius

Rendiment dels passius

També aquest debat ressalta el paper de la “sub-balança de rendes” en el conjunt de la balança de pagaments. Recull, entre altres conceptes, el paper dels rendiments de les inversions a l’estranger, que poden ser un factor de dèficit en cas de “dependència” de tecnologia i altres inversions exteriors però que també es poden convertir en una font per compensar posicions comercials deficitàries, com en el cas dels Estats Units (en un grau moderat, segons les dades oficials, i en un grau molt decisiu d’acord amb la interpretació de *dark matter*). Per a estats com Espanya, en què com a conseqüència de la facilitat per finançar desequilibris comercials mitjançant entrades de capitals hi ha un nombre creixent d’empreses estatals —entre elles algunes amb base o poder de decisió a Catalunya— amb presència internacional (“the new *conquistadores*” segons *The Economist*), aquesta via és important.

La comparativa entre les dades oficials de Posicions Netes Exteriors de diversos països o grups de països i les que s’obtenen quan es generalitza la interpretació basada en *dark matter*. La millora dels Estats Units i de la UE és esperable, i el detall de les dades evidenciarà el paper dels Estats Units i del Regne Unit com a principals exportadors de *dark matter*. Per contra, països productors de petroli com Rússia i Aràbia Saudita i països receptors d’inversions com Irlanda i Singapur conformen els primers llocs del rànquing d’importadors de *dark matter*.

En conjunt, el repàs d’algunes de les interpretacions dels desequilibris exteriors des de les més alarmistes fins a les més “benignes” —permet introduir elements importants per analitzar una situació financera internacional complexa, conseqüència però també causa coadjuvant dels importants canvis de potencial econòmic i les seves traduccions polítiques. El control de l’estalvi per finançar les inversions és molt important, i aquest control està “dividit” entre la titularitat que dona el fet de ser l’origen de l’estalvi i la solvència de ser el destinatari contrastat dels recursos per invertir. Però aquesta complementaritat d’interessos entre estalviadors i inversors pot tenir en el futur, com ja ha tingut en el passat, elements d’ajustament i discontinuïtat, les causes profundes dels quals il·lustren parcialment les interpretacions presentades.