
Sistema financer internacional

PID_00245554

Joan Tugores Ques

Temps mínim de dedicació recomanat: 5 hores



Índex

Introducció	5
Objectius	6
1. El sistema financer internacional: aspectes bàsics	7
2. Capacitat i necessitat de finançament	11
3. L'equilibri dels agregats macroeconòmics en les economies obertes	17
4. Globalització financer	21
4.1. Poders públics i operadors privats	22
4.2. Fluxos bruts i nets	23
5. Crisis monetàries: anàlisi i experiències	24
6. Desequilibris externs	27
6.1. Desequilibris externs: economia i política	27
6.1.1. Desequilibris bons o dolents?	29
6.2. Explicacions dels desequilibris externs	30
7. Crisi financer internacional	33
8. Crèdit i endeutament	35
8.1. Què passa amb el crèdit?	35
8.2. Què passa amb l'endeutament?	36
8.3. L'era del crèdit	37
9. Interdependències i coordinació: algunes lliçons de la història: del G3 al G20	40
9.1. Coordinació internacional: teoria i pràctica	42
10. Reformes al sistema monetari i financer internacional	46
Resum	49
Activitats	51
Exercicis d'autoavaluació	51

Solucionari	53
Glossari	54
Referències	55

Introducció

El sistema financer internacional té un paper central a l'economia internacional. Aquest mòdul presenta els aspectes més importants, tant pel que fa al seu funcionament en èpoques "normals" com les raons de les periòdiques tensions, dificultats o crisis. Amb referència als conceptes bàsics per a entendre el paper i funcionament del sistema financer i les formes de mesurar la posició financera internacional dels països, l'apartat 1 resumeix alguns aspectes bàsics del sistema financer internacional, especialment centrat en la canalització de l'estalvi envers la inversió. L'apartat 2 detalla els conceptes centrals de capacitat i necessitat de finançament. L'apartat 3 relaciona la posició exterior dels països amb el funcionament del conjunt de les economies. L'apartat 4 resumeix alguns altres aspectes de la recent globalització financera.

Però massa sovint el sistema financer experimenta situacions de tensions, friccions o dificultats. L'apartat 5 revisa els episodis de crisis monetàries sovint lligades als anomenats "atacs especulatius". L'apartat 6 analitza els "desequilibris externs globals" – grans superàvits exteriors d'uns països i grans dèficits exteriors d'altres – que es van convertir a principis del segle XXI en un problema seriós tant per la seva magnitud com per les dimensions geopolítiques. L'apartat 7 es refereix a la crisi financera global que esclata el 2008 encara que les seves arrels són anteriors. L'apartat 8 se centra en dos aspectes tradicionals de les crisis financeres greus, els quals es repeteixen en la de 2008: l'excessiu endeutament de molts agents econòmics i la contrapartida d'excessos en la concessió de crèdits per part del sistema financer.

Amb la crisi van tornar a agafar actualitat la idea de cooperació o coordinació internacionals. En l'apartat 9 es revisa la trajectòria històrica recent de la coordinació internacional, des del G3 a finals del 1970 fins al G20. Finalment l'apartat 10 resumeix algunes de les mesures – implementades o proposades – de reforma del sistema financer internacional.

Objectius

Els objectius que l'alumne ha d'haver aconseguit una vegada estudiats els materials didàctics d'aquest mòdul són els següents:

- 1.** Entendre el paper cabdal del sistema monetari internacional en la canalització de l'estalvi envers la inversió a escala global.
- 2.** Analitzar els conceptes de capacitat i necessitat de finançament i les seves implicacions pel que fa al posicionament internacional dels diferents països.
- 3.** Posar en context les condicions d'equilibri macroeconòmic en economies obertes, inserint el sector exterior dins del conjunt de les relacions econòmiques dels països.
- 4.** Analitzar els trets bàsics de la globalització financera i els seus avenços a les darreres dècades.
- 5.** Analitzar les crisis monetàries i canviàries que donen lloc a atacs especulatius.
- 6.** Entendre les causes de l'ampliació dels desequilibris externs i les seves connexions en el camí cap a la crisi financera de finals de la primera dècada del segle XXI i els escenaris postcrisi.
- 7.** Examinar els factors que van portar a la crisi financera global des de 2008 i avaluar les lliçons que es desprenen de la història.
- 8.** Analitzar les dinàmiques d'expansions creditícies i endeutament en el camí cap a les crisis i els subsegüents ajustos.
- 9.** Avaluar el paper de la coordinació i cooperació internacionals així com els seus límits, i algunes experiències al respecte.
- 10.** Analitzar algunes mesures –implementades o proposades – per a reduir les fragilitats del sistema financer internacional.

1. El sistema financer internacional: aspectes bàsics

Els darrers temps han estat testimonis d'una acceleració del creixement dels mercats financers internacionals, en què són objecte d'intercanvis un nombre creixent d'actius/passius (des dels més clàssics, com els títols de deute o accions d'empreses, fins a tot un ampli conjunt de nous instruments financers).

A les darreres dècades les transaccions financeres internacionals han crescut a un ritme que supera amb escreix, segons moltes estimacions, el del creixement del comerç internacional en béns i serveis, de manera que avui es pot parlar d'un sistema financer significativament globalitzat a escala mundial.

Les raons per a l'emergència d'aquests mercats globalitzats i liberalitzats han estat essencialment:

- **Agilitar i finançar el comerç:** en aquest sentit, la internacionalització del finançament tendeix a acompanyar la internacionalització del comerç.
- Quan augmenta la incertesa sobre l'evolució futura dels tipus de canvi (especialment després de la caiguda de Bretton Woods i la generalització dels tipus de canvi flexibles) o s'incrementa la incertesa sobre l'evolució futura dels tipus d'interès (per exemple com a resultat de la política monetària dels Estats Units a la primera dels vuitanta), sorgeixen **instruments financers més sofisticats** (derivats) per a cobrir els riscos d'aquesta incertesa.
- Un factor decisiu d'un altre tipus han estat les **noves tecnologies d'informació i comunicacions**, que han reduït enormement els costos de transacció i han possibilitat operacions en temps real entre dues parts qualssevol del món.
- **Eludir** regulacions nacionals sobre les activitats financeres així com altres vies de control (polític, fiscal, etc.) de les jurisdiccions o governs nacionals d'origen. Des de l'exemple clàssic del temor de l'antiga Unió Soviètica que els seus dipòsits en bancs dels Estats Units fossin confiscats o congelats, fins a la conveniència d'evitar l'"impost" implícit que representa per als bancs l'obligació de mantenir unes reserves obligatòries o legals (uns fons que no poden prestar de manera rendible).

Efectivament, des dels anys seixanta els anomenats **euromercats i transaccions *off-shore*** (que no són sinó transaccions en una moneda que tenen lloc fora del país o jurisdicció a què pertany aquesta moneda; per exemple, transaccions en dòlars dels Estats Units fora del territori dels Estats Units) han experimentat un creixement continu. Fins i tot si les raons originàries eren evitar regulacions o controls nacionals, quan els governs van liberalitzar els mercats financers domèstics i van relaxar les regulacions, els euromercats i transaccions *off-shore* van continuar.

De la mateixa manera que l'existència de mercats nacionals, com les borses, permet que un resident en un país diversifiqui la seva cartera i mantingui una pluralitat d'accions, per exemple, de diferents tipus d'empreses, la **globalització** d'aquests mercats internacionals permet la **diversificació internacional de carteres**. Les raons per a aquesta diversificació són, en principi, essencialment les mateixes que existeixen per a diversificar en l'àmbit domèstic: singularment, reduir riscos.

Des del punt de vista col·lectiu, el guany de la lliure circulació de capitals és essencialment la millora en l'eficiència que representa que els recursos financers es puguin dirigir als destins que, pel fet de ser més productius, el mercat valora com a potencialment més rendibles. Si els mercats globalitzats faciliten això, aportaria una contribució positiva.

La figura 1 mostra dues alternatives extremes en la configuració de les relacions financeres internacionals. A l'esquerra, una simple juxtaposició de sistemes financers nacionals en què a cada país l'estalvi domèstic només pot anar a la inversió domèstica. A la dreta, un sistema financer plenament globalitzat que recull l'estalvi mundial, independentment del lloc de generació, i el canalitza a les inversions situades arreu del món.

Això ens recorda que la funció essencial de qualsevol sistema financer és canalitzar eficientment l'estalvi cap a la inversió. I, pel que fa a això, si l'economia internacional fos tan sols una mera juxtaposició de diversos mercats financers nacionals separats, la conseqüència seria que la inversió a cada país estaria limitada per l'estalvi domèstic.

La primera configuració – la de l'esquerra de la figura 1 – seria ineficient almenys en aquests dos casos:

- un país amb elevades oportunitats d'inversió rendible, l'aprofitament de les quals es veu restringit pel limitat estalvi domèstic (en termes de la figura 1, $S_A < I_A$);

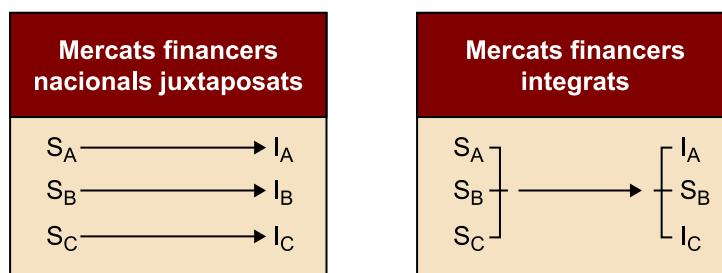
La diversificació

Atesa l'aversion al risc de les persones la diversificació és un principi bàsic de la teoria de cartera (que correspon a la saviesa popular: "no posar tots els ous al mateix cistell").

- un país amb abundant estalvi, però ja "madur", en què les oportunitats d'inversió rendible són relativament reduïdes (en termes de la figura 1, $S_B > I_B$).

Aquestes ineficiències serien superades si funcionés un veritable sistema financer internacional que captés l'estalvi mundial, fos quin fos el lloc d'origen, i el canalitzés a les inversions més rendibles, situades allà on siguin. Això permetria, a països en la situació A, complementar l'insuficient estalvi domèstic amb finançament exterior, i oferir una millor rendibilitat a l'estalvi de països com el B.

Figura 1. Configuracions del sistema financer internacional: dues situacions extremes



Feldstein-Horioka

El paper del sistema financer internacional en la transferència de l'estalvi envers la inversió ha estat el punt de partida d'un dels indicadors més utilitzats del grau de mobilitat internacional de capitals.

En un estudi influent de 1980, Feldstein i Horioka van analitzar el grau de correlació entre les taxes d'inversió de diferents països i les respectives taxes d'estalvi domèstic. La idea era que si en conjunt hi havia una gran correlació, llavors la configuració de les finances mundials seria propera a la columna de l'esquerra de la figura 1, amb escassa mobilitat internacional. Per contra, si la correlació fos baixa, aleshores el sistema financer s'assemblaria més a la columna de la dreta, amb un pes més gran de les transferències internacionals de capitals. El resultat inicial de baixa mobilitat va ser anomenat *paradoxa Feldstein-Horiokka*, ja que en aquell moment ja es tenia la percepció d'una gran mobilitat internacional de capitals que l'estudi de 1980 semblava desmentir o almenys matisar. De fet, la metodologia Feldstein-Horiokka, basada en la figura 1, ha estat repetida moltíssimes vegades i cal constatar com les dades des de mitjans de la dècada de 1990 mostra un grau ja significatiu de transferència internacional estalvi-inversió.

Amb tot, la diversificació a escala global és molt menor del que hauria de ser si el món fos un sol país.

Hi ha raons perquè la diversificació sigui incompleta. Bàsicament:

- **Costos de transacció addicionals** als interns: per exemple, riscos canviaris o riscos polítics (insolvència, limitacions a la repatriació de rendes d'inversions, etc.).
- **Component local** dels costos d'informació i dels costos de control (supervisió) de la gestió per part dels accionistes. Quan una empresa té els seus centres de decisió i producció geogràficament molt concentrats, per exemple en una ciutat o en un país, hi ha l'avantatge comparatiu de fer-ho a es-

Exemple de component local

Es tracta d'empreses amb un fort component local, les quals són objecte d'atenció, per exemple, a la premsa més propera, però no als mitjans globals.

cala local/ nacional, ja que els interessats (i els accionistes són formalment "copropietaris") poden fer el seguiment de l'evolució a escala local/nacional, sobretot si el volum d'activitat és petit o mitjà. En canvi, les empreses amb una activitat més dispersa i amb un volum econòmic important tendeixen a cotitzar també en mercats estrangers.

2. Capacitat i necessitat de finançament

Els països – com les famílies o les empreses – es poden trobar en un període concret (habitualment es calcula per anys) amb situacions en què el seu estalvi no coincideixi amb la seva inversió.

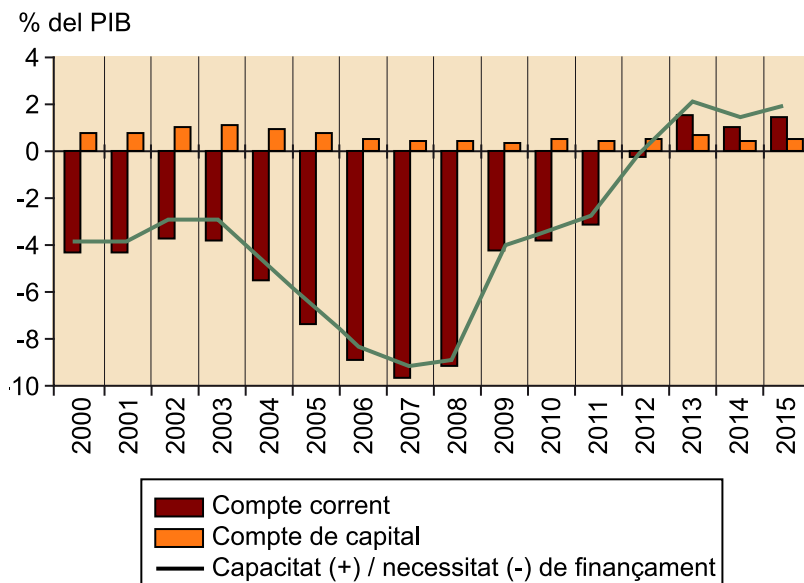
En els casos en què un país disposa d'un estalvi nacional que se situa per sota de la seva inversió domèstica (el cas del país A en l'apartat anterior) es diu que el país té una **necessitat de finançament** de l'exterior, *net borrowing* en l'expressió anglesa. Quan l'estalvi nacional se situa per sobre de la inversió interna es diu que el país té una **capacitat de finançament** a la resta del món, *net lending* en l'expressió anglesa.

El paper del sistema financer internacional seria doncs encaixar les capacitats de finançament d'uns països amb les necessitats de finançament dels altres, d'una manera similar a com el sistema financer, en general, connecta els estalvis d'un agents econòmics amb les demandes d'inversions per part d'altres.

Aquests conceptes són centrals a les presentacions de les balances de pagaments d'acord amb els estàndards establerts pel 6è. *Manual de Balança de Pagaments* del Fons Monetari Internacional, que apliquen (des de 2014) la major part de països.

La figura 2 mostra la forma en què el Banc d'Espanya presenta la balança de pagaments espanyola en termes de capacitat/necessitat de finançament amb les dades 2000-2015. La figura mostra la tendència a incórrer en una dependència de l'estalvi estranger per a finançar el creixement previ a la crisi – amb moltes inversions en el sector immobiliari i de la construcció – arribant a nivells de necessitat de finançament propers al 10% en els anys previs a la crisi de 2008, amb un posterior redreçament associat als problemes postcrisi, que ha portat des de 2013 a assolir una certa capacitat de finançament.

Figura 2. Capacitat i necessitat de finançament a l'economia espanyola



Font: Banc d'Espanya

La necessitat o capacitat de finançament és el resultat de totes les transaccions amb la resta del món que recull la balança de pagaments. Les estadístiques de les balances de pagaments arriben a la necessitat/capacitat de finançament de dues formes. D'una banda, a través de les transaccions que es recullen en el compte corrent més el compte de capital. D'altra banda, aplegant les transaccions en el compte financer (entrades i sortides de fluxos financers). Encara que, donada la complexitat de les operacions implicades i una certa heterogeneïtat en les fonts d'informació, la qualitat dels registres i dels criteris no són infreqüents discrepàncies entre ambdues formes de calcular la capacitat/necessitat de finançament, donant lloc als "errors u omissions" o simplement "discrepàncies estadístiques".

Nota

El procediment és similar a la forma de portar els registres d'una família o empresa. És a dir, es comptabilitzen els ingressos i despeses de la seva activitat. Això genera cada any un cert superàvit o dèficit. Si hi ha dèficits s'ha de finançar d'alguna forma (préstecs, anteriors estalvis, etc.); si hi ha superàvit es poden incrementar els estalvis, es poden adquirir actius financers o reals, etc.

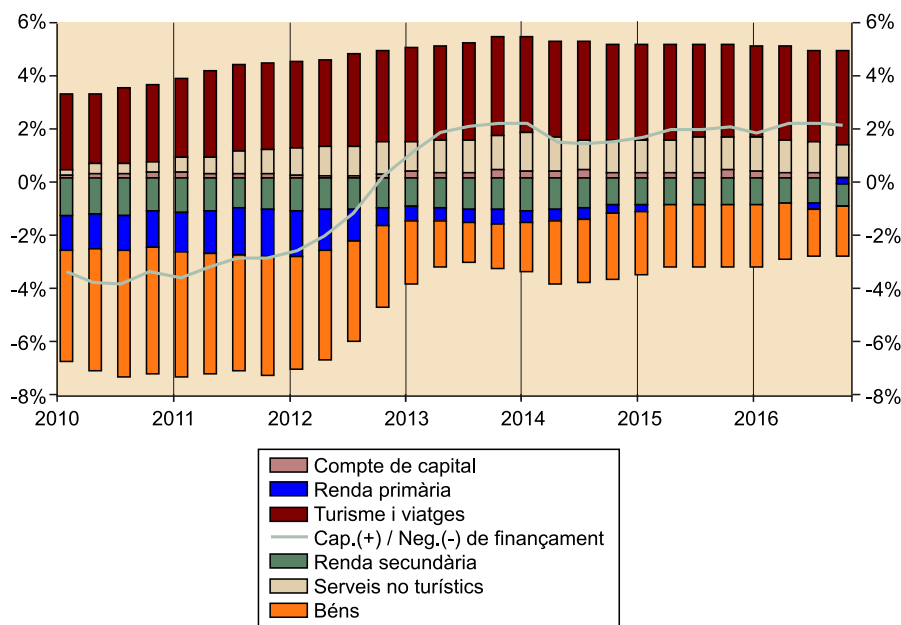
La figura 3 mostra la forma d'arribar a la capacitat/necessitat de finançament de l'economia espanyola entre 2010 i 2016. Dins del compte corrent es distingeixen: a) els béns (mercaderies), que presenten un saldo negatiu, degut, els darrers anys, sobretot a les importacions de petroli, encara que la reducció de preus en aquest producte entre 2013-2016, juntament amb una millora del saldo del comerç de productes no-energètics, ha anat reduint el dèficit de la partida de béns; b) els serveis, en què, donada la importància del turisme, és freqüent desglossar aquesta partida dels altres "serveis no-turístics" (cal destacar que el saldo positiu d'aquests altres serveis ha anat assolint valors positius rellevants); c) la *renda primària*, que recull les retribucions a factors productius que obtenen rendiments a un país diferent del de la residència: rendes d'inversions de capitals (o del factor treball) nacionals a l'estranger, rendes

d'inversions (o treball) estrangeres al país de referència; d) la *renta secundària* – que corresponen al que abans (V Manual de l'FMI) s'anomenaven transferències corrents, com les remeses d'emigrants als seus països d'origen i algunes transferències entre la Unió Europea i els estats membres. A aquests 4 components del compte corrent s'afegeix el compte de capital que, en l'actualitat, inclou als països europeus bàsicament transferències de capital entre la UE i els estats membres.

Nota

En versions anteriors del *Manual de Balança de Pagaments* de l'FMI (fins el IV) la denominació de compte de capital incloïa les transaccions financeres que avui es recullen en el compte financer. En el compte de capital hi queda un nombre reduït de transaccions. Cal no confondre l'expressió habitual de fluxos o moviments de capitals, que van al compte financer, amb el que tècnicament és avui el compte de capital.

Figura 3. Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament de l'economia espanyola (Xifres acumulades dels darrers 4 trimestres, expressades en % del PIB)



Font: Banc d'Espanya, Nota sobre balança de pagaments, 31 de març de 2017

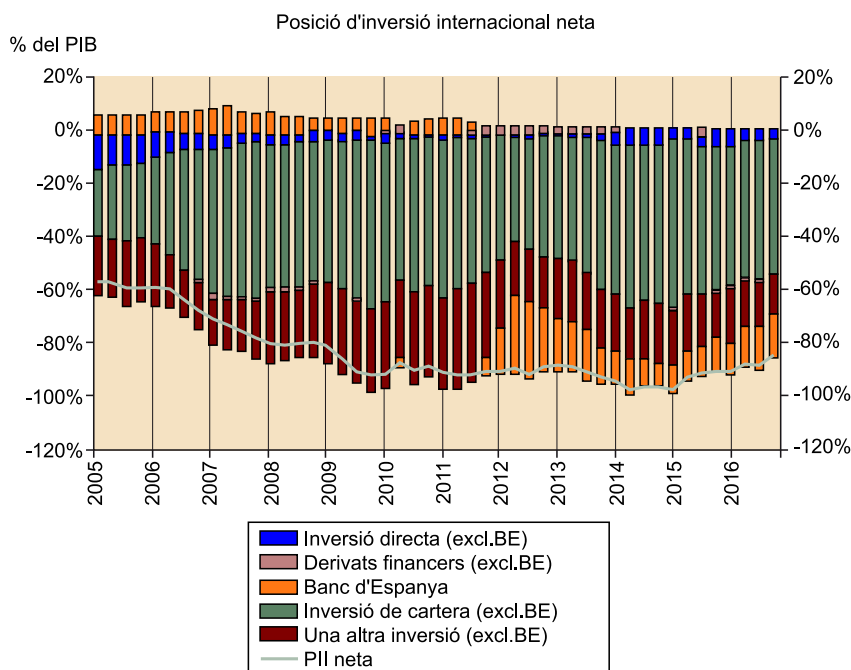
El compte financer recull els fluxos financers (entrades i sortides de capitals) entre un país i la resta del món. Habitualment es compon d'inversions directes, inversions en cartera i altres inversions (per exemple, dipòsits i préstecs bancaris), així com el saldo de les operacions en instruments financers derivats. A més s'inclouen les "transaccions oficials" per part del Banc Central, que inclouen les variacions en les reserves internacionals i a més, en el cas dels països de la zona euro, els canvis en les posicions de cada banc central nacional respecte al Banc Central Europeu.

Per a avaluar la posició financera d'una família o empresa no n'hi ha prou amb mirar si un determinat any ha tingut superàvit o dèficit, sinó que també cal fer el seguiment de la seva posició creditora o deutora acumulada (per exemple, l'evolució de l'endeutament d'una família, la quantia de la hipoteca que queda per pagar i altres eventuais deutes). De la mateixa manera, la capacitat o necessitat de finançament mesura la posició financera d'un país enfront de la

resta del món *en termes flux*, és a dir, els saldos durant un període de temps (habitualment un any), però també és molt important la posició *en termes stock*, és a dir, el total acumulat. Això és el que es mesura per la Posició d'Inversió Internacional Neta (PIIN, NIIP Net International Investment Position en les sigles angleses).

La figura 4 mostra, amb dades del Banc d'Espanya, l'evolució de la PIIN espanyola des de 2005. La posició de dèficit exterior en els primers anys d'aquest període va anar donant lloc a un deteriorament de la PIIN, que va assolir valors cada vegada més negatius, des de valors entorn al 60% a d'altres propers al 100% del PIB. Els superàvits dels darrers anys han permès una certa reducció d'aquestes xifres negatives. Cal tenir en compte que l'evolució de la PIIN no només es veu afectada pel superàvit o dèficit de cada any de la balança de pagaments sinó també pels anomenats "efectes valoració": segons les fluctuacions dels valors als mercats financers dels actius d'un país per davant de la resta del món (per exemple, inversions d'empreses nacionals a l'estranger), o dels passius que té un país enfront de la resta del món (per exemple, el deute públic emès pel govern i adquirit per inversors estrangers), poden canviar de valor. I també cal constatar com en moments delicats – com les tensions a la zona euro des de 2011 – poden variar les posicions deutes del banc central davant del BCE.

Figura 4. Posició d'Inversió Internacional Neta d'Espanya (dades com a percentatges del PIB)



Font: Banc d'Espanya, Nota sobre balança de pagaments, 31 de març de 2017.

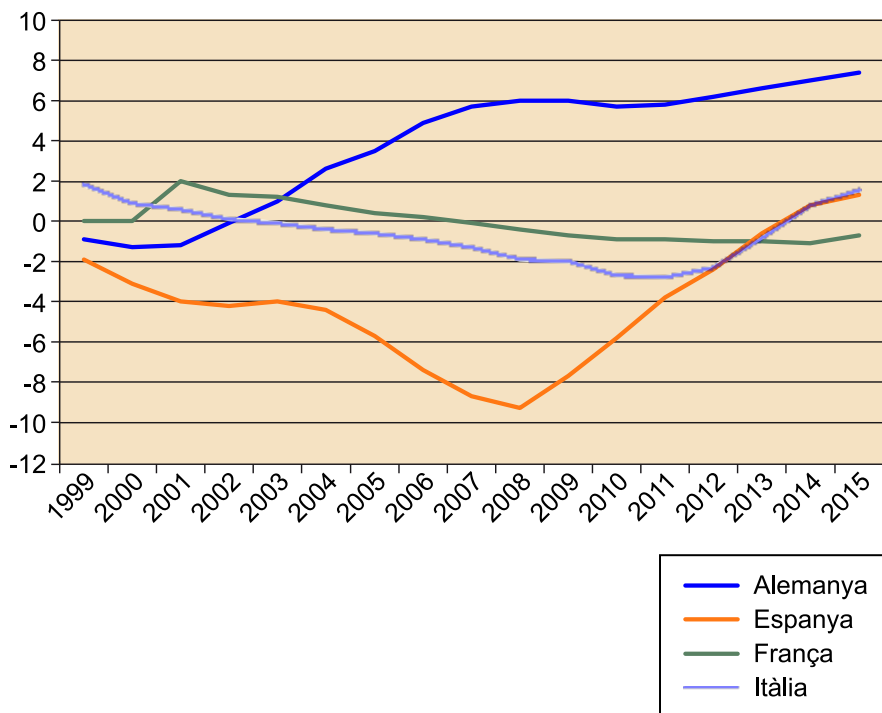
Dins dels indicadors del Procediment de Desequilibris Macroeconòmics de la UE, ja introduït en el mòdul "Tipus de canvi i interdependències", apareixen dos importants ítems relacionats amb el que ara es comenta. D'una banda el saldo de la balança per compte corrent (calculat per la mitjana de tres anys). El llindar a partir del qual s'activa el senyal d'alarma ("toc d'atenció") va generar

polèmica en la seva definició. Semblava clar que un dèficit més enllà d'un cert nivell podia ser un problema, a la vista de les experiències històriques. Però, també s'havia de cridar l'atenció en cas d'un superàvit que anés més enllà d'un cert valor? Els països superavitaris – amb Alemanya al capdavant – es resistien al·legant que es tractava d'un resultat “virtuós” associat a la bona competitivitat dels seus productes; però en sentit oposat s'argumentava que els superàvits dels uns i els dèficits dels altres eren dues cares de la mateixa moneda i que una correcció requeria suport per ambdues parts.

Al final, la solució salomònica va ser establir un llindar asimètric: s'activa el “toc d'atenció” a partir d'un dèficit del 4% del PIB o d'un superàvit del 6%. El llindar de dèficit per compte corrent hauria generat alerta per a les economies del Sud d'Europa uns quants anys abans de l'esclat de la crisi del 2008. Però amb les dades de 2015 publicades a finals de 2016 només dos països (Regne Unit i Xipre) tenien un dèficit superior al 4% del PIB mentre que tres països tan importants com Alemanya, Països Baixos i Dinamarca mostraven uns superàvits superiors al 6%.

La figura 5 mostra, amb les dades oficials de l'Eurostat, l'evolució dels saldos de les balances per compte corrent dels quatre països més grans de la zona euro. La reversió de la situació d'Espanya – passant d'un gran dèficit abans de la crisi a superàvit més recentment – i l'augment del superàvit d'Alemanya, fins a superar el llindar ja comentat del 6% del seu PIB, en són alguns dels aspectes a destacar.

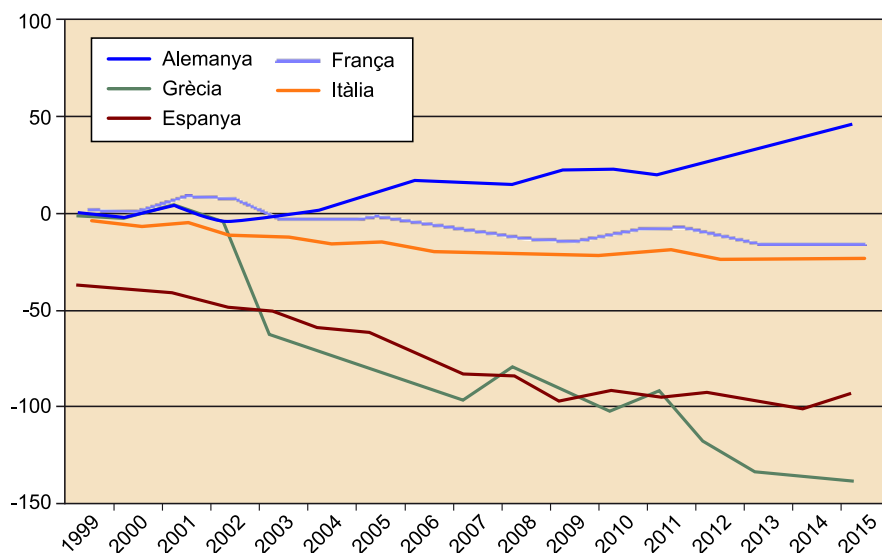
Figura 5. Saldos de les balances per compte corrent dels 4 països grans de la zona euro



Un altre indicador és la Posició d'Inversió Internacional Neta (PIIN, NIIP en sigles angleses), que recull els saldos entre els actius que un país (els seus residents) té a l'exterior menys els que els estrangers tenen al país. El llindar a partir del qual s'activa el senyal d'alarma és un saldo negatiu de (més del) 35% del PIB. Amb les dades de 2015, publicades a finals de 2016, quinze països de la UE superaven aquest llindar (Espanya assolia un valor de -89,9% del PIB). La NIIP en principi va millorant amb superàvits que permeten reduir l'endeutament amb l'exterior (o acumular actius en front de l'exterior), encara que a la pràctica tenen molta importància els anomenats "efectes valoració": encara que es retorni deute, per exemple, cal seguir amb atenció l'evolució no tan sols del volum dels actius/passius sinó també del seu valor.

La figura 6 mostra, també amb les dades oficials de l'Eurostat, l'evolució de les PIIN dels quatre països més grans de la zona euro.

Figura 6. Posicions netes d'Inversió Internacional de cinc països de la zona euro



Font: Elaborat a partir de les dades de l'Eurostat (12 d'abril de 2017)

3. L'equilibri dels agregats macroeconòmics en les economies obertes

Imaginem una economia molt rudimentària, l'única activitat de la qual consistís en el treball d'unes persones per a obtenir uns béns que consumeixen en el mateix període (en el mateix any, per exemple). Parlarem d'equilibri si res no indueix ni condueix a alterar la quantitat de treball i consum.

Suposant una organització més moderna, podríem considerar que les famílies en aquesta economia presten els seus serveis laborals a les empreses a canvi d'una retribució, que gasten en adquirir tots els béns de consum que l'empresa produeix.

Aquesta formulació configura un "flux circular de la renda" entre famílies i empreses que està en equilibri, ja que la quantitat que es lliuren recíprocament empreses i famílies es manté inalterada.

Què pot alterar aquest equilibri? D'una banda, el fet que les famílies decideixin no destinar tots els seus ingressos a comprar béns de consum, sinó que decideixin estalviar. Això implica una detracció del flux circular de la renda. D'altra banda, les empreses poden adquirir béns d'inversió. Això implica una entrada al flux circular de la renda.

Ara és lògic definir una situació d'equilibri quan aquestes entrades (**inversió, I**) al flux circular igualen les sortides (**estalvi, S**).

Si compliquem la nostra economia amb la introducció del sector públic ens apareixerà una nova entrada al flux circular: les comandes que arribin a les empreses procedents del sector públic, la **despesa pública, G** . I també s'incorpora una nova sortida, una quantitat que les famílies no poden gastar per a comprar béns a les empreses, els **impostos, T** .

La condició d'equilibri en el flux circular és, com abans, la igualtat entre entrades i sortides, que ara es concreta en:

$$I + G = S + T.$$

Si afegim finalment les relacions amb la resta del món apareix una nova entrada: les comandes (compres) que arriben a les empreses nacionals procedents de la resta del món: les **exportacions**, X . I també constatem una nova sortida, una despesa de les famílies que no va a les empreses nacionals sinó a les estrangeres, les **importacions**, M .

Ara la condició d'equilibri, entrades = sortides, es formula:

$$I + G + X = S + T + M$$

que es pot reescriure com:

$$(S - I) + (T - G) = (X - M)$$

El terme $(X - M)$ representa el **superàvit (dèficit si és negatiu) "per compte corrent"** i té com a contrapartida en els comptes exteriors (balança de pagaments) els fluxos financers. En el cas del superàvit comercial la contrapartida són fons que es presten a la resta del món i que impliquen l'adquisició d'actius (drets) sobre l'exterior: és el **préstec net a l'exterior o capacitat de finançament**. En cas del dèficit per compte corrent la contrapartida és l'entrada de capitals (o la sortida de reserves oficials), la qual cosa augmenta la posició passiva (o disminueix l'activa) de la nostra economia: és el **préstec net rebut de l'exterior o necessitat de finançament**.

Així el 2007, per a l'Estat espanyol aquest préstec net de l'exterior o **necessitat de finançament de l'exterior** va ser del 9,6% del PIB espanyol, una magnitud històricament i comparativament important, que havia anat augmentat des d'un modest 2,7% de l'any 2002. El 2009, com a conseqüència de la crisi, s'havia reduït al 4,7% del PIB, i el 2015 ja havia retornat a valors positius, del 2,1% del PIB. Per contra, altres països tenien una posició superavitària o **capacitat de finançament a l'exterior**: el 2008, en el cas de la Xina va ser del 9,4% del seu PIB; a Alemanya, del 6,7%; en el cas del Japó, del 3,2%, i per al conjunt de països de nova industrialització asiàtics, del 4,9%. En l'apartat 6 s'ampliaran aquestes dades i les seves implicacions.

El terme $(S - I)$ expressa l'**estalvi net del sector privat**, i el terme $(T - G)$, l'**estalvi net del sector públic**. La contribució dels dos termes a la necessitat/capacitat de finançament o préstec pot ser molt diferent.

Així, a l'Estat espanyol, el 1993, la necessitat de finançament d'aproximadament un 1% era la resultant d'un valor de $(T - G)$ al voltant del -7% del PIB, mentre que $(S - I)$ prenia un valor positiu proper al 6% del PIB. En canvi, el 2006, la necessitat de finançament del 7,8% del PIB era el resultat d'un valor negatiu del sector privat $(S - I)$ del 9,6% del PIB i un valor positiu del component del sector públic $(T - G)$ de l'1,8% del PIB. Amb les dades de 2015 Espanya tenia una capacitat de finançament del 2,1% del PIB, resultat d'un saldo positiu del sector privat del 7,2% i un saldo negatiu del sector públic del 5,1% del PIB.

La suma $(S - I) + (T - G)$ recull, doncs, l'**estalvi net o capacitat de finançament del país**, que ha de ser igual al préstec net a l'exterior.

Si aquesta suma és negativa, com en el cas de l'Estat espanyol des de principis del segle XXI fins al 2012, o dels Estats Units en els darrers anys, reflecteix una necessitat de finançament del país que ha d'igualar el préstec net de l'exterior.

Per a un país amb un excedent d'estalvi privat, com en el cas xinès o l'alemany, la condició d'equilibri pot escriure's com:

$$S = I + (G - T) + (X - M),$$

que indica com l'estalvi privat nacional pot finançar la inversió privada nacional, el dèficit públic o ser prestat a l'estranger.

Per a països amb un important dèficit públic com els casos de l'Estat espanyol i dels Estats Units, és il·lustratiu escriure:

$$I + (G - T) = S + (M - X),$$

que expressa com la inversió privada i el dèficit públic absorbeixen els fons de finançament que subministren l'estalvi privat i el préstec procedent de la resta del món.

Aquesta darrera formulació és a la base de la teoria dels **dèficits bessons**, que mostra que el dèficit públic i el dèficit de la balança de pagaments per compte corrent són les dues cares d'una mateixa moneda si la inversió i l'estalvi privats no varien substancialment.

La formulació dels **dèficits bessons** reapareix periòdicament quan apareixen simultàniament dèficits exteriors i públics, com va succeir per exemple als Estats Units a principis de la dècada de 1980, i des de 2009. Però cal recordar que, d'una banda, correlació no vol dir causalitat i, de l'altra, que en el camí cap a la crisi de finals de la primera dècada del segle XXI va ser sobretot la posició deficitària del sector privat ($S < I$) la que va ser compensada per l'arribada de finançament exterior, fins i tot en alguns casos, com a Espanya entre 2005 i 2007, amb aportacions positives del sector públic en termes de superàvits dels comptes públics. Per contra, a partir de 2008-2009 els increments dels dèficits públics ($T < G$) donen lloc als Estats Units i a Espanya a dèficits exteriors però de magnitud inferior als d'anys anteriors – Espanya passa del -9,1% el 2008 al -4,7% el 2009, i els Estats Units del -4,9 al -2,9% en el mateix període– atès que l'estalvi privat augmenta i la inversió privada es redueix.

Com tantes vegades en economia (i en la vida) un mateix fenomen, en aquest cas un valor positiu ($I - S$), té diverses lectures: la positiva s'atribueix a l'expansió inversora; la negativa, a la insuficiència d'estalvi.

Una reformulació final deriva de la constatació que la part de la renda (Y) que les famílies no consumeixen (C) és precisament la que destinen a impostos (T) i estalvi (S). De manera que:

Comptabilitat dels agregats macroeconòmics

Recordeu que la comptabilitat dels agregats macroeconòmics manifesta els fenòmens, les "associacions en el temps", però no explica les relacions causals, que requereixen aprofundir en l'anàlisi.

$$Y - C = S + T.$$

Substituint $S + T$ a la condició d'equilibri obtenim, si anomenem absorció (A) a la suma de consum, inversió i despesa pública dels residents en un país:

$$Y = C + I + G + (X - M) = A + (X - M),$$

de manera que el saldo de la balança comercial es pot interpretar en termes de la **diferència entre la producció** (renda) i l'**absorció** (despesa o demanda nacional) agregades de l'economia:

$$X - M = Y - A$$

Això fa palès que els desequilibris comercials, i eventualment la seva correcció, estan estretament vinculats a l'equilibri macroeconòmic global del país, de manera que el sector exterior no és una cosa que "funcioni a part".

“Viure per sobre de les possibilitats”

L'enfocament en termes d'absorció permet una interpretació de l'expressió habitual que “el país ha viscut per sobre de les seves possibilitats”: quan un país (o una família) gasta o “absorbeix” més del que ha produït el resultat és un dèficit... que cal finançar, amb estalvis previs o endeutant-se. La situació en què $Y > A$ il·lustraria el cas d'estar absorbint més del que es produeix, vivint doncs, si es fa de forma sostinguda durant un cert temps, per sobre de les possibilitats.

4. Globalització financera

Quan es va posar en marxa el sistema de Bretton Woods, després de la Segona Guerra Mundial, inicialment els moviments internacionals de capital es trobaven força limitats, com ja s'ha comentat. No va ser fins a finals de la dècada de 1950 i sobretot des de la dècada de 1960 en què es va iniciar, al principi tímidament i posteriorment de manera exponencial, l'auge dels fluxos internacionals de capitals. A les darreres dècades el gran volum de transaccions financeres internacionals ha convertit a l'anomenada globalització financera en un dels vessants més característics del conjunt de la globalització.

A més dels canvis quantitius en la magnitud dels fluxos financers, s'han produït en paral·lel importants novetats qualitatives.

Diners i salut

S'atribueix al filòsof i economista anglès del segle XIX John Stuart Mill una analogia entre el paper dels mecanismes monetaris i financers i el de la salut: de la mateixa manera que quan estem bé de salut sovint no li donem importància per considerar-ho l'estat normal, en què el cos humà funciona amb eficàcia sense fer-se notar, també quan els mecanismes monetaris i financers es desenvolupen amb normalitat ho fan una fluïdesa i discreció que fa que en bona mesura passin desapercibuts. Però la importància tant de la salut com dels temes monetaris-financers destaca clarament quan apareixen disfuncions més o menys importants, que afecten de forma significativa el funcionament normal, i que fan enyorar els temps en què aquests mecanismes funcionaven de forma eficaçment silenciosa...

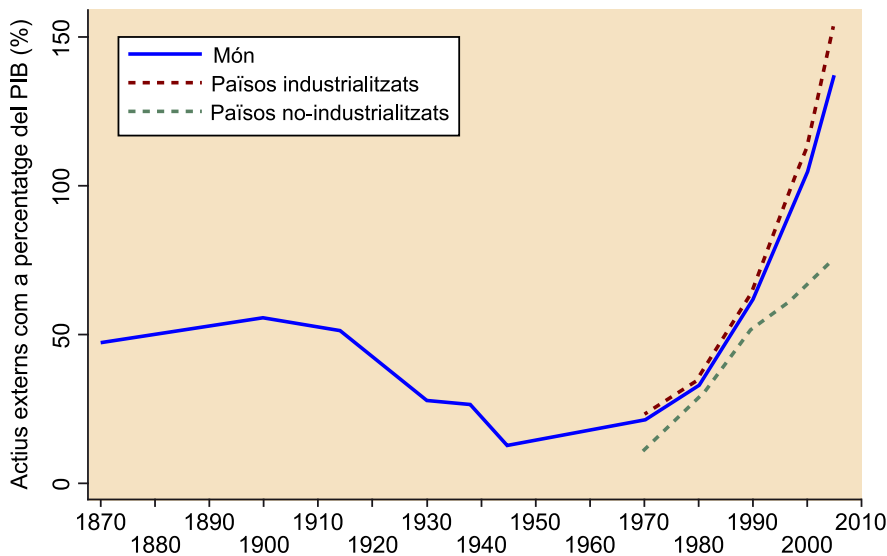
El 2009, en els moments inicials de la crisi financera global, el llavors economista en cap de l'FMI, Olivier Blanchard, va formular una actualització de la idea d'Stuart Mill quan va reconèixer que ell mateix – un dels macroeconomistes més destacats del món, autor del manual de referència més utilitzat a les universitats de tot el món – “fins fa poc” havia infravalorat el potencial de les pertorbacions financeres com a font de disruptcions per a la prosperitat econòmica.

La figura 7 recull un dels indicadors de globalització financera: un dels resultats més importants de la mobilitat internacional de capitals és que determinants actius situats a un país acaben essent propietat de ciutadans residents a un altre: són els “actius externs”. La seva proporció com a percentatge del PIB és una de les formes de mesurar el grau d'obertura o mobilitat financera. La figura mostra l'evolució d'aquest indicador des de 1870 fins ara, desglossant en les darreres dècades les dades totals entre economies industrialitzades i les que estan en desenvolupament.

D'aquesta figura destaquen alguns punts importants. D'una banda, òbviament, a les darreres dècades el creixement ha estat molt ràpid, pràcticament exponencial, convertint doncs a la globalització financera en un dels trets més visibles de la globalització. Però, de l'altra, cal destacar com a finals del segle XIX també es va començar a produir un avenç en l'obertura financera internacional que es va aturar de forma brusca amb la Primera Guerra Mundial, do-

nant lloc a un retrocés important durant dècades, que provocar que pràcticament fins a la dècada del 1980 no es tornés a recuperar el valor de l'indicador assolit a principis del segle XX.

Figura 7. Indicador de mobilitat internacional de capitals: actius externs (ubicats a un país diferent del de la residència del titular) com a percentatge del PIB



Font: A. Taylor, "External Imbalances and Financial Crisis", FMI, 2012.

4.1. Poders públics i operadors privats

Un dels canvis més importants que suposa la creixent mobilitat internacional de capitals és anar donant un pes creixent als operadors privats als mercats financers internacional. En els moments històrics en què aquesta mobilitat ha estat limitada, les autoritats econòmiques – habitualment els bancs centrals per delegació dels respectius governs – podien ser els que marcaven les pautes, amb les seves intervencions als mercats de divises i altres segments dels mercats financers internacionals. Però a mesura que augmenten les facilitats pels operadors privats el volum de recursos que gestionen aquests va assolint xifres cada vegada més importants, que superen en molt als que poden mobilitzar les autoritats. Això fa que les tendències dels mercats financers, inclosos sovint els tipus de canvis, queda més en mans d'aquests operadors privats i, com es veurà en l'apartat 5, de les seves expectatives. Els poders públic ara constaten que per a incidir sobre els mercats financers necessiten guanyar/disposar de credibilitat enfront dels agents privats. Aquesta creixent hegemonia dels operadors privats ha donat lloc a crítiques respecte a si havien assolit un poder que hauria anat, segons alguns plantejaments, massa lluny – un poder amb escàs o nul control – i que provocat debats sobre si calien algunes formes de regulacions o supervisions que el limitessin. Les propostes de posar "sorra a les rodes de les finances internacionals" per a intentar evitar algunes disfuncions i fragilitats en serien una eventual i controvertida implicació.

4.2. Fluxos bruts i nets

Es cert que, quan augmenten els fluxos financers internacionals en el marc d'una més gran mobilitat internacional de capitals, els països amb més estalvi tenen més facilitats per a ubicar els seus excedents i que els països amb necessitats de finançament tenen més facilitats per a obtenir-ne. Això es tradueix, com ja s'ha apuntat i s'ampliarà en els apartats següents, en potencials valors més elevats dels fluxos nets entre països. Però un altre vessant molt important, i molt visible, és l'augment de les transaccions financeres internacionals de tota mena que donen lloc a una espessa xarxa de *fluxos bruts*. Per exemple, les relacions financeres entre els Estats Units i la Xina s'han caracteritzat les darreres dècades per un superàvit (capacitat de finançament) de la Xina i un dèficit (necessitat de finançament) dels Estats Units, com ja s'ha comentat i és prou conegut. Però aquests "saldos nets" són la resultant de moltíssimes transaccions entre ambdós països, de naturalesa jurídica i econòmica força heterogènia. Així les multinacionals dels Estats Units han fet principalment inversions directes (fàbriques, etc.) mentre que la Xina inicialment adquiria títols de deute públic o d'entitats privades o semipúbliques, com les institucions especialitzades en hipoteques dels Estats Units, per després anar de forma creixent també adquirint participacions – inversions en cartera – a entitats nord-americanes. Tot aquest ampli ventall de transaccions – fluxos bruts – ofereixen doncs informacions essencials per a entendre les relacions financeres entre la Xina i els Estats Units, complementant el paper dels "saldos nets".

L'actual (2017) economista en cap de l'FMI, Maurice Obstfeld, ha insistit en la necessitat d'avaluar conjuntament la dinàmica dels fluxos nets i dels fluxos bruts per a tenir un diagnòstic de la posició financera dels països. En alguns casos com Irlanda o Islàndia, destaca la magnitud dels fluxos bruts que van assolir (en relació als respectius PIB) que expliquen les situacions de fragilitat en què es van arribar a trobar, més enllà dels valor més modestos dels saldos nets.

Fluxos bruts, fluxos nets i la paradoxa Feldstein-Horioka

Aquesta distinció també contribueix a explicar la ja esmentada "paradoxa de Feldstein-Horioka": des de finals dels anys 1970 el volum de fluxos bruts va augmentar molt notablement, contribuint a la impressió dels contemporanis d'un gran salt endavant en la internacionalització dels fluxos financers, malgrat que inicialment la quantia dels saldos nets – capacitat/necessitat de finançament – no va ser l'aspecte que més es va modificar.

5. Crisis monetàries: anàlisi i experiències

Malgrat l'abandonament dels tipus de canvi fixos dels principals països el 1973, han estat freqüents els intents de les autoritats nacionals de mantenir el tipus de canvi de la moneda dins d'uns intervals, formals o informals, explícits o no, que es consideraven desitjables des del punt de vista del conjunt dels objectius de política econòmica. Sovint les economies en desenvolupament han volgut mantenir un tipus de canvi fix o molt estable de la seva moneda enfront d'una altra divisa important – típicament el dòlar USA o, en alguns països europeus, en el seu moment enfront del marc alemany i posteriorment de l'euro – entre d'altres raons per a donar certesa als costos i ingressos de les seves transaccions.

Periòdicament aquestes pretensions d'estabilitat canviària s'han trobat amb problemes quan s'han produït corrents massius de vendes de la moneda nacional que han posat en dificultats a les autoritats monetàries dels països implicats i, eventualment, han forçat un abandonament o revisió del compromís del tipus de canvi fix. Aquestes vendes massives són conegudes com "*atacs especulatius*" i poden acabar tenint no només efectes monetaris-financers sinó d'abast més ampli econòmic i sociopolític. Els episodis de *crisis monetàries* ha tingut casos tan importants com els que varen generar greus problemes a Mèxic el 1982 i 1994, a Rússia el 1998, als països del Sud-est asiàtic el 1997, o a Argentina el 2001-2002. També a Europa, com es veurà en el mòdul "Integració monetària", el Sistema Monetari Europeu va ser "atacat" sobretot el 1992-1993, posant en perill el procés de la integració monetària.

L'evidència d'episodis d'inestabilitat en els mercats financers internacionals que amenaçaven o culminaven amb crisis monetàries (devaluacions, abandonament de paritats, realineaments, etc.) es va anar estenent entre l'opinió pública, i la perspectiva d'atacs especulatius llançats pels operadors en els mercats financers internacionals es va convertir en una espasa de Dàmocles sobre els caps de les autoritats econòmiques nacionals.

L'anàlisi econòmica d'aquests fenòmens ha tingut **tres etapes**. En la **formulació "clàssica"** (Krugman, Garber-Flood), l'anàlisi dels atacs especulatius se centrava en la incompatibilitat entre un tipus de canvi pretesament fix i un comportament macroeconòmic que origina tensions incompatibles amb l'estabilitat del tipus de canvi (inflacionistes, expansions creditícies associades a dèficits públics excessius, etc.): l'anàlisi predeïa que es llançaria un atac especulatiu abans que s'exhaurís l'estoc de reserves internacionals amb què el país se suposava que podia defensar el tipus de canvi fix.



James Tobin

Tipus fixos

La dificultat per a mantenir tipus fixos en un entorn d'elevada mobilitat internacional de capitals és tal que un conegut article d'Obstfeld i Rogoff porta per títol "El miratge dels tipus de canvi fixos".

D'aquesta manera, la determinació del *timing* o seqüència temporal de l'atac i l'atribució de la responsabilitat última de l'abandonament del tipus de canvi fix a una política econòmica més o menys "irresponsable" eren les característiques bàsiques d'aquest enfocament de les crisis monetàries.

Les experiències de les tempestes monetàries a Europa entre 1992 i 1993, i la crisi de Mèxic i les seves seqüeles (1994-1995) van donar empenta a una **formulació "moderna"** de les crisis monetàries.

Partint de les observacions del fet que alguns dels països atacats per aquestes crisis (França, per exemple) tenien una *performance* econòmica notable (fins i tot en comparació amb Alemanya), i del fet que els mercats financers no sempre van anticipar les crisis (les tensions a Europa comencen tot just un mes abans de la gran crisi de setembre de 1992), s'ha anat elaborant aquesta teoria.

Aquesta anàlisi parteix del paper cabdal de les expectatives dels operadors en els mercats financers, que pot conferir-los la propietat d'"autocompliment" (*self-fulfilling*).

En un ampli ventall de circumstàncies, un país no estaria en condicions prou sòlides per a ser invulnerable a un atac especulatiu, ni en condicions tan deplorables que l'atac especulatiu fos del tot inevitable, sinó que hi hauria una àmplia "**zona gris**" o "**zona ambigua**", en què si les expectatives dels operadors són, per exemple, d'una devaluació, les vendes massives d'aquesta divisa forçaran la devaluació, però si les expectatives no van en aquest sentit, no hi ha atac i la moneda es manté: en tots dos casos els operadors veuen confirmades les seves expectatives, i d'aquí prové la característica *self-fulfilling*.

Aquest enfocament suggereix, a més, la presència d'elements subjectius en les crisis monetàries, més enllà de l'evolució de les característiques fonamentals (disciplina antiinflacionista o no, solidesa o no de les finances públiques, etc.), fet que ha portat a la crítica dels mercats financers.

Aquesta vulnerabilitat pot fer que, en ocasions, esdeveniments aparentment extraeconòmics o secundaris puguin fer convergir les expectatives dels operadors i desencadenar la crisi: els referèndums danès i francès sobre el Tractat de Maastricht l'estiu de 1992 i els esdeveniments polítics i socials de tota classe a Mèxic el 1994 en són casos coneguts.

Alguns desenvolupaments recents han intentat sintetitzar els dos enfocaments –configurant, doncs, una "**tercera generació**" de models– debatent els factors de què pot dependre l'amplitud d'aquesta **zona gris o ambigua**, treballant amb un ampli conjunt d'indicadors de fragilitat o vulnerabilitat financera.

Formulació moderna

La formulació moderna a vegades ha derivat en crítiques per l'excessiu poder dels mercats financers internacionals i eventualment en propostes per a mirar de limitar la mobilitat internacional de capitals.

Altres factors, com la solidesa del sistema financer, un excessiu endeutament en divises estrangeres que comporta grans dificultats a les empreses en cas de devaluació (com va succeir en la crisi del Sud-est asiàtic de 1997 o la de l'Argentina el 2001-2002), la incertesa sobre el veritable compromís amb l'estabilitat canviària, la incertesa sobre l'evolució de les variables fonamentals, i fins i tot l'actitud d'alguns operadors especialment notoris, s'incorporen a l'anàlisi.

Amb tot, la conclusió provisional podria ser que una **política econòmica sòlida** és el millor antídote, encara que no el definitiu, contra els atacs especulatius, i que en gairebé tots els casos de crisis monetàries és possible detectar en graus variables el germen o el desenvolupament d'alguns **desequilibris** perillosos.

6. Desequilibris externs

Des de principis del segle XXI va aparèixer un nou debat a l'economia financer internacional, derivat del fet que alguns països, especialment els Estats Units, presenten unes dades de dèficits externs importants en perspectiva històrica. El desequilibri exterior dels Estats Units del 2006 era del 6,5% del seu PIB –i un 1,5% del PIB mundial–, mentre que presentaven superàvits notables països com la Xina, alguns exportadors de petroli i matèries primeres, i el Japó. Altres països desenvolupats, com Espanya, el Regne Unit o Austràlia, també tenen dèficits externs notables.

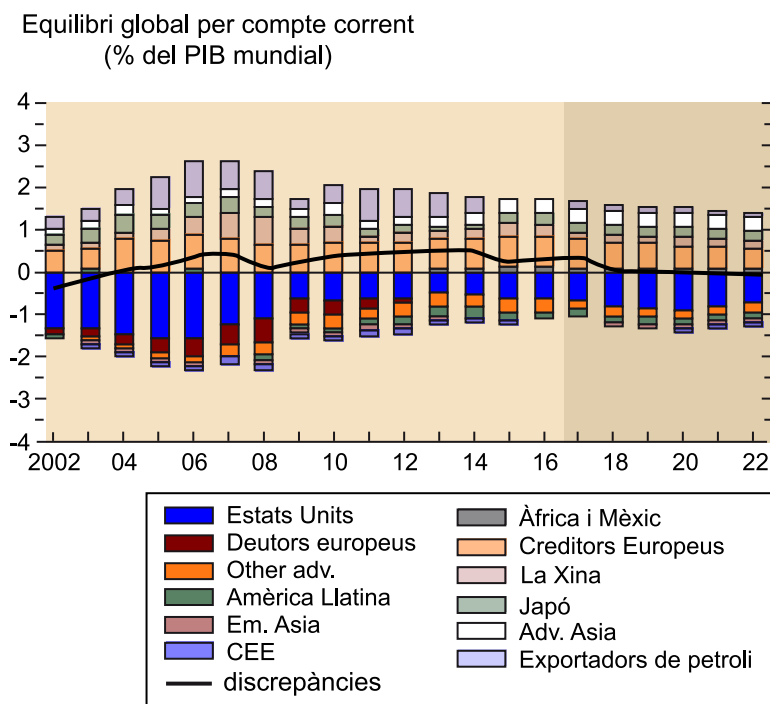
Aquests desequilibris externs han estat objecte de polèmica. Per a alguns es tracta senzillament d'un efecte col·lateral de la més gran mobilitat de capitals i un resultat d'equilibri basat en la confiança i capacitat d'atreure estalvi exterior de l'economia nord-americana i d'altres països. D'altres expressen la seva preocupació en una futura pèrdua de confiança que podria portar a escenaris de crisis financeres a països desenvolupats amb repercussions greus a escala global.

6.1. Desequilibris externs: economia i política

Com ja sabem, els països, com les famílies i les empreses, poden tenir superàvits o dèficits, ja que és freqüent que els ingressos d'un període (per exemple, un any) no igualin exactament les despeses. El sistema financer té entre les seves tasques cobrir aquests desequilibris transitoris, canalitzant els excedents d'uns envers les necessitats dels altres. Però quan aquests desequilibris deixen de ser transitoris apareixen els problemes de la seva sostenibilitat. Hi ha límits a la capacitat de tenir posicions deficitàries persistents? Quins mecanismes es poden posar en marxa quan s'arriba a límits considerats delicats?

Des de la primera dècada del segle XXI la qüestió dels desequilibris externs torna al centre dels debats a la vista de l'increment en la seva magnitud agregada. La figura 8 mostra l'evolució des de principis del segle XXI d'aquests desequilibris i n'evidencia l'increment fins a màxims just abans de la crisi de 2008, amb una certa moderació posterior associada a la caiguda de l'activitat, i amb dubtes sobre la represa dels desequilibris en els escenaris postcrisi.

Figura 8. Desequilibris externs globals: dades i projeccions de l'FMI, com a percentatges del PIB mundial



Font: FMI, World Economic Outlook, Abril 2017

Però els senyals d'alarma que els desequilibris externs han generat es deuen no només a la seva magnitud sinó també a la seva composició. Les dades de la figura 8 mostren com el país amb més necessitat de finançament passa a ser els Estats Units, seguit per altres economies avançades (Espanya en segona posició entre 2006 i 2009, i amb el Regne Unit, Itàlia, Austràlia i Grècia en llocs destacats). I per contra, els països amb capacitat de finançament passen a estar encapçalats per la Xina el 2006, amb Alemanya i el Japó (dues economies avançades amb tradicionals posicions superavitàries) a continuació, així com un pes creixent dels països exportadors de petroli especialment en els moments en què el seu preu se situava en nivells elevats. Cal també destacar que dins de la zona euro hi havia països amb elevats superàvits i d'altres amb importants dèficits, la qual cosa, com s'ampliarà en el mòdul "Integració monetària", va provocar tensions internes en l'àmbit de la moneda compartida.

Després de la crisi s'han moderat els desequilibris però no han retornat als nivells que tenien a finals del segle XX. Per la banda dels països superavitaris és ara (entre 2013 i 2016) Alemanya qui encapçala el rànquing, amb la Xina en una posició més propera a l'equilibri, resultat del seu deliberat "canvi de model" més orientat a prioritzar la demanda interna. Els països del Sud d'Europa han reduït dràsticament els dèficits (fins i tot en algun cas tenen ara superàvit) i apareixen algunes economies emergents (com la Índia, Brasil o Turquia) entre els que capten més finançament extern. La posició dels exportadors de petroli segueix les fluctuacions dels preus de les *commodities* que exporten.

En conjunt, doncs, van ser principalment economies avançades les que varen anar acumulant dèficits, mentre que eren principalment potències emergents comercials i exportadors de petroli els nous gran creditors de l'economia mundial. En particular, la posició dels Estats Units al capdavant dels "importadors nets de capitals" i de la Xina al capdavant dels "exportadors nets de capitals" són, amb els matisos que es comenten en els paràgrafs següents, difícils de separar de pugnes tant o més polítiques que econòmiques. Les lectures geopolítiques dels desequilibris s'afegeixen als debats sobre la desitjabilitat i sostenibilitat d'aquests desequilibris.

Discrepàncies estadístiques

Si tots els països elaboresin les estadístiques de balances de pagaments amb la mateixa metodologia i amb dades completes i fiables de tots els fluxos comercials i financers, la suma dels saldos de les balances de pagaments hauria de ser zero, ja que els superàvits d'un són dèficits d'un altre. Però no totes les fonts estadístiques són completes ni fiables, a més d'altres disparitats metodològiques, de manera que apareixen **discrepàncies estadístiques** en ocasions de certa importància. Els criteris per a valorar inversions internacionals, per exemple, poden combinar "valors històrics" dels recursos transferits amb "valors actuals" associats a valoracions o rendiments dels resultats de les inversions. De vegades, els països poden tenir fins i tot interès a presentar posicions més positives (per exemple, per a evitar ser més penalitzats pels mercats financers internacionals). La figura 8 mostra com l'FMI ofereix una mesura de la magnitud d'aquestes discrepàncies estadístiques que poden modular la interpretació i anàlisi de les dades. Més endavant tornarem a parlar sobre algun aspecte de la fiabilitat de les estadístiques.

6.1.1. Desequilibris bons o dolents?

Com ja hem indicat, quan els desequilibris exteriors tenen l'arrel en l'accés a un finançament exterior per a oportunitats d'inversió productiva en països amb un insuficient estalvi domèstic, o bé en oportunitats d'inversions a l'exterior amb perspectives de rendibilitat més interessants per a un volum elevat d'estalvi domèstic, el sistema financer internacional contribueix a l'assignació eficient de l'estalvi mundial en la inversió mundial i suposa, per tant, uns guanys que legitimen el paper del sistema financer internacional.

Però també es poden produir desequilibris per altres raons no tan positives, sinó que responen a distorsions o perturbacions negatives. Blanchard i Milesi-Ferretti (2009) van sistematitzar algunes d'aquestes causes més problemàtiques, que van des de mecanismes que poden fer que l'estalvi domèstic sigui anormalment baix (per una confiança excessiva en revaloritzacions d'altres actius com els immobiliaris o els financers més enllà de criteris raonables de sostenibilitat) o que s'aboquin recursos a inversions no productives, etc. Els mateixos autors apunten que els desequilibris iniciats a finals del segle XX i principis del XXI poden haver tingut en una primera etapa una raó sòlida en les perspectives de rendibilitat de l'economia dels Estats Units ("nova economia", auge de les activitats puntcom, etc.) en comparació amb unes economies asiàtiques negativament afectades per la crisi de 1997-1998, però que posteriorment haurien aparegut factors menys sòlids – excessos crediticis i d'endeutament – amb més ingredients d'instabilitat i fragilitat.

6.2. Explicacions dels desequilibris externs

Comentem a continuació algunes de les explicacions dels desequilibris externs més rellevants no només en termes de més potencial explicatiu del passat sinó també amb més perspectives d'interès de cara al futur:

1) **Sobreabundància global d'estalvis.** El 2005, poc abans de ser nomenat president de la Reserva Federal, Ben Bernanke va encunyar l'expressió sobreabundància global d'estalvis (*global savings glut*) per posar de relleu el fet que si els Estats Units podien mantenir un elevat ritme inversor malgrat el seu decreixent estalvi era perquè altres economies del món estaven disposades a transferir els seus excedents d'estalvi a l'economia nord-americana. I afegia que factors com l'elevació dels preus del petroli i les estratègies de superàvits comercials de les potències asiàtiques emergents va originar que a escala global l'estalvi esdevingués una "mercaderia" més abundant i per tant més barata, la qual cosa donava lloc a tipus d'interès relativament baixos de què es beneficiaven els països amb un insuficient estalvi domèstic, com els Estats Units, Espanya, el Regne Unit i altres.

Ha estat objecte de debat conèixer fins a quin punt la disponibilitat d'estalvi exterior abundant i barat va fer que les economies amb insuficient estalvi nacional no possessin en marxa polítiques respecte d'aquest fet, "anestesiament" així els mecanismes d'ajustament. I també s'argumenta que els tipus d'interès "artificialment" baixos poden haver contribuït, d'una banda, a percebre com a rendibles determinades inversions, i de l'altra, poden haver fomentat una "propensió al risc" que va coadjuvar l'assumpció de projectes amb riscos no sempre ben calculats ni supervisats.

2) **Bretton Woods II.** Altres plantejaments destaquen que els desequilibris exteriors sobretot entre els Estats Units i la Xina mereixerien aquesta denominació només comptablement, però que hi hauria bones raons per a parlar d'una complementaritat d'interessos entre ambdues economies que justificaria una interpretació més complaent –i menys preocupant– dels desequilibris. Una formulació que ha rebut una atenció creixent és la de Dooley i altres (2009) segons la qual la prioritat estratègica de la Xina hauria estat en les darreres dècades una modernització basada a incorporar centenars de milions de persones a tasques d'una més elevada productivitat a les províncies costeres, destinació d'inversions estrangeres de sofisticació creixent. Les exportacions dels productes generats així s'hauria vist facilitada per un tipus de canvi de la moneda xinesa infravalorat que reforçava la competitivitat basada en baixos costos laborals. Les inversions estrangeres i una tolerància envers la infravaloració del renminbi serien les contribucions dels Estats Units a l'estratègia xinesa, amb la contrapartida d'una arribada creixent als Estats Units dels estalvis excedents procedents de la Xina i que complementarrien un estalvi nord-americà cada vegada més insuficient.

Aquest enfocament va rebre la denominació de *Bretton Woods II* ja que, segons el seus defensors, la situació entre els Estats Units i la Xina descrita seria similar a la complementarietat d'interessos entre els Estats Units i Europa, que hauria emergit després de la Segona Guerra Mundial, en la fase inicial del sistema de Bretton Woods, quan exportar als mercats nord-americans a tipus de canvi raonables es va convertir en un motor dinamitzador de les economies europees, juntament amb l'arribada al vell continent d'inversions de multinacionals amb base als Estats Units.

Una implicació important d'aquest enfocament rau a sostenir que aquesta complementarietat d'interessos no s'hauria vist substancialment afectada per la crisi financera de finals de la primera dècada del segle XXI, sinó que podria tenir continuïtat. Els desequilibris exteriors, segons aquest plantejament, no haurien estat un factor causal rellevant de la crisi –sinó que s'atribueix la responsabilitat als excessos dels sistemes financers occidentals– i això explicaria les tendències cap a la seva reaparició en la segona dècada del segle XXI, cosa que alguns denominen *Bretton Woods II bis* o *Bretton Woods 2.1*. Però altres interpretacions consideren que aquesta complaença amb els desequilibris exteriors pot ser excessiva.

Alguns dels escenaris de futur de l'economia global prenen com a referència aquesta terminologia. Així, es parla d'un format *Bretton Woods III* per a referir-se a una reformulació dels desequilibris, però ara amb el deute públic de les economies avançades –incrementat notablement pels plans de rescat i estímul per a fer front a la crisi de finals de la primera dècada del segle XXI– en lloc de l'endeutament privat.

3) Demanda d'actius de qualitat. Per què les economies amb excedents d'estalvi estaven tan disposades a cedir-lo a altres països com principalment els Estats Units, i a tipus d'interès aparentment baixos? La resposta que dona l'enfocament de Ricardo Caballero a aquesta pregunta cabal fa referència a la percepció d'elevada qualitat que tenien els actius financers emesos als Estats Units, i que els convertia en la destinació més valorada dels recursos que buscaven "actius segurs". Tant els títols emesos pel sector públic –bons del Tresor USA, etc.– com per algunes entitats amb garanties explícites o implícites dels poders públics –com les societats hipotecàries Fannie Mae i Freddie Mac tècnicament privades però amb suport públic– i algunes entitats privades percebudes com de màxima solvència, haurien constituït els actius demandats pels països superavitaris, fins i tot en alguna mesura prioritzant aquesta seguretat o qualitat per sobre del tipus de rendiment. Caballero es refereix a com la gran demanda d'aquests **actius d'alta qualitat** hauria superat l'oferta que raonablement es podia generar, i hauria creat incentius a proveir el que anomena *una oferta sintètica d'actius amb la qualificació AAA* –amb la complicitat de les agències de ràting– que finalment es va evidenciar que no mereixien aquesta valoració.

Aquest enfocament planteja interrogants importants de futur. Com es veurà afectada per la crisi financera iniciada el 2007-2008 la percepció de "màxima solvència" dels actius dels Estats Units, especialment els emesos pel sistema financer? En el cas que es vegi reduïda aquesta percepció i la subsegüent confiança dels inversors internacionals, quins altres actius poden emergir com a substitutius per a donar resposta a la demanda dels segments d'inversors que volen la màxima qualitat en els actius en què col·loquen els seus recursos? Serien, en el seu cas, actius generats a altres llocs del món, o a *commodities* o matèries primeres, monedes electròniques, etc.?

Dark matter

Una interpretació provocativa dels desequilibris externs, sobretot entre la Xina i els Estats Units, ha estat l'anomenada dark matter –plantejada per R. Hausmann i F. Sturzenegger–, segons la qual hi ha deficiències serioses en els criteris comptables d'elaboració de la balança de pagaments referides sobretot a serveis i fluxos financers. Segons aquesta interpretació hi ha components "intangibles" i "invisibles" (dark matter) associats, per exemple, a la diferent tipologia entre les inversions dels Estats Units a l'estranger i les estrangeres als Estats Units. Els autors esmentats proposen una revisió de les estadístiques partint de la rendibilitat de les inversions més que del seu import nominal per a concloure, provocativament, que realment els saldos entre els Estats Units i la Xina són molt propers a l'equilibri. Probablement hi ha un element de "provocació" però també és cert que els criteris estadístics són millorables.

Una qüestió que cal seguir amb atenció és l'evolució dels desequilibris externs globals en el futur. Encara que les propostes formals del G20 van en la línia de reduir els desequilibris, també s'apunten indicis que una recuperació eventual pot portar al retorn dels desequilibris a una magnitud més gran, amb els elements de fragilitat que segons algunes de les interpretacions esmentades això pot implicar per al futur de l'economia mundial.

7. Crisi financera internacional

A la tardor de 2008 va esclatar una crisi financera que va portar a l'economia mundial a una situació molt delicada. La fallida de Lehman Brothers, una de les entitats financeres més importants dels Estats Units i del sistema financer mundial, va comportar una situació d'incertesa al sistema financer, amb impactes immediats sobre l'activitat econòmica real: les contraccions del consum i de la inversió privada van ser notables. El 2009 l'economia mundial va experimentar una taxa de creixement negativa per primera vegada en molt temps. En el moment de redactar aquest text (principis de 2017) es discutia fins a quin punt s'havia recuperat l'economia mundial –i la de cada país– dels impactes de la crisi i també si s'havien après –o no– les lliçons de les causes que la varen provocar per a intentar minimitzar els riscos d'una nova sotragada.

És cert que les crisis greus acostumen a tenir causes complexes, però la dimensió financera va ser especialment rellevant en el camí cap als problemes que van esclatar el 2008. I les comparacions històriques mostren que quan la causa d'una recessió és una fallada en el mecanisme cabdal de les finances llavors la durada i magnitud de la crisi tendeix a ser més greu que quan la recessió té altres causes, i també que la recuperació posterior tendeix a ser més lenta. No es tracta simplement, per fer servir una coneguda expressió, que s'hagi “apagat la llum” i calgui reiniciar l'operativa del sistema, sinó que el llegat de la crisi –tant en termes de deutes acumulats com de friccions sociopolítiques– requereix una tasca àrdua de redreçament que demana temps i esforços.

Hi ha certs trets comuns a les crisis financeres, principalment els excessos en la concessió de crèdits per part de les entitats financeres i el correlatiu excés d'endeutament per part de molts actors de l'economia (empreses, famílies, etc.). En un article àmpliament citat, publicat el 1933, Irving Fisher, professor a la Universitat de Yale, ja havia documentat com les crisis financeres greus tenien en comú el sobreendeutament (*overborrowing*) dels uns, correlatiu a una excessiva concessió de crèdits (*lending boom*) per part de les entitats financeres. El mateix Fisher també va resumir la seqüència d'esdeveniments que portaven d'un optimisme inicial associat a un clima de prosperitat, amb pujades dels preus dels actius –immobiliaris i borsaris, entre d'altres– fins a un clima d'eufòria que comportava minimitzar les avaluacions de riscos, a finançar projectes de dubtosa rendibilitat– en les paraules de Fisher: “la moda de promocions insensates aprofitant l'adaptació del públic a grans expectatives” –acabant de vegades en excessos i abusos– de nou en les paraules de Fisher: “casos de frau absolut que aprofiten la credulitat de part del públic”. En un llibre publicat el 2009 Carmen Reinhart i Kenneth Rogoff documentaven les experiències de crisis financeres al llarg de la història amb el subtítol de “Vuit segles de folia financera”.

De Wall Street a Main Street

La transmissió dels problemes financers a l'economia real es resumeix en l'expressió “De Wall Street a Main Street”: Wall Street és el carrer emblemàtic del cor financer de Nova York, i Main Street és la denominació tradicional de lloc de l'activitat comercial i de negocis del comú de la gent.

Si les crisis financeres no són un fenomen nou, per què la crisi que va esclatar el 2008 va ser tan inesperada? Per què es va permetre que s'arribés tan lluny en algunes dinàmiques que la història mostrava que són insostenibles? La resposta rau en una expressió coneguda que dona títol al llibre de Reinhart i Rogoff: "This Time is Different", *Aquesta vegada és diferent*. Aquesta expressió esdevé la resposta a qualsevol insinuació que s'està repetint cap a un camí que porta a perilloses fragilitats. El clima d'optimisme i eufòria fa que els advertiments siguin ignorats o menystinguts.

El 2005 el llavors economista en cap de l'FMI, Raguram Rajan, va presentar una ponència al simposi de Jackson Hole (una trobada emblemàtica del món financer que té lloc a finals d'agost) amb el títol "Ha convertit el desenvolupament financer al món en un lloc amb més risc?" en què, reconeixent el creixement de principis del segle XXI, apuntava els seus dubtes sobre la fragilitat dels elements als balanços d'unes entitats financeres que per ventura estarien anant massa lluny amb l'assumpció de riscos, fent servir instruments financers potser no tan sòlids com es pensava. Les reaccions als seus advertiments van ser de rebuig. El juliol de 2007 un alt executiu d'una entitat financera molt important descrivia la situació d'eufòria que feia difícil redreçar la dinàmica d'excessos fent servir el símil de "mentre la música soni, has de seguir dempeus i ballar" encara que reconeixia que "quan la música pari les coses seran complicades" (l'any 2013 el professor Alan Blinder va titular el seu llibre sobre la crisi precisament "Quan la música va parar").

L'abril de 2008 el Fons Monetari Internacional va incloure a un dels seus informes semestrals més importants, l'Informe sobre Estabilitat Financera Global, unes anàlisis sobre les dades d'impagaments dels crèdits hipotecaris als Estats Units, evidenciant com des de 2003 s'estava produint un sistemàtic increment en els percentatges de morositat que haurien d'haver portat a una reconsideració dels criteris amb els quals les entitats financeres estaven avaluant els riscos dels projectes als quals atorgaven finançament. Com ha assenyalat el premi Nobel Joseph Stiglitz, a més del clima d'eufòria, també pot tenir un paper explicatiu el sistema d'incentius a les entitats financeres, que vinculaven retribucions complementàries –*bonus*– a responsables de prendre decisions en funció dels productes financers (hipoteques, etc.) que col·locaven. Això donava lloc a un problema del que s'anomena "risc moral" (*moral hazard*), en què els sistemes d'incentius tendeixen a generar un comportament excessivament arriscat (i per això una de les vies de reforma ha estat condicionar la percepció dels *bonus* en el transcurs d'un període de temps en què les hipoteques concedides s'hagin retornat sense incompliments).

Herding

Aquesta pressió per a seguir el comportament col·lectiu és un exemple dels anomenats comportaments de ramat, *herding* en l'expressió anglesa: dissentir de la línia general es fa difícil...

8. Crèdit i endeutament

Si els excessos tant en la concessió de crèdit com en l'endeutament són dos dels trets més característics del camí cap a les crisis, també ho són els durs ajustos posteriors, tant en el retrocés del crèdit –tancament de l'aixeta del crèdit, per a fer sevir una expressió no gaire científica però sí molt descriptiva– com en la necessitat de processos de desendeutament que són llargs i costosos.

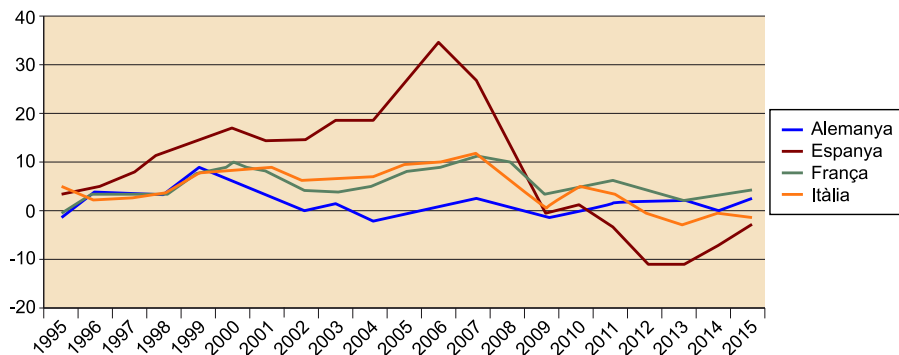
8.1. Què passa amb el crèdit?

La figura 9 mostra l'evolució del crèdit a algunes economies avançades des de principis del segle XXI. La contraposició entre les elevades taxes de creixement en els anys anteriors a 2008-2009 i el moviment del pèndol en sentit oposat amb posterioritat a la crisi és molt notable. De fet, aquesta *avaría* en el paper central del sistema financer –el qual, com hem vist des del principi d'aquest mòdul, és la canalització de l'estalvi envers les inversions productives– és un dels trets que explica que les sortides de les crisis financeres trobin més dificultats que les d'altres tipus de dificultats econòmiques. Quan es dissipa l'eufòria i es fan evidents als balanços de les entitats financeres els *forats* generats pels impagaments d'un percentatge significatiu dels crèdits (inadequadament) concedits, els recursos d'aquestes entitats –inclosos els que es reben en moltes ocasions de *rescats* fets amb diners públics– s'utilitzen per a cobrir aquests forats, massa sovint en detriment de la concessió de crèdits a projectes. Una de les dificultats dels temps posteriors a les crisis és que s'insisteix encertadament en la necessitat de substituir les fonts d'activitat anteriors a la crisi –com, al nostre entorn, el sector immobiliari i de la construcció– per noves fonts de generació de riquesa i ocupació, parlant de la necessitat d'un *canvi de model productiu*, però al mateix temps augmenten les dificultats per a obtenir finançament de noves iniciatives que podrien anar en aquest sentit. És simptomàtic que a algunes de les normes que els governs aproven a l'hora d'articular mesures de reestructuració bancària, que inclouen injeccions de recursos públics a entitats en dificultats, s'indiquin les obligacions de destinar una part dels nous recursos a finançar activitats productives: massa sovint aquestes formulacions han quedat en declaracions d'intencions superades per les urgències de reconstruir la solidesa dels balanços de les entitats financeres.

Tenint en compte el paper central de les dinàmiques de crèdit i endeutament, en el mecanisme europeu relatiu a desequilibris macroeconòmics, PDM/MIP, ja comentat en el mòdul anterior i en apartats anteriors d'aquest mòdul, s'inclouen entre els indicadors principals de seguiment alguns altres relacionats. Un d'ells, el flux de crèdit al sector privat (expressat com a percentatge del PIB), encenent-se el senyal d'alarma quan supera el 14% anual. Com ja s'ha indicat, la figura 9 mostra el valor d'aquests indicadors pels quatre països grans de la zona euro. Les dades evidencien com en el cas de l'economia espa-

nyola entre 1999 i 2007 es va superar aquest llindar del 14%, amb un màxim del 35% el 2006, any en què dotze dels estats membres de la UE estaven per sobre del 14%, encara que no hi estaven els altres països de més dimensió. La figura també recull com després de l'esclat de la crisi el *pèndol* va anar en sentit oposat, especialment també a Espanya, amb el *tancament de l'aixeta del crèdit* que va afegir dificultats a la gestió de la recuperació.

Figura 9. Crèdit al sector privat: taxa de variació interanual



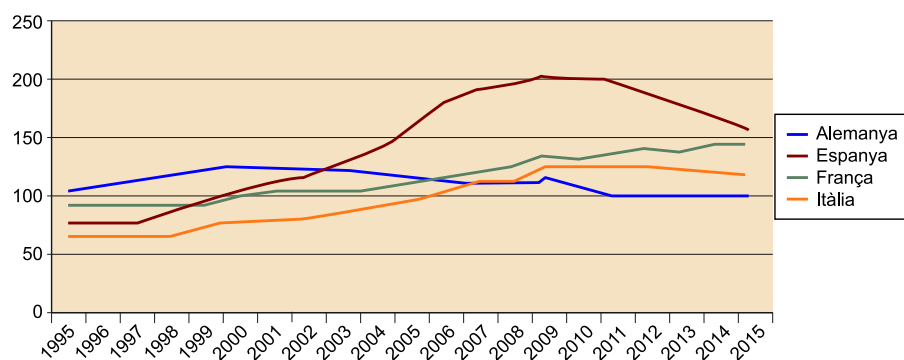
Font: Elaborat a partir de dades de l'Eurostat (12 d'abril de 2015)

8.2. Què passa amb l'endeutament?

Un altre dels indicadors que fa servir el PDM/MIP és l'endeutament del sector privat, expressat en termes de percentatge del PIB. El valor-llindar de referència se situa en el 133% del PIB. La figura mostra l'evolució d'aquest indicador de nou pels quatre països de més dimensió de la zona euro.

Amb les dades referides a l'any 2015 la meitat dels països de la UE (14) superaven aquest llindar, entre ells Espanya (154%) i França (144%), però també d'altres com els Països Baixos (228%), Dinamarca (212%) o Suècia (188%). Un tema d'interès és el procés de *desendeutament*, el qual requereix generar un excedent per a retornar el deute o generar un creixement per a reduir el numerador de la ràtio deute-privat/PIB. Aquests factors han contribuït d'una forma diferent a l'evolució d'aquesta ràtio a cada país. L'economia espanyola ha reduït la ràtio des del valor màxim del 201,4% de l'any 2009 fins al 154 de 2015. En canvi durant el mateix període França l'ha incrementat de 130 a 144, mostrant més problemes per a redreçar l'endeutament.

Figura 10. Endeutament del sector privat: dades com a percentatges dels respectius PIB nacionals.

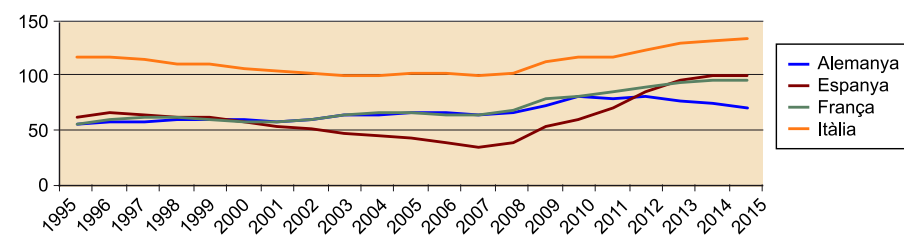


Font: Elaborat a partir de dades de l'Eurostat (12 d'abril de 2015)

Quan la crisi des de 2008 va evidenciar les fragilitats de les economies, els poders públic van assumir compromisos d'anar al rescat, la qual cosa es va traduir en un augment dels dèficits i de l'endeutament públic. A la UE el seguiment dels dèficits públics mereix una atenció especial (Procediment de Dèficit Excessiu, com es veurà en el mòdul "Integració monetària") i als indicadors PDM/MIP s'inclou el valor de l'endeutament públic, amb un llindar de referència del 60% del PIB que enllaça amb el criteri per a accedir a l'euro que es va imposar ja en el Tractat de Maastricht.

La figura 11 mostra l'evolució d'aquest indicador pels quatre països grans de la zona euro. En el cas d'Espanya, que a l'inici de l'euro (1999) assolía un valor de 60,9%, el creixement previ a la crisi el va permetre baixar fins al 35,5% el 2007, abans que la crisi retornés la xifra per sobre del 60% el 2010, situant-se en el 99,8% del PIB el 2015. Amb les xifres d'aquest any eren 17 els estats membres de la UE que superaven el llindar del 60%.

Figura 11. Endeutament del sector públic: dades com a percentatges dels respectius PIB nacionals



Font: Elaborat a partir de dades de l'Eurostat (12 d'abril de 2015)

8.3. L'era del crèdit

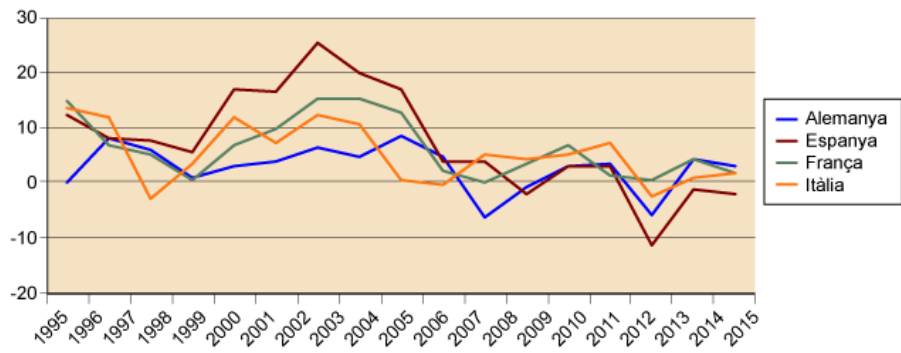
Tradicionalment les autoritats monetàries dels diferents països controlaven l'evolució del volum de diner i de crèdit considerant que la contrapartida de la creació de diner bancari (bàsicament dipòsits bancaris) era la concessió de crèdits per part de les entitats financeres. Establint objectius d'algun agregat monetari i assolint-lo mitjançant les eines tradicionals de política monetària

(operacions de mercat obert, coeficients legals, etc.) es garantiria el to i la direcció dels principals agregats monetaris i crediticis que influïen sobre el nivell d'activitat econòmica i dels preus.

Un dels aspectes destacats de la globalització financera va ser l'aparició de nous instruments i entitats financeres que van alterar aquestes relacions aparentment estables. Schularick i els seus coautors han encunyat l'expressió *Age of Credit* –Era del crèdit– per a referir-se a una certa *desconnexió* entre els valors dels agregats monetaris tradicionals i el volum de crèdit de l'economia. Això contribuiria a explicar que en el camí cap a la crisi de 2008 les autoritats monetàries tinguessin la creença d'estar encara *controlant* l'evolució monetària tot i que aquest control ja no era un bon indicador del to general dels mercats de crèdit que estaven en plena eufòria. Entre les raons d'aquesta desconnexió cal apuntar com a mínim: a) el creixent pes d'entitats financeres que no generaven dipòsits tradicionals que entressin a les definicions oficials de *diners* (dipòsits) sinó altres tipus de passius; la denominació de *shadow banking* s'ha popularitzat per a descriure un ventall d'entitats amb aquests trets, les quals haurien anat guanyant pes en el anys previs a la crisi, i que haurien incorporat crèdit als sistemes financers sense incrementar paral·lelament l'oferta monetària. Ampliarem aquest tema més endavant. I, b) un factor addicional va ser que les entitats financeres més tradicionals varen començar a col·locar dipòsits no tradicionals als seus clients passius. Tot i que es presentaven com “tan bons” com els dipòsits, no estaven coberts pels Fons de Garantia de Dipòsits ni similars i, sovint, no generaven obligacions a les entitats financeres de guardar reserves per a cobrir coeficients, la qual cosa permetia a aquestes un marge més gran d'agilitat en la concessió de crèdit. Algunes d'aquestes figures com les “preferents” han obtingut posteriorment una popularitat dramàtica quan s'han percebut com a instruments no-transparentes i de vegades polèmics, que han arribat als tribunals de justícia.

El resultat va ser una *era del crèdit* que va portar als excessos esmentats. Per això un dels indicadors del PDM/MIP és el referit a l'evolució anual del total de passius del sector financer, amb un llindar d'un increment del 14,5%. Entre 2003 i 2007, Espanya va superar aquest llindar, el qual superaven 21 estats membres de la UE el 2005. La figura mostra l'evolució pels quatre països grans de la zona euro.

Figura 12. Total passius entitats financeres



Font: Elaborat a partir de dades de l'Eurostat (12 d'abril de 2015)

9. Interdependències i coordinació: algunes lliçons de la història: del G3 al G20

Com ja hem indicat en l'apartat 6 del mòdul "Tipus de canvi i interdependències", a finals del 1970 els problemes de l'economia mundial no semblaven solucionar-se de forma automàtica amb l'adopció de tipus de canvi flexibles. Va tenir una oportunitat una formulació que plantejava el paper de la cooperació/coordinació internacional.

La Cimera de Bonn entre els Estats Units, el Japó i Alemanya (l'anomenat Grup dels Tres, G-3), el 1978, en va ser el principal resultat. Les "receptes" de la Cimera tenien sentit econòmic: **expansió** a Alemanya, **liberalització comercial** al Japó i **preus realistes** de l'energia als Estats Units, que havien subvencionat l'ús de la benzina. Però també contenien clarament mesures que, per motius de política interna, alguns governants haurien tingut dificultats per a imposar als països, i per a les quals un acord internacional era la coartada perfecta. El president Carter estava als Estats Units en una posició feble, i a Alemanya Helmut Schmidt tampoc no estava lliure de problemes.

Aquestes febleses polítiques internes dels líders que subscriuen els acords de coordinació constitueixen una hipoteca, un dels problemes bàsics dels d'acords de coordinació.

D'altra banda, les turbulències dels setanta van enfonsar el Pla Werner, que preveia una moneda única a Europa el 1980. Les experiències de flotació coordinada de les principals monedes europees, en el que es va anomenar la "serp monetària" van ser una altra prova de les dificultats per a la coordinació. A la darrera dels setanta una altra iniciativa del canceller federal alemany Schmidt, juntament amb el president francès, Giscard d'Estaing, engega un projecte més ambiciós de coordinació canviària en el marc de la Comunitat Europea: es tracta d'un projecte que s'aprova el 1978 (el mateix any de la Cimera de Bonn) per a posar en marxa un Sistema Monetari Europeu.

El missatge de la Cimera de Bonn, malgrat la seva sensatesa, va durar poc. Es va veure sobrepassat per canvis en les circumstàncies econòmiques i en l'entorn polític.

En el terreny econòmic, el segon xoc del petroli (1979-1980) comporta un nou xoc d'oferta. En el terreny polític tenen lloc, entre 1979 i la primera dels vuitanta, no solament canvis de govern sinó també de poder. Políticament, el 1979 arriba al govern al Regne Unit Margaret Thatcher; el 1980 és elegit als Estats Units Ronald Reagan; el 1981, a França, François Mitterrand, i el 1982,

Vegeu també

En el mòdul "Integració monetària" en parlarem més específicament.

Liberalisme econòmic

El to dels canvis polítics, amb l'excepció de França, va ser cap al liberalisme econòmic.

a la República Federal d'Alemanya, es produeix un relleu del socialdemòcrata PSD pel democristià CDU com a soci del liberal FDP, encapçalats pel canceller Helmut Kohl.

No menys importants són els canvis en el poder econòmic: el 1979 Paul Volcker, el nou president de la Reserva Federal dels Estats Units, posa en marxa una política antiinflacionista a ultrança (el que s'ha anomenat "l'experiment monetarista 1979-1982"), i el Bundesbank veu créixer la seva influència davant la confusió del mapa polític a Alemanya.

La nova ortodòxia que va resultar d'aquests canvis tenia una peculiar concepció de la coordinació. Es limitava a "endreçar la seva pròpia casa", "imitar el que fem nosaltres".

No era només un consell: amb un grau elevat de mobilitat de capital funciona "l'imperialisme" de les polítiques restrictives; si en un país (Alemanya) la política antiinflacionista porta a tipus d'interès elevats i en un altre país una política més expansiva condueix a tipus d'interès baixos (França), els fluxos de capitals tendiran a abandonar el segon país i acudir al primer, de manera que la lliure circulació de capitals a curt termini reforça les polítiques contractores i n'hipoteca les expansives, com va aprendre el primer govern Mitterrand, que a més es va trobar amb la restricció que comportava el recent creat SME per a l'autonomia de la política monetària. Com hem vist anteriorment una altra manifestació del quartet inconsistent.

El predomini de les polítiques monetàries contractores en alguns dels països més importants va portar a **tipus d'interès molt elevats**. A part de la recessió "deliberada" que això va significar per als països industrialitzats, aquests tipus d'interès van significar per als països en desenvolupament un increment molt substancial de la càrrega del deute (que tenia uns tipus d'interès "flotants", és a dir, vinculats a l'evolució dels tipus en els principals centres financers). La suspensió de la devolució del deute i els seus interessos per part de Mèxic, l'agost de 1982, va obrir una nova etapa.

Canal tipus de canvi-preus

El país amb una política més contractora podia obtenir un benefici addicional antiinflacionista mitjançant l'apreciació de la seva moneda: és el canal tipus de canvi-preus (apartat 9 del mòdul "Tipus de canvi i interdependències"). Va contribuir als Estats Units a reduir la inflació, mitjançant l'exportació de la inflació a la resta del món. Al final dels seixanta, els Estats Units exporten la inflació per via dels tipus fixos; al començament dels vuitanta, per via dels tipus flexibles. La inflació transmesa a Europa va contribuir a "l'eurossclerosi" i al clima "d'euroessimisme" de l'època.

L'alça del dòlar entre 1980 i 1984 va ser considerada per l'administració Reagan com "la benedicció" dels mercats financers. Ja hem explicat com va contribuir a reduir la inflació als Estats Units. Però els seus efectes negatius també van acabar fent-se molt visibles, començant per la **pèrdua de competitivitat** dels productes nord-americans. Les empreses nord-americanes van veure dificultades les seves exportacions, fins i tot en el mateix mercat interior dels Estats Units els productes japonesos i europeus entraven massivament a preus barats (gràcies a la sobrevaloració del dòlar i a la corresponent infravaloració

del ien i de les monedes europees) i desplaçaven els nord-americans. Es va començar a parlar de la desindustrialització d'Amèrica, i es van aixecar veus demanant **protecció per a la indústria dels Estats Units**.

Aquest neoproteccionisme no solament assumeix els arguments clàssics, sinó que incorpora les consideracions estratègiques que s'associen als nous enfocaments del comerç internacional.

D'altra banda, l'administració del segon mandat de Reagan era conscient que el dòlar estava sobrevalorat (podia estar en una "bombolla especulativa") i que tard o d'hora havia de tornar a nivells més raonables. El temor que això es produís bruscament, per una sobtada pèrdua de confiança en els mercats internacionals que portés a un enfonsament en dies o hores d'un 30% o d'un 40% del valor del dòlar configurava un escenari "**d'aterratge dur**" (*hard landing*) que no volia ningú.

El resultat és que el 1985 es desempolsà la idea de **cooperació internacional** per a evitar la situació que podria significar el marasme financer de la caiguda en picat del dòlar juntament amb un rebrot del proteccionisme.

9.1. Coordinació internacional: teoria i pràctica

Les interdependències entre economies constitueixen la raó bàsica per a la coordinació o cooperació en les polítiques econòmiques. Es tracta d'un cas d'"externalitat".

En economia, una **externalitat** es dona quan les accions d'un agent n'afecten d'altres, positivament o negativament (externalitat positiva o negativa).

Podem identificar diversos exemples en economia. Quan un país estimula la seva activitat econòmica, part de l'impuls es transmet a l'estranger per via de la renda. I una empresa que per a estalviar costos aboca productes contaminants sense depurar a un riu o a l'aire, genera una externalitat negativa sobre la resta de la societat. Quan un país devalua per a guanyar competitivitat perjudica els seus competidors. El problema rau en el fet que els agents que prenen les decisions no tenen en compte els efectes externs.

Una solució a aquests problemes seria que els poders públics els hi "obliguessin". Però a escala internacional no hi ha "govern mundial": els acords internacionals, puntuals o sobre "regles", poden mirar d'acomplir la tasca d'incorporar les externalitats als processos de decisions dels governs.

Vegeu també

Una explicació més detallada d'aquests arguments la trobareu a l'assignatura *Comerç internacional*.

Exemple d'externalitat

Per exemple quan una persona es vacuna, no solament obté un benefici ella mateixa, sinó que en disminuir la probabilitat de contagi beneficia la resta.

Com hem vist en aquest mòdul, la coordinació o cooperació és una opció que neix de la constatació que les interdependències tenen un element d'"**externalitat**" (el cas més clàssic: les polítiques d'"empobrir el veí") i, a més, que en l'economia mundial, com en les nacionals, béns públics com l'**estabilitat financera** (i la comercial o, en sentit més ampli, l'econòmica i la política) són valuosos. Assenyalada la conveniència d'afrontar aquestes qüestions de forma cooperativa, es plantegen els problemes clàssics d'aquest tipus de situacions, com les temptacions de cada país d'incomplir la seva part de l'acord, que si es generalitzen poden arribar a resultats pèssims.

Atès que els tipus de canvi són el vincle més evident entre països, bona part dels esquemes i continguts d'acords o regles cooperatives s'han centrat entorn d'aquests tipus de canvi. Des de mers intercanvis d'opinions fins a acords puntuals d'intervenció concertada per a "corregir desalineaments" dels tipus de canvi, o criteris per a mantenir bandes més o menys àmplies, o, més àmpliament, sistemes canviaris (regles) i polítiques/decisions dins d'aquestes regles.

De vegades la coordinació s'ha ampliat i s'ha referit no solament a temes canviaris i de balança de pagaments, sinó també als monetaris i a determinats aspectes financers.

La "globalització financera" havia sorgit en part per a eludir regulacions nacionals, però amb això es van reduir també les garanties davant un col·lapse d'alguna o de diverses institucions. Una onada de fallides el 1974 va donar origen al Comitè de Basilea amb la finalitat d'aconseguir "una millor coordinació de la supervisió exercida per les autoritats nacionals sobre el sistema bancari internacional". Es va assolir un "concordat" el 1975 sobre supervisió d'entitats transaccionals, i el 1988 es va assolir un acord sobre ràtios de garantia. Però el paper de "prestador d'última instància" continuava sense estar clar.

En altres àmbits, com el del deute dels països en desenvolupament, institucions com el Club de París i programes com el Pla Brady han assumit també formes o principis de cooperació. També, en qüestions fiscals, la creixent mobilitat internacional de capitals ha originat la necessitat d'**harmonitzar les normatives fiscals** al respecte; en el mateix àmbit fiscal, els "convenis sobre la doble imposició" en són un altre exemple.

Recentment, la necessitat de solucions cooperatives a problemes que desborren les fronteres i generen externalitats han aparegut en altres àmbits diversos, entre els quals destaquen els **temes ecològics**; està clar que la pluja àcida no respecta límits fronterers estatals, igual que les causes que acaben deteriorant la capa d'ozó, o qüestions com la desforestació, especialment l'amazònica, no són problemes només nacionals, sinó col·lectius.

La cooperació

La cooperació pot tenir graus molts diversos.

Les limitacions dels acords de coordinació han estat i són evidents. Els més clars van a remolc dels processos polítics interns, i la seva força legal és limitada, perquè hi estan implicades potències sobiranes.

El 1985, les intervencions concertades dels principals bancs centrals van aconseguir reconduir el dòlar a uns valors més d'acord amb "l'equilibri" (definit en termes de PPP o de qualsevol altre indicador raonable) d'una manera suau: és el que es va denominar precisament "**aterratge suau**" (*soft landing*). L'**acord del Plaza**, el setembre de 1985 (en una reunió cimera dels cinc països més industrialitzats, el G-5, a l'Hotel Plaza de Nova York), va donar suport a aquesta "coordinació" en els àmbits canviari i monetari per a restituir un ordre mínim en l'economia internacional.

Dos anys després, els **acords del Louvre** (1987), ja del G-7, van considerar que l'aterratge suau havia arribat al nivell adient i es van pactar unes àmplies bandes (del 10-12% amunt i avall d'unes paritats centrals, segons algunes versions) i els països es van comprometre a adequar les seves polítiques monetàries i intervencions canviàries per a intentar mantenir en aquestes **zones de referència** o **zones objectiu** (*target zones*) els tipus de canvi de les tres principals monedes entre si: el dòlar/iien i el dòlar/marc alemany.

Però la cimera de 1987 i altres de posteriors van fracassar a l'hora de mirar d'incorporar a la coordinació, més enllà dels bons dissenys, altres polítiques en la cooperació internacional. No ens hauria de sorprendre; la política canviària i monetària *de facto* es troba en mans d'un reduït conjunt de persones a cada país, que, a més, "parlen el mateix llenguatge" (fins i tot hi ha algun model formal que pretén explicar per què només se seleccionen com a "banquers centrals" persones de conviccions antiinflacionistes).

En canvi, les polítiques fiscals i pressupostàries impliquen els legislatius dels països, compostos per moltes persones, representants d'interessos sovint en conflicte. Devaluar la pesseta un 10% és relativament fàcil en comparació amb reduir la despesa pública un 3% o un 4%, per moltes recomanacions internacionals que hi hagi. Cada partida dels pressupostos, cada pujada d'impostos, té uns destinataris "sensibles" a les variacions que els puguin perjudicar.

Un altre aspecte que cada cop es fa més notori és l'hegemonia creixent dels operadors privats en els mercats de divises.

Se solia parlar de la intervenció dels bancs centrals en els mercats de divises com d'una cosa pràcticament omnipotent (almenys si hi estaven implicats els països més poderosos), però des de la darrereria dels vuitanta en alguns casos



Una altra crisi borsària, el crack de Wall Street el 1987

significatius s'ha vist com els fons emprats per bancs i altres operadors privats tenien una magnitud que podia desbordar les intervencions amb càrrec a reserves dels bancs centrals.

Precisament aquests exemples confirmen que aquests canvis d'hegemonia en els mercats de divises s'han donat especialment en cas de divergència d'opinions o, per ser més precisos, quan les expectatives dels agents privats anaven en sentit contrari a les intervencions oficials. Això es pot interpretar, si recordem la nostra discussió dels mercats estocs en el mòdul “Tipus de canvi i interdependències”, com una prova més de la importància de les expectatives en aquests mercats, i de com els poders públics s'han de preocupar d'influir de manera creïble sobre aquestes expectatives perquè les seves mesures tinguin efectivitat.

Després de dues dècades de vigència del G-7, quan el 2008 va arribar la crisi, els canvis econòmics i geopolítics van fer imprescindible un nou format amb més presència de les economies emergents: va ser el G-20, creat anteriorment a nivell de responsables econòmics, que esdevé des de novembre de 2008, a nivell també de caps d'estat i govern, el nou referent. Algunes de les seves mesures i propostes es comenten a diferents llocs d'aquest text, entre elles la creació en 2009 del *Financial Stability Board* com un organisme internacional de ple dret (a partir d'un organisme més informal pre-existent) amb l'encàrrec de fer anàlisis i propostes per millorar l'estabilitat financera internacional.

10. Reformes al sistema monetari i financer internacional

Com vam veure en els apartats anteriors, les tensions i crisis en el sistema financer internacional s'han anat produint periòdicament, cosa que ha donat lloc a crides per a reformar l'anomenada **arquitectura financera internacional** amb propostes tan nombroses com les dificultats per a implementar-les.

La responsabilitat de fallades en el sistema financer en la crisi internacional iniciada el 2007-2008 ha estat reconeguda pel mateix G-20. La seva declaració de Londres (abril de 2009) explicitava com

«grans errades en el sector financer i en les regulacions i supervisions financeres van ser causes fonamentals de la crisi».

Per això es van començar a debatre –i gradualment, aprovar– algunes iniciatives per a posar en marxa reformes, institucions i pautes de comportament que evitessin o minimitzessin els riscos de tornar a incórrer en dinàmiques tan greus de fragilitat i inestabilitat. Com ja s'ha comentat al final de l'apartat anterior, la posada en marxa, amb rang jurídic d'institució internacional, del Financial Stability Board, amb l'encàrrec de fer estudis i propostes, juntament amb l'FMI, el Banc Internacional de Pagaments i els organismes nacionals, és una primera conseqüència de la crisi.

Les dificultats de la tasca de reformar el sistema financer internacional exemplifiquen els problemes d'articular una *governança* efectiva de les realitats globals. Més específicament, els problemes deriven en part del que s'acaba de dir: una pluralitat d'organismes internacionals i una altra pluralitat de reguladors nacionals que no sempre és fàcil de posar d'acord. I unes entitats financeres objecte de supervisió i regulació, però amb un poder i una capacitat d'influir especialment notable.

Per tant, els arguments sobre dificultats dels acords de coordinació són importants, i inclouen aspectes com els riscos de "competència a la baixa" en les regulacions si no funciona la coordinació, cosa que dona lloc a una altra via de "persuasió" de les entitats financeres, que haurien de ser regulades. Aquestes importants dificultats es contraposen a les lliçons i evidències que han derivat de la crisi relatives al gran potencial de recessió i inestabilitat que un mal funcionament pot generar.

Algunes de les propostes tracten d'extrapolar, a escala supranacional, plantejaments fins ara fets a escala dels estats, però que la dimensió global dels problemes financers recents ha evidenciat que requerien ser afrontades a una escala més àmplia. Destaquen les següents:

- Un reforçament de les garanties del capital, de la solvència i liquiditat de les entitats financeres. Les normes de "Basilea III", que plantegen l'elevació dels requeriments de capital i altres "coixins de seguretat" però amb uns períodes graduals d'adaptació que han minvat la seva efectivitat.
- Uns criteris més acurats de valoració dels riscos assumits i unes limitacions de l'assumpció de riscos especialment per part d'entitats amb altres responsabilitats envers els seus clients. En especial, propostes per a limitar les activitats per compte propi d'entitats financeres dedicades bàsicament a activitats amb dipòsits de clients (l'anomenada **regla Volcker**).
- Una reducció dels riscos sistèmics, és a dir, dels riscos que determinats problemes localitzats inicialment en determinats mercats o determinades entitats acabin afectant el conjunt del sistema financer (i les economies reals) com a conseqüència de les seves interconnexions o dimensió. En el mòdul "Problemes actuals de l'economia global" reprendrem aquest tema.
- Uns mecanismes més efectius de prudència en la regulació i supervisió, que tinguin en compte tant la dimensió supranacional de les activitats de moltes entitats i mercats, com les implicacions a escala agregada. Per tant, cal complementar els fins ara mecanismes habituals de regulació i supervisió a escala de cada entitat o mercat amb mecanismes anomenats **macroprudencials**.
- Propostes per a ampliar els "perímetres" de les regulacions, per tal d'evitar que entitats com els *hedge funds* i altres conformin el que s'ha anomenat el *shadow financial system* .
- Propostes per a reforçar les garanties dels consumidors –clients i usuaris de les entitats i productes financers– amb mesures de transparència, protecció davant de frau, etc.
- Propostes per a modular els sistemes retributius dels principals executius de les entitats financeres, introduint criteris que els vinculin amb resultats a mitjà termini –i no a curt– a la vista del paper que van tenir en l'excessiva assumpció de riscos que va portar a la crisi que va esclatar el 2007-2008.

Entre els aspectes més controvertits, i que generen més resistències, hi ha els següents:

1) Propostes de mecanismes impositius sobre les entitats financeres, formulades en termes de:

a) recuperació per part del sector públic dels recursos ja abocats a donar suport –i en ocasions "rescatar"– a entitats financeres;

b) prevenció i cobertura dels costos de futures crisis;

c) mecanismes dissuasius de comportaments que infravalorin el risc de les entitats. Les mesures previstes respecte d'això van ser eliminades en el darrer moment de la tramitació de la reforma del sistema financer al Congrés dels Estats Units.

2) Propostes de fiscalitat sobre transaccions financeres internacionals, variacions de la proposta de **taxa Tobin** presentada pel premi Nobel James Tobin ja a principis de 1970 per tal d'intentar compatibilitzar estabilitat dels tipus de canvi amb marges raonables d'autonomia de les polítiques monetàries. Ja vam veure en el mòdul "Tipus de canvi i interdependències" com aplicar el **trilema d'economies obertes** (o el **quartet inconsistent** en una altra formulació pràcticament equivalent) requereix limitar d'alguna manera la mobilitat internacional de capitals. La proposta de **taxa Tobin** –presentada també com una eina per a obtenir finançament supranacional que es podria destinar a ajut al desenvolupament– torna a estar a l'agenda dels debats, però encara amb notables i poderoses reticències.

3) En la mateixa línia de limitar la mobilitat internacional del capital –novament dins del marc del **trilema de les economies obertes**–, alguns països en situacions delicades han recuperat de vegades els controls de canvis com a eines de limitacions als moviments internacionals de capitals. Han estat els casos, entre d'altres i en diferents moments, del Brasil, el Perú, Taiwan o Corea del Sud, amb la finalitat de prevenir els efectes d'una arribada de capitals que generi sobrevaloracions d'actius locals o apreciacions canviàries.

Resum

La tasca essencial del sistema financer internacional és captar adequadament l'estalvi mundial i canalitzar-lo eficientment cap a la inversió productiva mundial. Això permet als països amb un estalvi domèstic insuficient per a finançar la seva inversió obtenir un estalvi addicional a l'exterior –són economies amb necessitat de finançament–, mentre que d'altres països amb estalvi per sobre de la inversió nacional poden obtenir rendiments de la seva capacitat de finançament a l'exterior.

Les balances de pagaments recullen de forma sistemàtica les transaccions entre un país i la resta del món. Subministren indicadors importants per a mesurar i avaluar la posició internacional dels països. Els saldos de les balances per compte corrent i les posicions netes internacionals d'inversió són alguns d'aquests indicadors. També cal constatar les interaccions entre els indicadors de les posicions exteriors amb els fluxes macroeconòmics del conjunt de les economies, de manera que el sector exterior és alhora un ingredient important però també un resultat del funcionament del conjunt de l'economia nacional. La globalització financera ha incrementat el paper de les dimensions financeres internacionals.

Periòdicament apareixen elements de fragilitat i crisis que posen de relleu la importància dels mecanismes financers internacionals. Des de fa dècades, alguns països experimenten atacs especulatiu –corrents massius de vendes– sobre les seves monedes que origina dificultats importants, financeres i sociopolítiques, i que han rebut diverses explicacions. Més recentment les connexions entre els històricament importants desequilibris externs globals que van emergir abans de la crisi financera internacional que esclata el 2008 i la mateixa crisi són objecte de debat, que arriba també a l'anàlisi de quina dinàmica experimentaran aquests desequilibris en els escenaris post-crisis. El paper de factors com l'excessiu endeutament d'alguns actors de l'economia, contrapartida de l'excessiva concessió de crèdits per part de les entitats financeres, mereix una especial atenció perquè constitueix una regularitat històrica que s'ha tornat a repetir en la crisi de 2008.

Diferents moments de dificultats han activat el debat sobre la necessitat o conveniència de la cooperació o coordinació internacional. El 1978, els problemes monetaris i financeres van portar a la reunió del G-3, posteriorment ampliat al G-5 (1985) quan la sobrevaloració del dòlar es va percebre com excessiva. El G-7 va ser la fase següent des de 1987. Des de 2008 va assolir un paper central el G-20 en què als principals països avançats es van afegir les més destacades economies emergents, la importància econòmica i política dels quals els feia ja imprescindibles. Algunes de les mesures per a retornar a l'equilibri del sistema

financer i reduir la seva fragilitat han estat formulades a escala internacional, d'altres s'han aplicat o debatut a escala de cada país o àmbits regionals com el de la Unió Europea.

Activitats

1. Busqueu dades sobre les balances de pagaments de països de la zona euro i del conjunt d'aquesta, així com d'Estats Units. Analitzeu la seva evolució recent fent servir els conceptes introduïts en aquest mòdul, com capacitat/necessitat de finançament, balances per compte corrent, o les posicions d'inversió internacional neta. Actualitzeu les dades que es presenten al llarg d'aquest mòdul i interpreteu econòmicament els resultats.

2. A partir dels Informes de l'FMI com els esmentats a les referències per a actualitzar i ampliar al final d'aquest mòdul –*World Economic Outlook*, i especialment *External Sector Report*– feu el seguiment de l'evolució dels desequilibris externs globals. En particular analitzeu l'evolució de la seva magnitud i composició (principals països superavitaris i deficitaris). Interpreteu els resultats en el marc conceptual que proporciona aquest mòdul, avaluant si es ratifiquen o rectifiquen les tendències apuntades.

3. Busqueu dades sobre l'evolució de l'endeutament i desendeutament del conjunt de les economies, del sector privat i del sector públic, així com sobre l'evolució dels crèdits. En particular, feu el seguiment dels països de la Unió Europea a partir dels informes i dades dins del Procediment de Desequilibris Macroeconòmics. Discutiu en quina mesura es ratifiquen o rectifiquen les tendències apuntades al llarg d'aquest mòdul.

4. A partir dels documents del FMI, Financial Stability Board, Banc Internacional de Pagaments (BIS) i l'OCDE, busqueu indicadors que es fan servir per part dels organismes internacional per detectar vulnerabilitats o fragilitats financeres, i feu un seguiment de la seva evolució recent. Discutiu les raons d'aquesta evolució així com les seves interrelacions amb les mesures i propostes per a millorar l'estabilitat del sistema financer.

Exercicis d'autoavaluació

1. Un país amb un estalvi domèstic superior a la inversió domèstica es diu que té:

- a) Capacitat de finançament a la resta del món
- b) Necessitat de finançament de la resta del món
- c) Superàvit pressupostari
- d) Res del que s'ha dit

2. Des de finals del segle xx i almenys fins al 2016,

- a) Els Estats Units i la Xina tenen capacitat de finançament a la resta del món, en la seva pugna per l'hegemonia mundial
- b) Els Estats Units tenen capacitat de finançament i la Xina necessitat de finançament, donat el seu diferent grau de desenvolupament
- c) Els Estats Units tenen necessitat de finançament i la Xina capacitat de finançament
- d) Res del que s'ha dit

3. Amb posterioritat a l'esclat de la crisi financera de 2008

- a) La magnitud dels desequilibris externs globals (en termes de fluxos) s'ha reduït a nivells inferiors al que tenien a finals del segle xx
- b) La magnitud dels desequilibris externs (en termes de fluxos) s'ha reduït respecte als màxims de 2006-2007 però sense retornar als nivell de finals del segle xx
- c) La magnitud dels desequilibris externs (en termes de fluxos) ha augmentat
- d) Res del que s'ha dit

4. En els anys previs a la crisi financera de 2008

- a) Va incrementar significativament l'endeutament del sector privat a les economies avançades
- b) Va incrementar més l'endeutament del sector públic que el del sector privat a les economies avançades
- c) Es va reduir l'endeutament tant del sector privat com del sector públic donat el clima de bonança econòmica
- d) Res del que s'ha dit

5. Comparant els països amb necessitat i capacitat de finançament entre 2006 i 2013 es constata que:

- a) S'ha reduït la posició deficitària dels Estats Units
- b) S'ha reduït la posició superavitària de la Xina però no la d'Alemanya
- c) Són certes a) i b)
- d) Res del que s'ha dit

6. Amb posterioritat a la crisi de 2008

- a) Ha augmentat l'endeutament privat a les economies avançades però s'ha reduït l'endeutament públic
- b) Ha augmentat l'endeutament públic a les economies avançades mentre el sector privat s'ha anat desendeutant
- c) S'han desendeutat tant el sector privat com el sector públic, però sobretot aquest darrer
- d) Res del que s'ha dit

7. En els anys previs a les crisis financeres és freqüent que:

- a) Es redueixi el crèdit del sector financer al sector privat
- b) Augmenti el crèdit del sector financer al sector privat
- c) Es redueixin els preus dels actius financers i immobiliaris
- d) Res del que s'ha dit

8. L'increment del pes dels operadors privats als mercats financers internacionals...

- a) possibilita que les seves expectatives es puguin autocomplir (*self-fulfilling*).
- b) limita la discrecionalitat de les polítiques econòmiques dels països oberts.
- c) fa que els factors financers siguin més importants que els comercials a curt termini en la determinació dels tipus de canvi.
- d) Tot el que s'ha dit.

9. En els anys previs a la crisi financera internacional iniciada el 2007-2008...

- a) es van reduir els desequilibris globals com a resultat de mesures proteccionistes.
- b) es van ampliar els desequilibris externs, amb més dèficits en el conjunt de les economies emergents i en desenvolupament i més superàvits en les economies avançades.
- c) es van ampliar els desequilibris externs, amb més dèficits en el conjunt de les economies avançades.
- d) Res de l'anterior.

10. Segons la interpretació de *Bretton Woods II*...

- a) els desequilibris comercials entre els Estats Units i la Xina han estat una font cabdal de la crisi financera.
- b) els desequilibris comercials entre els Estats Units i la Xina responen a una complementarietat d'interessos entre ambdós països.
- c) els desequilibris comercials entre els Estats Units i la Xina deriven de l'elevat estalvi dels Estats Units i del gran consum a la Xina.
- d) Res de l'anterior.

Solucionari

Exercicis d'autoavaluació

1. a

2. c

3. b

4. a

5. c

6. b

7. b

8. d

9. c

10. b

Glossari

atac especulatiu *m* Venda massiva d'actius denominats en una moneda determinada per part dels operadors als mercats financers internacionals.

Bretton Woods *f* Localitat de l'estat de New Hampshire (Estats Units) on l'any 1944 es va dissenyar l'ordre econòmic internacional posterior a la Segona Guerra Mundial, amb tipus de canvis fixos en principi respecte al dòlar (abandonats el 1973 pels principals països), i es va acordar la creació d'institucions com el Fons Monetari Internacional i el Banc Mundial.

competitivitat *f* Manera de mesurar la capacitat dels productes d'un país per a mantenir-ne (o millorar-ne) la presència als mercats internacionals. Es veu afectada pel tipus de canvi i per l'evolució dels preus al país i a la resta del món (són els factors que mesuren els índexs de competitivitat esmentats en el mòdul); però també depenen molt de factors reals: productivitat, tecnologia, comercialització, etc.

coordinació (cooperació) internacional *f* Diverses fórmules per a mirar d'aconseguir que les polítiques econòmiques dels diversos països es complementin en la seva eficàcia sobre objectius compartits del conjunt de l'economia mundial, en lloc de ser contrarestades l'una per l'altra.

crisi monetària (canviària) *f* Situació en què la moneda nacional (el seu tipus de canvi) té problemes per a mantenir el seu valor, davant de les vendes d'(actius denominats en) aquesta moneda i els dubtes sobre l'esgotament de la capacitat (reserves de divises del Banc Central) i/o voluntat de les autoritats del país per a defensar el tipus de canvi inicial.

desequilibris externs *m pl* conjunt de superàvits i dèficits exteriors – que donen lloc a capacitats i necessitats de finançament – més enllà dels valors que es poden considerar normals dins de l'evolució econòmica.

lending boom *f* expansió del crèdit concedit per les entitats financers a la resta d'actors de l'economia, del·là dels paràmetres que es poden considerar normals dins del finançament de l'activitat econòmica.

mercats financers internacionals *m pl* Conjunt de mercats interrelacionats en què s'efectuen operacions amb instruments financers (bons, dipòsits, opcions, futurs, accions, etc.) amb alguna dimensió internacional.

overborrowing *m* endeutament de diversos agents econòmics – famílies, empreses, etc. – enllà dels paràmetres que es poden considerar normals i sostenibles dins de l'activitat econòmica.

Referències

Els dos textos de referència pel conjunt de l'assignatura ofereixen amplis desenvolupaments sobre els temes d'aquest mòdul.

Els documents de l'FMI i de l'OCDE fan seguiment dels problemes financers internacionals. L'FMI publica semestralment el World Economic Outlook i el Global Financial Stability Report. Documents més breus són els informes adreçats al G-20 i l'External Sector Report, que cal seguir de forma actualitzada. Alguns documents interessants, a l'hora de redactar aquest material:

FMI (2016), "2016 External Sector Report", juliol de 2016, disponible a: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2016/072716.pdf>

FMI (2015), "Imbalances and Growth", Informe en el marc del MAP G-20, octubre 2015, disponible a:

<http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/map2015/map2015.pdf>

Sobre les interrelacions entre fluxos bruts i nets de capitals són importants els treballs de Maurice Obstfeld, entre ells:

"Does Current Account Still Matter?" (Richard T. Ely Lecture, gener 2012), i la versió més breu: "Gross Financial Flows, Global Imbalances, and Crises", ambdós disponibles a: <http://elsa.berkeley.edu/~obstfeld/>

Sobre desequilibris externs, un bon resum dels fets i les (primeres) anàlisis és

Blanchard, Olivier y Milesi-Ferretti, Gian Maria (2009), "Global Imbalances: In Midstream?", IMF Staff Position Note 09/29, desembre 2009, disponible a: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0929.pdf>

Una anàlisi més àmplia de l'FMI es troba al cap. 4 del World Economic Outlook d'octubre de 2014, "Are Global Imbalances at a Turning Point?", disponible a: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/>

Una enquesta sobre les qüestions implicades en els desequilibris globals és:

Tugores, Juan (2014): "Desequilibrios externos globales y cooperación internacional: ¿dónde estamos?", Estudios de Economía Aplicada, setembre de 2014, disponible a: <http://www.revista-eea.net/documentos/32308.pdf>

Un text breu i assequible sobre la crisi:

Obstfeld, Maurice (2013), "Crisis and the International Monetary System", *International Economic Journal*, 27(2), pàg. 143-155, 2013, disponible a: <http://www.tandfonline.com/action/showCitFormats?doi=10.1080/10168737.2013.793901>

L'article de Fisher de 1933 i altres textos clàssics i moderns es poden trobar, en versió catalana, a:

Tugores, J. (selecció), *Crisi*, editorial Lid, 2009; referència a: <http://www.lideditorial.com/libros/crisi>

Les webs del Financial Stability Board, www.financialstabilityboard.org i del Banc Internacional de Pagaments de Basilea, www.bis.org contenen anàlisis i propostes sobre el sistema financer internacional.

Una anàlisi interessant sobre les "eres de las finances" és:

Schularick, Moritz y Taylor, Alan (2012), "Credit Boom Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises 1870-2008", *American Economic Review*, abril 2012. Una versió prèvia en un document de treball disponible a:

<http://www.econ.ucdavis.edu/faculty/amtaylor/papers/w15512.pdf>

Una anàlisi comparativa internacional de l'auge de les finances:

Philippon, Thomas y Reshef, Ariel (2013), "An International Look at the Growth of Modern Finance", *Journal of Economic Perspectives*, primavera de 2013, disponible a: <http://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.27.2.73>

Sobre la proposta europea d'un impost sobre les transaccions financeres, es pot consultar al web de la Comissió Europea: http://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/other_taxes/financial_sector/index_en.htm

Les recents edicions del Global Financial Stability Report de l'FMI contenen exàmens actualitzats dels efectes de la crisi en els àmbits financers i les perspectives de futur. Accessibles des de: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/index.htm>

Reinhart i Rogoff en diversos textos tracten de posar en perspectiva històrica la crisi financera més recent, essent la versió més completa:

Reinhart, Carmen y Rogoff, Kenneth *This Time is Different: Eighth Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2011.(versió en castellà, Fondo de Cultura Económica, 2011).

Sobre les interaccions entre el poder econòmic i polític, amb especial referència a la crisi financera, va tenir un ampli ressò el text de l'ex-conseller econòmic principal de l'FMI Simon Johnson, "The quiet coup", The Atlantic online, maig 2009:

<http://www.theatlantic.com/doc/200905/imf-advice>

Ampliat amb diverses aportacions al seu web: baselinescenario.com

Una altra visió d'un ex-economista en cap de l'FMI amb èmfasi en els problemes de desigualtat:

Rajan, Raghuram (2010), *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press, 2010.

La introducció accessible des de: <http://press.princeton.edu/titles/9111.html>

(Versió en castellà: *Las grietas del sistema*, Deusto, 2011).

