documents d'economia "la Caixa"

NÚM. 05 ABRIL 2007

La sostenibilitat del dèficit exterior dels Estats Units

Enric Fernández

"la Caixa"

SERVEI D'ESTUDIS

”la Caixa”

Servei d’Estudis
Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6
08028 BARCELONA
Tel. 93 404 76 82
Telefax 93 404 68 92
www.estudis.lacaixa.es
Correu-e: publicacionsestudis@lacaixa.es

La responsabilitat de les opinions emeses en els documents d’aquesta col·lecció correspon exclusivament als seus autors. La CAIXA D’ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA no s’identifica necessàriament amb les seves opinions.
© Caixa d’Estalvis i Pensions de Barcelona - ”la Caixa”, 2007
© Enric Fernández

DOCUMENTS D'ECONOMIA "la Caixa"

NÚM. 05 ABRIL 2007

La sostenibilitat del dèficit exterior dels Estats Units

Enric Fernández*

* Servei d'Estudis de "la Caixa".

Resum:
El dèficit exterior dels Estats Units es va situar al voltant del 6,5% del PIB el 2006, el més elevat en més de cinquanta anys. Tot i que una minoria d'analistes han suggerit que aquesta situació es podria mantenir indefinidament, el cert és que la major part dels especialistes consideren que l'actual dèficit no és sostenible i s'haurà d'ajustar. Aquest estudi aclareix alguns conceptes bàsics d'aquest debat i presenta una anàlisi que corrobora l'opinió d'aquesta majoria. En contraposició a alguns escenaris catastrofistes, aquest estudi argumenta que un ajustament que situï el dèficit comercial al voltant del 2,5% del PIB és suficient per garantir la sostenibilitat. Si l'ajustament es produeix de manera gradual (en 5-7 anys) implicaria una depreciació del dòlar, de mitjana, una mica inferior al 10% des del nivell actual. La depreciació hauria de ser més intensa enfront de les monedes asiàtiques que enfront de l'euro. Aquest és l'escenari que, pel que sembla, anticipen els mercats financers.

Codis JEL: F31, F32, F37.
Paraules clau: sostenibilitat, compte corrent, dòlar.

Abstract:
The external current account deficit of the United States reached 6.5% of GDP in 2006, the largest deficit in more than fifty years. Some observers have argued that this situation could be sustained indefinitely. Most analysts, however, believe that the external deficit is unsustainable and that it will need to adjust. This paper seeks to clarify some basic concepts underlying this debate and presents an analysis that backs the mainstream view. In contrast with some gloomy scenarios, the paper argues that an adjustment that reduces the trade deficit to about 2.5% of GDP would be sufficient to achieve external sustainability. If this adjustment takes place gradually (say in 5-7 years), the dollar would have to depreciate by less than 10% in effective terms from its current level. The depreciation should be larger against the Asian currencies than against the euro. This is the scenario that financial markets seem to be anticipating.

JEL Codes: F31, F32, F37.
Keywords: sustainability, current account, dollar.

ÍNDEX

1. Introducció 5

2. La situació de la balança de pagaments als Estats Units 7

3. Sostenibilitat del dèficit exterior 12
   3.1. Una anàlisi simplificada 12
   3.2. Una anàlisi més completa 15

4. El futur del dòlar 19

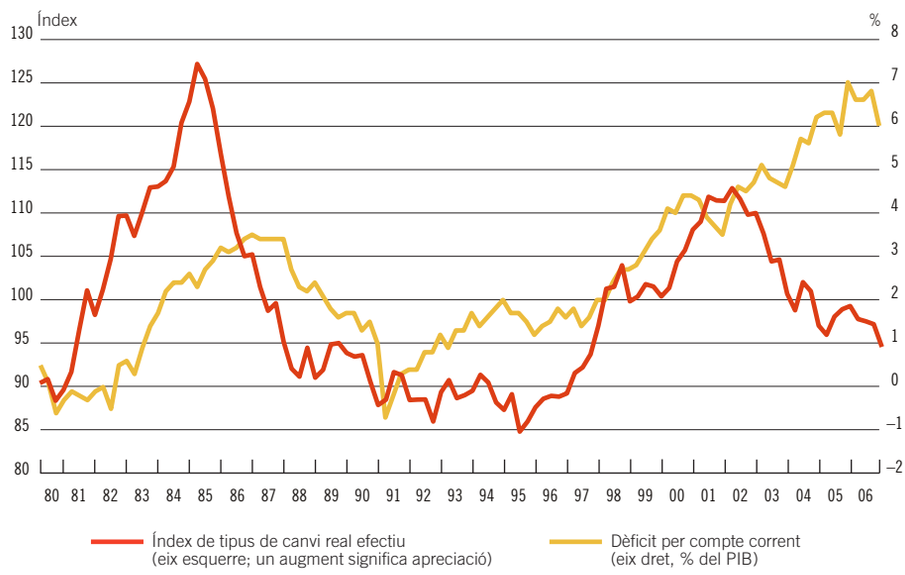
5. Conclusions 23

Referències 25

1. Introducció

El dèficit per compte corrent dels Estats Units va superar els 850.000 milions de dòlars el 2006, aproximadament el 6,5% del PIB. Aquest és, amb diferència, el dèficit més gran del país en, com a mínim, cinquanta anys. Cap a la meitat dels anys vuitanta, en un episodi amb certes similituds, el dèficit va assolir un rècord en apropar-se gairebé al 3,5% del PIB. Llavors es va reduir progressivament i va arribar a l'1% del PIB el 1990 (vegeu el gràfic 1.1). El creixement econòmic no se'n va ressentir. El dòlar, que havia assolit les cotes màximes el 1985, es va depreciar en un 40%. És natural preguntar-se si la situació actual està destinada a tenir un final similar.

GRÀFIC 1.1 Tot i la depreciació del dòlar des del 2002, el dèficit per compte corrent dels Estats Units ha seguit una tendència alcista



NOTA: El tipus de canvi real efectiu és un indicador de la competitivitat dels Estats Units en relació amb els seus principals socis comercials. Un augment (apreciació) significa una pèrdua de competitivitat.
FONT: Departament de Comerç dels Estats Units.

La resposta depèn, en primer lloc, de si el dèficit és sostenible. Algunes veus remarquen que, en un món cada cop més globalitzat, els Estats Units no haurien de tenir problemes per finançar indefinidament un dèficit com l'actual (Stockman, 2005; Hausmann i Sturzenegger, 2006). La majoria d'observadors, però, creuen que el dèficit és insostenible i que s'haurà d'ajustar (Obstfeld i Rogoff, 2005 i 2007; Krugman, 2006; Blanchard *et al.* 2005). El principal objectiu d'aquest document és aclarir alguns conceptes vinculats a aquest debat. Anticipem una conclusió: tot i que la globalització ha contribuït a incrementar el volum del dèficit que pot ser sostenible, el dèficit actual se situa per damunt d'aquest nivell i s'haurà de reduir. El procés d'ajustament no ha de ser forçosament traumàtic, i el dòlar, després de depreciar-se més del 15% en termes reals des del 2002, s'haurà de depreciar una mica més, però no necessàriament tant com el que auguren alguns analistes. Una reducció gradual del dèficit fins al 2,5% del PIB és un escenari raonable d'ajustament. Això implicaria una

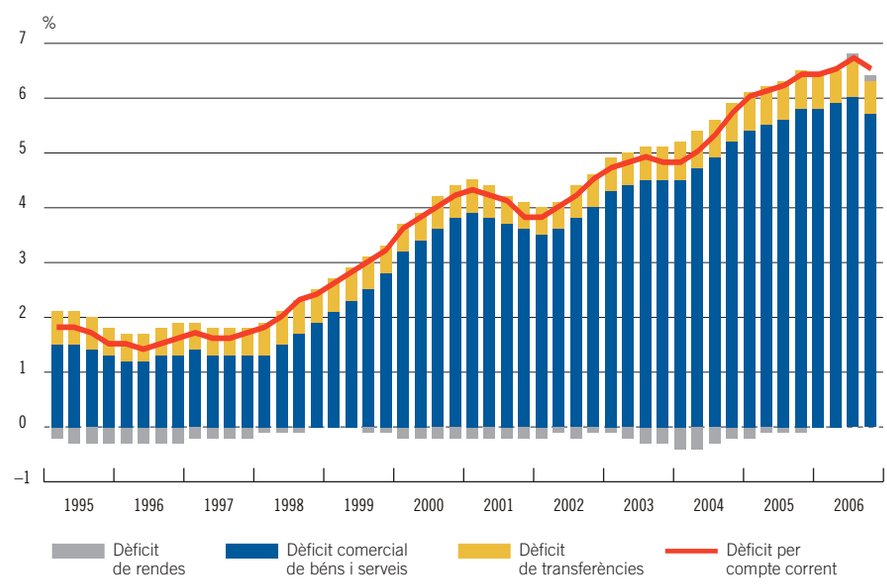
depreciació del dòlar, de mitjana, una mica inferior al 10% des del nivell actual. La depreciació hauria de ser més gran enfront de les monedes asiàtiques (més del 10%) que enfront de l'euro (menys del 5%). No es pot descartar, però, un ajustament més brusc.

El document s'estructura de la següent manera: com a prolegomen de la discussió central, la secció 2 presenta la situació de la balança de pagaments als Estats Units i repassa alguns conceptes bàsics. La secció 3 conté la discussió sobre sostenibilitat. S'hi utilitzen algunes equacions, però són poques i simples i no haurien de dissuadir el lector de continuar fins a la secció 4, on discutim la repercussió sobre el dòlar d'un ajustament en el dèficit comercial. L'última secció presenta les conclusions.

2. La situació de la balança de pagaments als Estats Units

Tot i que sovint els termes es confonen, la balança per compte corrent i la balança comercial no són exactament el mateix. La balança comercial és la diferència entre el valor de les exportacions i el de les importacions de béns i serveis[1]. La balança per compte corrent afegeix, a més a més, la diferència entre altres ingressos i pagaments «corrents» com interessos, dividends, remeses o ajuda oficial. A la pràctica, aquests altres fluxos (que s'agrupen en les anomenades balança de rendes i balança de transferències) acostumen a ser molt inferiors als derivats de les exportacions i de les importacions, motiu pel qual la diferència entre els saldos de la balança comercial i els de la balança per compte corrent tendeix a ser petita. Les últimes dades disponibles per als Estats Units indiquen que el dèficit per compte corrent va superar els 850.000 milions de dòlars el 2006, el 6,5% del PIB. La major part del dèficit s'explica pel saldo negatiu de la balança comercial (760.000 milions de dòlars o el 5,7% del PIB). Les transferències netes a l'exterior (84.000 milions o el 0,7% del PIB) i el dèficit a la balança de rendes (11.000 milions o el 0,1% del PIB) van aportar la resta. El gràfic 2.1 mostra que la major part de l'increment en el dèficit per compte corrent en l'última dècada també s'explica per l'augment del dèficit comercial.

GRÀFIC 2.1 **El dèficit per compte corrent s'ha disparat en l'última dècada**
Acumulat 4 trimestres en percentatge del PIB



FONTS: Departament de Comerç dels Estats Units i elaboració pròpia.

El dèficit per compte corrent s'ha de finançar mitjançant entrades netes de capital internacional, la qual cosa incrementa l'endeutament net (o redueix la posició inversora neta). Així, en cada període, el saldo del compte financer, per definició, és d'igual magnitud però

1. En algunes ocasions, el terme balança comercial s'utilitza en exclusiva per referir-se al saldo comercial de béns, i es relega el saldo comercial de serveis a l'anomenada balança de serveis. En general, el context en què s'utilitzen els termes és clarificador.

de signe contrari al saldo del compte corrent. Els fluxos de capital adopten diferents formes i poden incloure dipòsits bancaris, préstecs al govern o al sector privat empresarial o la compra d'accions, d'actius mobiliaris o d'instruments financers, com cèdules hipotecàries. Per exemple, les vendes de l'emblemàtic Rockefeller Center de Nova York a Mitsubishi i de la productora cinematogràfica Columbia a Sony són dues transaccions que van contribuir al finançament del dèficit per compte corrent nord-americà cap al final de la dècada dels vuitanta[2]. Les dades més recents per al 2006 indiquen que la col·locació de deute per part de les empreses i del govern va ser la font de finançament exterior més important; destaca, en particular, l'adquisició, per part de bancs centrals i d'altres agències oficials estrangeres, de gairebé 250.000 milions de dòlars de deute del govern[3]. Arran dels constants dèficits exteriors, el deute net dels Estats Units supera el 20% del PIB el 2005 (l'últim any per al qual hi ha dades disponibles).

D'altra banda, l'augment del deute net a conseqüència d'un dèficit corrent repercuteix també en dèficits futurs. Això passa perquè el deute (entès en un sentit ampli, inclosos tots els possibles vehicles de finançament) genera un seguit de pagaments (per interessos, dividends, lloguers, etc.) que es reflecteixen en la balança de rendes del compte corrent. La taula 2.1 mostra el cas hipotètic d'un país amb un saldo inicial de deute igual a zero i un dèficit comercial de 100 dòlars. Com la balança de rendes, en el primer període, és zero (perquè no hi ha deute), el dèficit corrent és igual al dèficit comercial. En els següents períodes, però, el dèficit corrent creix tot i que el dèficit comercial es mantingui constant. Aquest efecte «bola de neu», que és més important a mesura que augmenta la taxa d'interès, pot generar una dinàmica explosiva del nivell de deute en relació amb el PIB. Per evitar aquesta situació, la taxa d'interès que un país ha de pagar sobre el seu deute extern s'ha de mantenir prou baixa en relació amb la taxa de creixement del PIB.

TAULA 2.1 Exemple de com el dèficit corrent tendeix a créixer tot i que el dèficit comercial sigui constant

PERÍODE	DEUTE AL COMENÇAMENT DEL PERÍODE (1)	DÈFICIT COMERCIAL (2)	DÈFICIT DE RENDES (3)	DÈFICIT CORRENT (4)=(2)+(3)	DEUTE AL FINAL DEL PERÍODE (5)=(1)+(4)
1	$0	$100	$0	$100	$100,0
2	$100,0	$100	$10,0	$110,0	$210,0
3	$210,0	$100	$21,0	$121,0	$331,0
4	$331,0	$100	$33,1	$133,1	$464,1
5	$464,1	$100	$46,4	$146,4	$610,5
...	...	...	...	...	...
10	$1.357,9	$100	$135,8	$235,8	$1.593,7

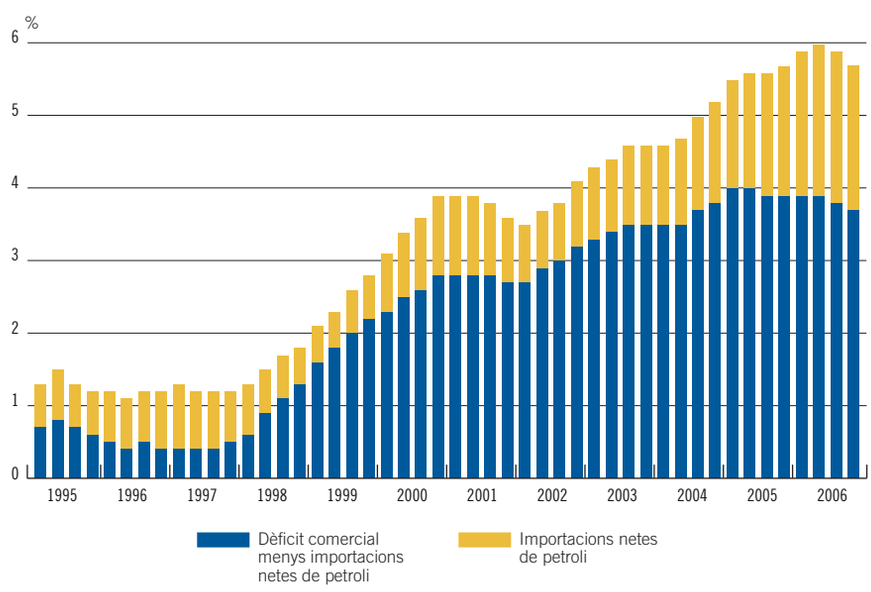
NOTA: L'exemple suposa que el tipus d'interès sobre el deute és del 10%.
FONT: Elaboració pròpia.

2. Aquestes dues transaccions –en què companyies estrangeres van adquirir posicions d'influència en la gestió de companyies domèstiques– són exemples del que s'anomena inversió directa.
3. Això exclou una quantitat incerta, però de segur gens menyspreable, d'inversions de petrodòlars per part de països exportadors de cru que no es classifiquen com a «oficials».

Una forma d'interpretar el dèficit per compte corrent és com la diferència entre l'estalvi nacional i la inversió domèstica. En una economia tancada, tota la inversió s'ha de finançar mitjançant l'estalvi domèstic d'empreses, llars i govern. No obstant això, en una economia oberta, una part de la inversió domèstica es pot finançar amb estalvi de la resta del món. Tal com s'ha dit més amunt, l'entrada d'aquest estalvi extern es veu reflectida en el saldo de la balança financera, que és igual al dèficit per compte corrent. Per tant, el dèficit per compte corrent és idèntic a l'excés d'inversió domèstica sobre l'estalvi nacional.

La majoria d'estudis que analitzen el dèficit per compte corrent als Estats Units ho fan des de la perspectiva de l'evolució del binomi estalvi-inversió. Sens dubte, es pot intentar explicar l'evolució del dèficit exterior apel·lant a canvis en els preus del petroli, el final de les quotes en el comerç internacional de productes tèxtils, l'emergència de la Xina com a gran productor de manufactures a baix preu i d'altres factors de caràcter comercial (el gràfic 2.2, per exemple, mostra com les importacions de petroli han tingut un impacte notable sobre el dèficit dels dos darrers anys), però cadascun d'aquests factors pot explicar, a tot estirar, una petita part del canvi en el dèficit exterior observat en l'última dècada. Una alternativa a aquest enfocament és la recerca d'explicacions de l'evolució de la inversió i de l'estalvi durant aquests anys. Entre les diverses teories que s'han proposat, Bernanke (2005), per exemple, argumenta que el comportament dels països emergents ha jugat un paper fonamental en les decisions d'estalvi i d'inversió dels Estats Units. Segons aquesta teoria, l'augment de l'estalvi dels països emergents (sobretot, Àsia) després de les crisis de la segona meitat dels noranta ha comportat una forta apreciació dels actius i una reducció dels tipus d'interès, la qual cosa ha disminuït l'estalvi dels Estats Units i ha contribuït a mantenir el ritme inversor.

GRÀFIC 2.2 **Les importacions de petroli han contribuït al deteriorament del dèficit comercial en els dos últims anys**
Acumulat 4 trimestres en percentatge del PIB

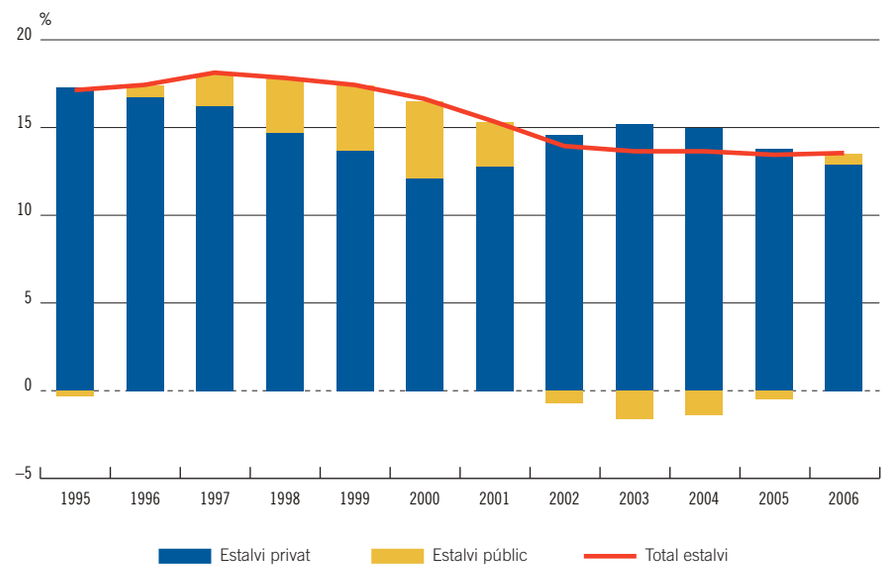


FONT: Departament de Comerç dels Estats Units.

En efecte, el deteriorament de la balança comercial i per compte corrent dels Estats Units ha coincidit amb una caiguda dràstica de la taxa d'estalvi (vegeu el gràfic 2.3). Des del 1997 fins al 2006, la taxa d'estalvi va caure en 4,5 punts del PIB (del 18% al 13,5% del PIB), mentre que el dèficit per compte corrent va augmentar en 5 punts del PIB (aproximadament de l'1,5% al 6,5% del PIB). En un primer subperíode, coincidint amb el *boom* de les tecnologies de la informació des del 1997 fins al 2000, la taxa d'estalvi privat va disminuir en 4 punts del PIB, la qual cosa va compensar amb escreix un augment substancial (de gairebé 2,5 punts del PIB) de l'estalvi públic. Aquesta situació es va invertir després de la caiguda borsària del 2000, quan l'estalvi públic va iniciar una caiguda que es va intensificar encara més després dels atacs terroristes de l'11 de setembre del 2001. Una lleugera recuperació de l'estalvi públic en els dos últims anys ha estat compensada de nou per un deteriorament de la taxa d'estalvi privat[4]. D'altra banda, en l'última dècada, la taxa d'inversió ha fluctuat molt menys, i, per tant, sembla que ha exercit menys influència que l'estalvi sobre l'evolució del dèficit exterior. Per tot plegat es podria esperar que l'eventual ajustament del dèficit sigui el resultat d'un augment de la taxa d'estalvi.

GRÀFIC 2.3.a **L'estalvi va caure amb força entre 1997 i 2003, pel sector privat primer i pel sector públic després**

Percentatge del PIB

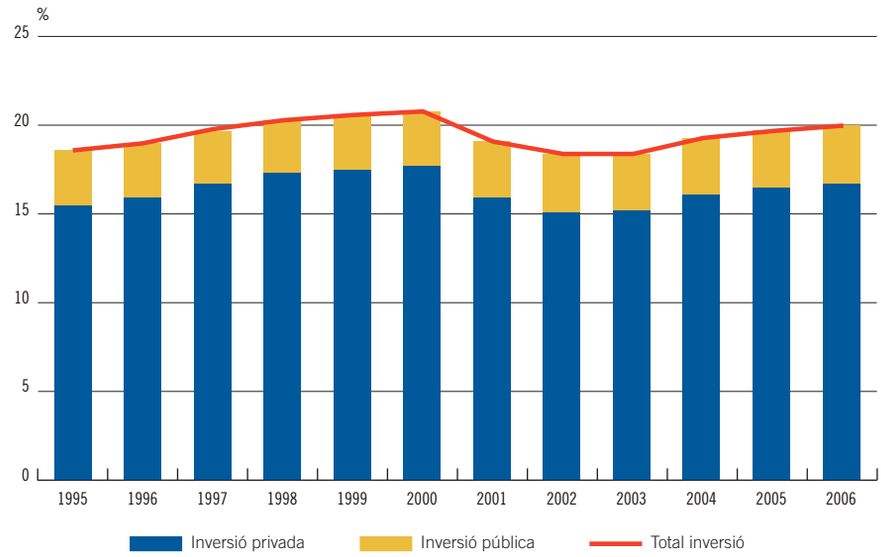


FONTS: Departament de Comerç dels Estats Units i estimacions pròpies.

4. En general, la taxa d'estalvi privat tendeix a compensar els canvis en la taxa d'estalvi públic. Erceg *et al.* (2005) estimen que, als Estats Units, una reducció del dèficit fiscal de l'1% del PIB només redueix el dèficit exterior en el 0,2% del PIB.

GRÀFIC 2.3.b **La inversió ha fluctuat menys: ha caigut una mica la privada, amb la punxada de la bombolla tecnològica, i s'ha recuperat entre 2004 i 2006**

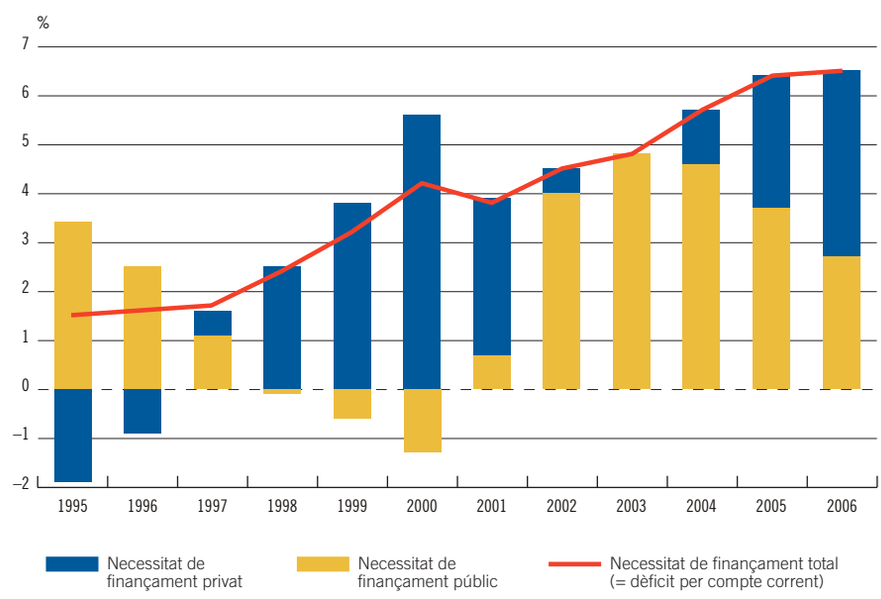
Percentatge del PIB



FONTS: Departament de Comerç dels Estats Units i estimacions pròpies.

GRÀFIC 2.3.c **D'un gran dèficit d'estalvi privat cap a final dels noranta es va passar a un gran dèficit d'estalvi públic al començament del 2000 i a una contribució similar dels dos sectors al dèficit total més recentment**

Percentatge del PIB



FONTS: Departament de Comerç dels Estats Units i estimacions pròpies.

3. Sostenibilitat del dèficit exterior

En aquesta secció, analitzem si el dèficit actual es pot mantenir indefinidament. Com ja s'ha explicat, el dèficit per compte corrent tendeix a incrementar l'endeutament en relació amb la resta del món (entès l'endeutament en un sentit ampli, inclosos tots els actius en mans d'estrangers que generen un dret a rebre pagaments en el futur). Una manera de jutjar la sostenibilitat d'un dèficit és, per tant, avaluar la sostenibilitat del nivell de deute associat a aquest dèficit.

Un nivell de deute és sostenible si genera un pagament per interessos suportable per part del país deutor. Com la capacitat de pagament ve determinada pel nivell de renda, aquesta condició requereix que el deute s'estabilitzi en un nivell que no sigui massa alt en relació amb el PIB. L'experiència i la lògica suggereixen que el nivell màxim de deute que un país pot suportar varia, ja que depèn, per exemple, de la seva capacitat per augmentar la recaptació fiscal i per generar exportacions o dels tipus d'instruments que utilitza per atreure el capital estranger[5]. Tots aquests factors contribueixen a determinar el tipus d'interès sobre el deute.

És important deixar clar que l'estabilització del deute no és una condició suficient per garantir la sostenibilitat. El deute es podria estabilitzar, però a un nivell tan alt que deixaria el país vulnerable a una desacceleració del creixement, a pujades de tipus d'interès o al vaivé dels fluxos de capital internacional. Anticipant aquestes eventualitats, els inversors internacionals tendiran a demandar primes de risc més elevades als països més endeutats. També és important la sostenibilitat política d'un determinat nivell de deute. En una situació hipotètica, el deute es podria estabilitzar en el 300% del PIB. Si el tipus d'interès sobre aquest deute és del 10%, això implicaria que el país dedicaria cada any el 30% del seu PIB a pagar interessos a no residents. Atesa aquesta situació, la temptació dels residents d'aquest país de repudiar el deute seria molt alta. Un nivell de deute del 300% del PIB també implicaria que una bona part de l'estoc de capital de l'economia estigués en mans estrangeres, quelcom que políticament pot no ser sostenible.

3.1. Una anàlisi simplificada

L'anàlisi d'un cas molt simple servirà per aclarir alguns conceptes fonamentals. Suposem que els Estats Units financen la totalitat del seu dèficit per compte corrent amb deute a un tipus d'interès fix. El nivell de deute net evolucionaria llavors d'acord amb la següent equació:

$$D_t = D_{t-1} + i \cdot D_{t-1} + X_t = (1+i) \cdot D_{t-1} + X_t \qquad (1)$$

on

D_t representa el nivel de deute al final de l'any t en dòlars (utilitzem un signe positiu si el país és un deutor net);

5. Reinhart *et al.* (2003) documenten que més del 50% d'episodis d'impagament de deute extern entre països de renda mitjana entre els anys 1970 i 2001 van ocórrer a nivells de deute que no superaven el 60% del PIB i suggereix que molts d'aquests països són incapaços de sostenir un nivell de deute extern superior al 20% del PIB.

i és el tipus d'interès nominal sobre el deute (que suposem que no varia al llarg del temps o amb el nivell de deute); per tant, $i \cdot D_{t-1}$ és el pagament per interessos durant l'any t o el dèficit de la balança de rendes de l'any t en dòlars (una quantitat positiva si el país és un deutor net); i
X_t és la suma del dèficit comercial i de transferències de l'any t en dòlars (per estalviar paraules d'ara endavant ens referirem a aquesta variable com el dèficit comercial; utilitzem també un signe positiu en el cas de dèficit).

Per tant, $i \cdot D_{t-1} + X_t$ és el dèficit per compte corrent de l'any t, que és igual a l'augment del deute net.

Si dividim els dos costats d'aquesta equació pel nivell del PIB en l'any t (Y_t o, de manera equivalent, $(1+g) \cdot Y_{t-1}$ on g representa la taxa de creixement nominal del PIB, que suposem constant), obtenim:

$$\frac{D_t}{Y_t} = \frac{(1+i)}{(1+g)} \cdot \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{X_t}{Y_t} \qquad (2)$$

Aquesta expressió implica que, si la taxa de creixement del PIB (g) és igual a la taxa d'interès (i), l'estabilització del deute en proporció al PIB exigeix que el dèficit comercial (X) sigui zero. Si la taxa d'interès és superior a la taxa de creixement, la persistència d'un dèficit comercial fa créixer el pes del deute sense límit. En canvi, si la taxa de creixement és superior a la taxa d'interès, el deute s'estabilitza tot i mantenir un dèficit comercial permanent. Si en l'equació (2) imposem la igualtat $\frac{D_t}{Y_t} = \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} = \left(\frac{D}{Y}\right)^*$ (estabilització del deute) podem trobar una expressió per al nivell que el deute assoleix a llarg termini a conseqüència de mantenir un dèficit comercial $\left(\frac{X}{Y}\right)$ i en funció de la taxa de creixement i de la taxa d'interès:

$$\left(\frac{D}{Y}\right)^* = \frac{(1+g)}{(g-i)} \cdot \left(\frac{X}{Y}\right) \qquad (3)$$

La taula 3.1 presenta el deute resultant per a diferents valors del dèficit comercial i de la taxa d'interès. Els càlculs utilitzen una taxa de creixement nominal del PIB del 5,5%, aproximadament la mitjana als Estats Units des del 1990. Aquest creixement seria, per exemple, el resultat de suposar un creixement de la productivitat del 2% anual, un creixement poblacional de l'1% i una inflació anual del 2,5%. La taula mostra que un dèficit comercial del 6,5% del PIB incrementa el deute a llarg termini per damunt del 650% del PIB si el tipus d'interès és del 4,5%, que va ser la remuneració mitjana sobre el deute brut dels Estats Units el 2006 (inclosos els bons, les accions, la inversió directa, etc.)[6]. En comparació, al final del 2005, el deute net dels Estats Units se situava lleugerament per damunt del 20%

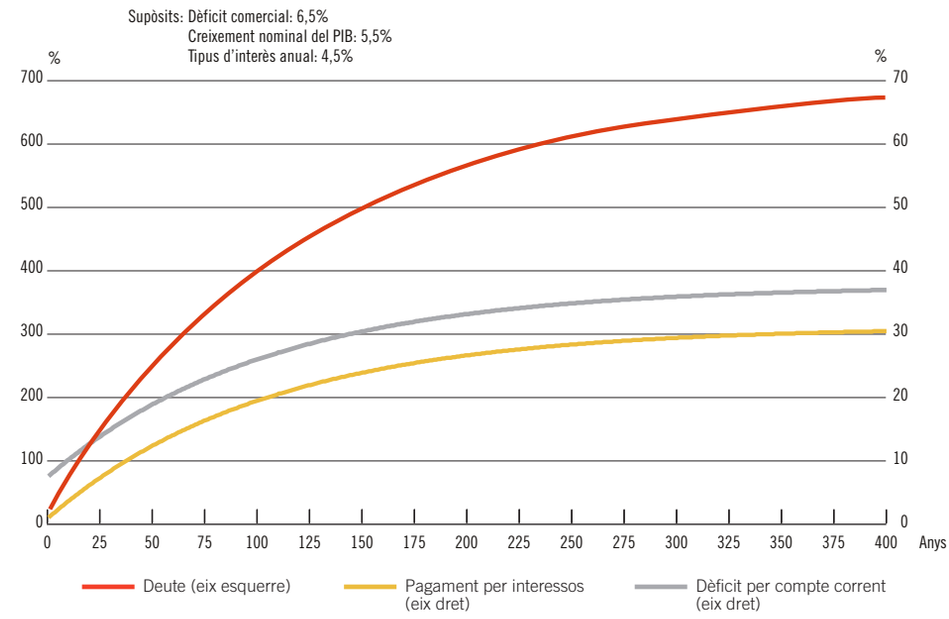
6. Aquest és el número resultant de dividir el total de pagaments anualitzats al compte de rendes de la balança de pagaments (disponible per als tres primers trimestres de l'any) pel valor d'actius nord-americans en mans de no residents al final del 2005 (dades publicades pel Departament de Comerç dels Estats Units a www.bea.gov).

TAULA 3.1 Nivell de deute a llarg termini en una economia amb creixement nominal del PIB del 5,5% (% del PIB)

Dèficit comercial (% del PIB)	*3*	*4*	*5*	*6*	*6,5*
Tipus d'interès nominal (%)					
1	70	94	117	141	152
2	90	121	151	181	196
3	127	169	211	253	274
4	211	281	352	422	457
4,5	317	422	528	633	686

FONT: Elaboració pròpia.

GRÀFIC 3.1 Projeccions del deute dels Estats Units
Percentatge del PIB



FONT: Elaboració pròpia.

del PIB. Tot i que, en aquest escenari, la convergència del deute a llarg termini seria relativament lenta, en menys de 15 anys l'estoc de deute superaria el 100% del PIB (vegeu el gràfic 3.1). Fins i tot amb un tipus d'interès de l'1% (la qual cosa implica un tipus d'interès real negatiu), el deute s'estabilitzaria en un nivell que pocs considerarien factible. Mussa (2005), per exemple, creu que el deute net no podria arribar al 100% del PIB sense desencadenar una crisi (arran, en part, d'un augment de la prima de risc del deute) i situa els nivells raonables de deute per sota del 50% del PIB[7].

7. Michael Mussa va ser economista en cap del Fons Monetari Internacional entre els anys 1991 i 2001.

L'anàlisi anterior suggereix que un dèficit comercial del 6,5% del PIB no és sostenible. Com hem vist, en menys de 15 anys el deute superaria el 100% del PIB, moment en el qual el dèficit corrent se situaria per damunt de l'11% del PIB (ja que aquest estoc de deute generaria uns pagaments per interessos superiors al 4,5% del PIB). Però què passaria si fos el dèficit corrent, i no el comercial, el que es mantingués constant en el 6,5% del PIB al llarg del temps? Seria llavors sostenible aquesta situació? Si ho fos, vol dir això que, si els Estats Units mantenen el dèficit corrent en el nivell actual, el dòlar no necessitarà depreciar-se per facilitar un ajustament del dèficit[8]? Com a primer pas per respondre aquests interrogants, podem utilitzar l'equació (2) per trobar una expressió per al nivell de deute d'equilibri a llarg termini en funció d'un dèficit per compte corrent $i \cdot D_{t-1} + X_t = Z_t$. L'equació es pot reescriure llavors com $\frac{D_t}{Y_t} = \frac{1}{(1+g)} \cdot \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{Z_t}{Y_t}$ i, imposant la condició d'estabilització del deute, obtenim $\left(\frac{D}{Y}\right)^* = \frac{1+g}{g} \cdot \left(\frac{Z}{Y}\right)$. Per als paràmetres utilitzats anteriorment, el deute arribaria al 125% del PIB, un nivell molt inferior al que hem estimat abans i que algun optimista podria considerar sostenible. Nosaltres continuem pensant que és un nivell (sis cops superior a l'actual) massa alt. De tota manera, és crucial reconèixer que, com suposem que el dèficit corrent es manté constant en el 6,5% del PIB i el pagament per interessos creix a llarg termini fins al 5,6% del PIB (és a dir, 0,045 x 125), la situació que analitzem implica una reducció del dèficit comercial des del 6,5% del PIB fins a situar-se per sota de l'1% del PIB. Així doncs, el que aquest exercici planteja és si una reducció progressiva del dèficit comercial fins a l'1% del PIB desemboca en un nivell de deute sostenible. No hem d'oblidar, però, que aquest ajustament anirà, generalment, acompanyat d'una depreciació real del tipus de canvi. Per tant, tot i que algú pot concloure que un dèficit corrent del 6,5% del PIB és sostenible, d'això no es pot derivar que el dòlar no s'hagi de depreciar.

3.2. Una anàlisi més completa

Una crítica a l'anàlisi de la secció anterior partiria de les dades del nivell de deute dels Estats Units en els últims anys. Des del 2001, els dèficits corrents acumulats equivalen gairebé al 25% del PIB, mentre que la posició deutora neta s'ha deteriorat menys del 5% del PIB i ha passat d'un deute net del 16% del PIB el 2000 al 20,5% del PIB el 2005. Aquests resultats no són coherents amb el que postula l'equació (2) i, per tant, obren interrogants raonables sobre les projeccions basades en aquell «model».

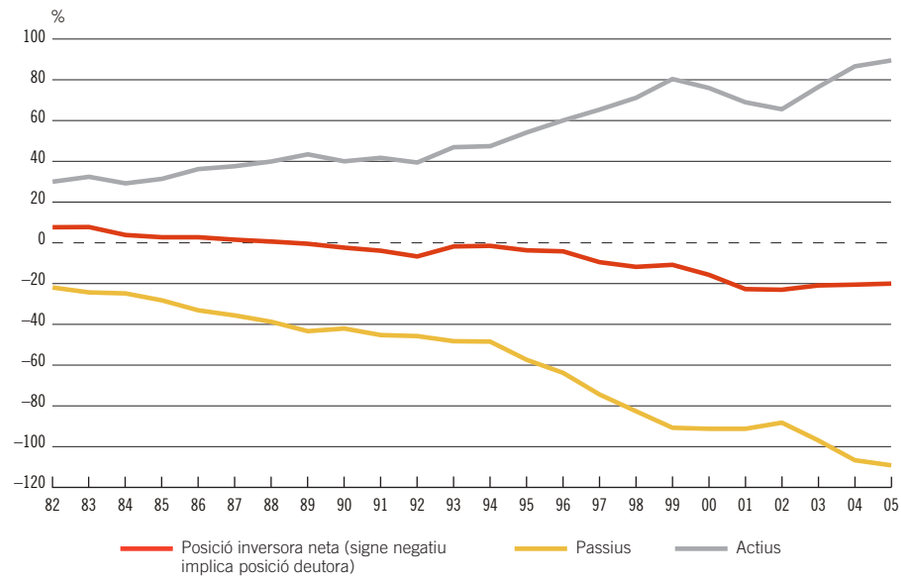
La gran diferència entre els dèficits acumulats i l'augment del deute net dels últims anys és deguda als guanys i a les pèrdues de capital (o als canvis en la valoració) d'actius i passius. Aquests guanys i aquestes pèrdues de capital es produeixen, principalment, arran de variacions en els tipus de canvi i en el preu dels actius. Tal com passa en altres països avançats, la major part del passiu (el deute) dels Estats Units està denominat en la seva pròpia moneda, mentre que, en la seva majoria, els actius estan denominats en moneda estrangera. Conseqüentment, la depreciació del dòlar del període 2001-2004 va representar uns guanys nets

8. Com el saldo de la balança de rendes als Estats Units va ser gairebé zero el 2006, el dèficit per compte corrent va ser aproximadament igual a la suma del dèficit comercial i el dèficit de transferències.

de capital que han contribuït a reduir el nivell d'endeutament[9]. D'altra banda, l'evolució del preu dels actius ha constituït una font important de guanys de capital el 2002-2005, ja que les borses s'han revalorat més fora dels Estats Units. Els dos efectes són quantitativament importants, perquè les posicions brutes d'actius i passius són d'un ordre de magnitud molt superior a la posició neta (vegeu el gràfic 3.2).

GRÀFIC 3.2 La posició deutora neta dels Estats Units s'ha deteriorat menys del que caldria esperar

A preus de mercat, en percentatge del PIB



FONTS: Departament de Comerç dels Estats Units i elaboració pròpia.

A més a més, en els últims anys, la balança de rendes als Estats Units ha mostrat un superàvit, tot i que el país mantenia una posició deutora amb la resta del món. Això implica que la rendibilitat dels actius estrangers dels Estats Units és major que el cost dels seus passius, situació que contribueix a frenar el creixement del nivell d'endeutament i que passàvem per alt en les projeccions de la secció anterior. Gourinchas i Rey (2007) documenten que aquest diferencial entre les taxes de retorn d'actius i passius –que anomenen el «privilegi exorbitant»– ha estat una realitat des del final de la Segona Guerra Mundial. El diferencial és degut, d'una banda, a un «efecte de composició», ja que els Estats Units tendeixen a «manllevar» a curt termini a través d'instruments a baix interès (per exemple, bons del govern), però «presten» a llarg termini a través d'inversió directa i accions[10]. En aquest sentit, els Estats Units actuen com un banc o una entitat de capital-risc per a la resta del món i es beneficien d'un generós marge d'intermediació. D'altra banda, també hi ha

9. En mercats emergents o en economies subdesenvolupades, on la major part dels deutes estan denominats en moneda estrangera, sol passar el contrari. En aquests països, una depreciació de la moneda genera un empitjorament de la posició deutora, que pot precipitar una crisi (com en el cas de l'Argentina el 2001).

10. Un exemple extrem d'instrument de finançament a baix cost és el diner –el bitllet de dòlar–. El bitllet verd és una mena de bo al portador emès a perpetuïtat que no paga cap interès. És acceptat com a pagament perquè té un ús fora dels Estats Units com a medi de canvi (per exemple, en economies dolaritzades com Equador) i com a dipòsit de valor (per exemple, de diner negre). Això proporciona als Estats Units uns ingressos anuals per «senyoratge» propers al 0,25% del PIB. Cap al final del 2005, el 3,2% del total de passius estrangers dels Estats Units eren dòlars en circulació.

evidencies que palesen que, per a cada tipus d'actiu, els Estats Units acostumen a oferir una rendibilitat menor que altres països, en part a causa del paper del dòlar com a moneda de reserva.

Aquestes observacions suggereixen que hem d'incorporar a les equacions utilitzades a la secció anterior la possibilitat que les taxes de retorn (inclosos l'interès i els guanys de capital) puguin diferir entre actius i passius estrangers. Per això, definim P_t i A_t com el nivell de passius i actius estrangers existent al final de l'any t, r_P i r_A com les respectives taxes de retorn, i D_t com la diferència entre passius i actius (és a dir, la posició deutora neta). La variable X continua representant el dèficit comercial, com en la secció anterior. En aquest cas, l'evolució del deute net ve donada per:

$$D_t = D_{t-1} + r_P \cdot P_{t-1} - r_A \cdot A_{t-1} + X_t \tag{4}$$

Utilitzant la definició de deute net $D_t = P_t - A_t$, aquesta equació es pot reescriure de la següent manera:

$$D_t = (1+r_P) \cdot D_{t-1} + X_t - (r_A - r_P) \cdot A_{t-1} \tag{5}$$

I, dividint pel nivell de PIB, obtenim l'equació completa que permet calcular el nivell al qual el deute s'estabilitzaria:

$$\frac{D_t}{Y_t} = \frac{(1+r_P)}{(1+g)} \cdot \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} + \left[\frac{X_t}{Y_t} - \frac{(r_A - r_P)}{(1+g)} \cdot \frac{A_{t-1}}{Y_{t-1}}\right] \tag{6}$$

És important assenyalar el paral·lelisme entre les equacions (2) i (6). D'una banda, i queda substituïda per r_P, que incorpora els guanys de capital a la taxa d'interès. Si el diferencial entre les taxes de retorn d'actius i passius fos nul, aquesta seria l'única diferència entre les equacions (2) i (6). De l'altra, un diferencial positiu entre les taxes de retorn d'actius i de passius contribueix a reduir l'impacte del dèficit comercial sobre el nivell del deute. Aquest últim efecte augmenta amb el volum d'actius bruts.

Un exemple numèric ajudarà a il·lustrar que l'efecte derivat del diferencial de taxes de retorn pot ser substancial. Suposem que el diferencial entre les taxes de retorn d'actius i passius estrangers ($r_A - r_P$) és de 300 punts bàsics (3 punts percentuals). En aquest cas, si el país disposa d'actius estrangers per valor del 100% del PIB, el deute net creixerà gairebé el 3% del PIB menys que si el diferencial entre les taxes de retorn és zero. Això implica que un dèficit comercial del 3% del PIB podria ser totalment consistent amb un deute net estable.

Si, tal com s'ha fet a la secció anterior, imposem en l'equació (6) la igualtat $\frac{D_t}{Y_t} = \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} = \left(\frac{D}{Y}\right)^*$ podem trobar el nivell del deute net a llarg termini en funció del dèficit comercial i de la posició bruta d'actius (que suposem estable a llarg termini)[11]:

$$\left(\frac{D}{Y}\right)^* = \frac{1+g}{g-r_P} \cdot \left[\frac{X}{Y} - \frac{r_A - r_P}{1+g} \cdot \frac{A}{Y}\right] \tag{7}$$

11. No cal dir que si A pogués ser arbitràriament alt, el deute net es podria contenir en un nivell arbitràriament baix. No obstant això, hi ha límits obvis a l'acumulació d'actius estrangers, de la mateixa manera que caldria esperar que el diferencial de taxes de retorn es reduís a mesura que A creix.

La taula 3.2 mostra els resultats per a diferents valors del nivell d'actius i del diferencial de taxes de retorn. Igual que en la secció anterior, suposem que l'economia creix a una taxa constant del 5,5% en termes nominals i que la taxa de remuneració de passius és del 4,5%. Tot i que Gourinchas i Rey estimen que la taxa mitjana de retorn dels passius dels Estats Units en les últimes tres dècades ha estat una mica superior, un valor més alt per a aquest paràmetre elevaria el nivell estacionari del deute[12]. El mateix estudi estima també un diferencial mitjà de retorns en les últimes tres dècades de 300 punts bàsics. Per al nivell d'actius, utilitzem un rang per damunt del nivell observat el 2005, proper al 90% del PIB. És lògic pensar que, en el procés d'internacionalització de les carteres inversores, encara hi ha marge perquè els Estats Units acumulin actius estrangers. En qualsevol cas, els resultats indiquen que, per a nivells realistes d'actius bruts i diferencial de taxes de rendibilitat, un dèficit comercial del 6,5% del PIB no estabilitza el deute net per sota del 200% del PIB. L'únic nivell de deute en aquesta taula que la majoria d'observadors podrien considerar sostenible és el 86%, però es dóna sota uns supòsits, un diferencial de tipus de 300 punts bàsics i un nivell d'actius bruts del 200% del PIB, massa optimistes; a aquest nivell d'actius i deute, caldria esperar que el diferencial de rendibilitats es reduís substancialment, potser fins a canviar de signe.

TAULA 3.2 Nivell de deute net a llarg termini consistent amb un dèficit comercial del 6,5% del PIB (en % del PIB)

Diferencial de taxes de retorn entre actius i passius estrangers *(punts básics)*	300	250	200	150	100
Actius bruts (% PIB)					
100	386	436	486	536	586
125	311	373	436	498	561
150	236	311	386	461	536
200	86	186	286	386	486

NOTA: Aquests càlculs suposen que el creixement del PIB nominal és del 5,5% i que la taxa de retorn dels passius és del 4,5%.
FONT: Elaboració pròpia.

En resum, l'anàlisi que hem efectuat suggereix que, fins i tot sota supòsits optimistes, l'actual dèficit comercial dels Estats Units no és sostenible. Tard o d'hora, per tant, s'haurà de reduir. Aquest ajustament requerirà una redistribució de la despesa mundial, amb una caiguda de la despesa dels Estats Units i un augment de la despesa de la resta del món. A la següent secció discutim les implicacions d'aquest procés sobre el dòlar.

12. A mesura que r_p s'apropa a la taxa de creixement del PIB, el nivell de deute es dispara si el dèficit comercial és alt (en concret si l'expressió entre claudàtors de l'equació (7) és de signe positiu).

4. El futur del dòlar

Una reducció substancial del dèficit comercial dels Estats Units requereix necessàriament una depreciació real del dòlar que n'abarateixi les exportacions. Vegem per què això ha de ser part d'un nou equilibri. En absència de variacions en el tipus de canvi del dòlar, la reducció de la despesa dels Estats Units recauria, principalment, sobre la producció domèstica –una despesa menor representaria una disminució en la demanda de béns no comerciables (que es produeixen domèsticament) i de béns comerciables (la majoria produïts als Estats Units i d'altres importats)–[13]. No obstant això, el primer efecte reduiria el preu relatiu dels béns no comerciables dels Estats Units en relació amb el mateix tipus de béns a la resta del món. El segon efecte tendiria a reduir el preu relatiu dels béns comerciables produïts als Estats Units en relació amb els preus dels béns comerciables produïts a la resta del món. Els dos efectes causen una depreciació real del dòlar, i això és el que restaura un equilibri al mercat de béns i evita una forta caiguda de la producció domèstica[14].

Avui en dia, existeix un ampli consens sobre l'opinió que el dòlar està destinat a depreciar-se. El que no és tan clar és quant s'ha de depreciar, quin és el risc que això passi de forma sobtada i quines serien les conseqüències macroeconòmiques d'un ajustament brusc als Estats Units i a la resta del món.

La magnitud de la depreciació depèn de quin és l'ajustament necessari del dèficit comercial. En aquest sentit, els resultats de la secció anterior suggereixen que, per estabilitzar el deute en un nivell entre l'actual (22% del PIB), o com a màxim el 50% del PIB, el dèficit comercial s'hauria de reduir a un rang entre l'1,5% i el 3% del PIB (des del 6,5% del 2006)[15]. Això implica que l'ajustament del dèficit comercial ha de vorejar els 4 punts del PIB.

En un estudi recent, Obstfeld i Rogoff (2005) estimen que una reducció del dèficit comercial de l'1% del PIB implica una depreciació efectiva del dòlar del 3% si l'ajustament es realitza de manera gradual (en 5-7 anys) o del doble si es realitza de manera ràpida (en 1-2 anys)[16,17]. L'efecte és aproximadament lineal. Això significa que un ajustament gradual de 4 punts del PIB en el dèficit comercial suposaria, aproximadament, una depreciació del dòlar del 12%. La depreciació seria igual en termes reals i nominals, ja que les diferències entre les taxes d'inflació de les diferents regions són pràcticament nul·les.

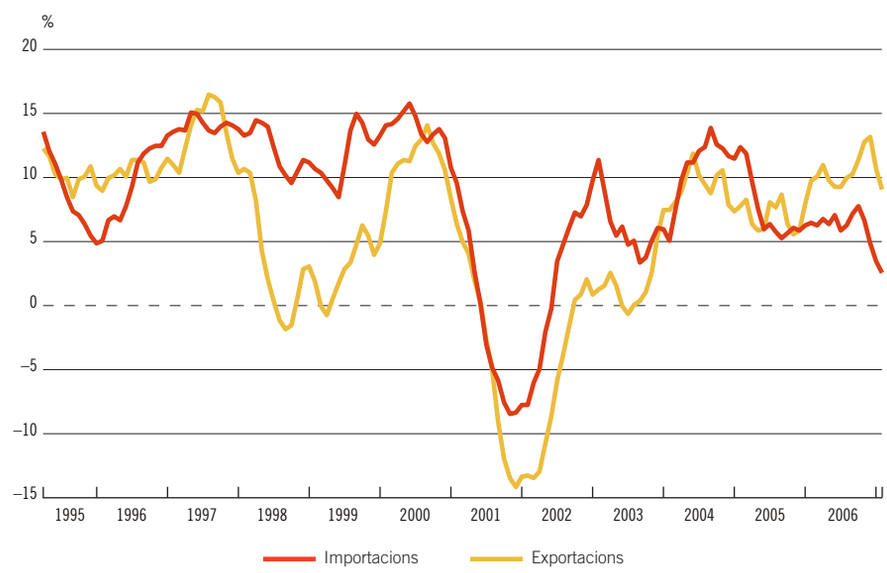
Una part d'aquest ajustament, però, ja ha succeït. L'impacte del tipus de canvi sobre el dèficit comercial es dóna amb un cert retard –la majoria d'estimacions suggereixen entre un i dos anys–. Així, doncs, el dèficit comercial del 2006 es relaciona bàsicament amb el tipus de

13. El fenomen pel qual els països acostumen a satisfer una bona part de la seva demanda de béns comerciables amb producció domèstica s'ha anomenat «biaix domèstic en el consum de béns comerciables» i és el resultat, entre d'altres raons, dels costos de transport internacionals.
14. Si, com sembla raonable, la inflació del nivell general de preus als Estats Units continua essent, de mitjana, similar a la dels seus principals socis comercials, la depreciació nominal del dòlar serà similar a la depreciació real.
15. Aquests són els resultats utilitzant les equacions de la secció anterior sota escenaris que situen el nivell d'actius bruts en el 100% del PIB i el diferencial de tipus d'interès entre 150 i 300 punts bàsics. El dèficit per compte corrent associat seria, a tot estirar, el 3% del PIB. Altres anàlisis, com O'Neill (2007) o Bank of International Settlements (2006), arriben a resultats similars.
16. L'estudi, àmpliament esmentat en discussions sobre el futur del dòlar, utilitza un model d'equilibri general amb xocs de demanda per estimar els efectes d'un ajustament del dèficit exterior dels Estats Units. Com la mobilitat de factors entre sectors és més costosa a curt termini, un reajustament ràpid del dèficit comercial requereix una major variació del tipus de canvi.
17. Una depreciació *efectiva* és una depreciació enfront de les monedes dels principals socis comercials.

canvi del dòlar durant els dos anys precedents. Durant aquest període, el dòlar s'ha depreciat el 4% aproximadament en termes reals efectius. Si comptem aquesta depreciació com una part de l'ajustament que s'estima necessari, el dòlar «només» s'hauria de depreciar el 8% més. Sembla que la forta taxa de creixement de les exportacions en els últims mesos –més del doble que la taxa de creixement de les importacions per primer cop en els deu últims anys– confirma que el procés d'ajustament està en marxa (vegeu el gràfic 4.1). Suposant que l'ajustament de la balança comercial dels Estats Units es reparteixi de manera igual entre Europa i Àsia, l'estudi d'Obstfeld i Rogoff troba que la depreciació del dòlar enfront de les monedes asiàtiques hauria de ser més intensa que enfront de l'euro. Així, les monedes asiàtiques es depreciarien més del 10% enfront del dòlar, mentre que l'euro ho faria per sota del 5%. Aquests càlculs suposen que les monedes dels altres principals socis comercials dels Estats Units també es depreciarien, de mitjana, el 8%. Si, en canvi, la seva depreciació fos menor, les monedes asiàtiques i l'euro s'haurien de depreciar més perquè el dòlar patís una depreciació efectiva del 8%.

GRÀFIC 4.1.a **El volum de les exportacions ha crescut més de pressa que el de les importacions des de la segona meitat del 2005**

Canvi percentual anual de mitjanes mòbils de 3 mesos, preus constants

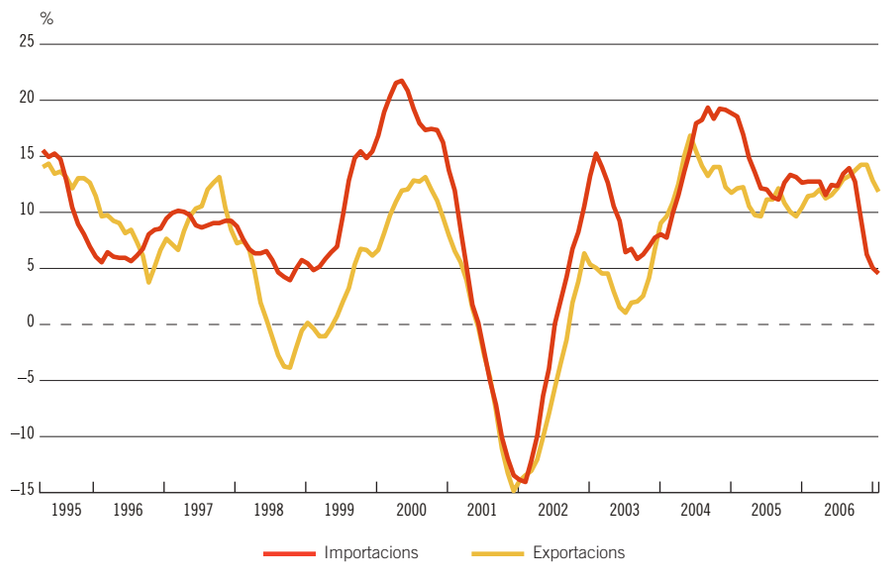


FONT: Departament de Comerç dels Estats Units.

Aquest escenari d'ajustament gradual és el que, pel que sembla, els mercats anticipen. Actualment, la taxa d'interès dels bons del Tresor nord-americà a 5 anys es troba al voltant del 4,4%, mentre que la taxa dels bons europeus és del 3,9% i la dels bons japonesos, de l'1,2%. Aquestes taxes de retorn s'igualarien al cap de cinc anys si el dòlar es depreciés el 2,5% enfront de l'euro i el 17% enfront del ien. Això representaria una depreciació efectiva del dòlar enfront d'aquestes dues monedes d'una mica menys del 10%, consistent amb l'escenari d'ajustament descrit més amunt.

GRÀFIC 4.1.b **En valor, però, el creixement de les exportacions només ha començat a superar el de les importacions en l'últim trimestre del 2006**

Canvi percentual de mitjanes anuals de 3 mesos, preus constants



FONT: Departament de Comerç dels Estats Units.

En un escenari en què Àsia no permet que les seves monedes s'apreciïn de manera significativa enfront del dòlar i en què Europa suporta l'ajustament del dèficit dels Estats Units, l'apreciació de l'euro seria considerable (més del 20% en el cas d'un ajustament gradual). En aquest cas, Europa passaria a tenir un important dèficit comercial, mentre que el superàvit d'Àsia creixeria des dels nivells actuals, ja que les monedes asiàtiques es depreciarien enfront de l'euro. Aquesta situació seria difícilment sostenible tant des d'un punt de vista de gestió de la política macroeconòmica (pels costos creixents d'«esterilització» a Àsia) com des d'una perspectiva política (ateses les possibles pressions proteccionistes)[18]. Clarament, aquest no és l'escenari que els mercats anticipen.

L'ajustament del dèficit comercial dels Estats Units no ha de ser necessàriament dramàtic, sobretot si es dóna de forma gradual i si, com creiem, ja ha començat. En aquest sentit, la desacceleració del mercat immobiliari estaria contribuent a l'augment de l'estalvi i a la disminució de la inversió al sector de béns no comerciables que ha de ser subjacent a l'ajustament[19]. Algunes polítiques també podrien facilitar el procés. Als Estats Units, la reducció del dèficit fiscal i la reforma del sistema de pensions generarien un augment de l'estalvi. Fora dels Estats Units (fonamentalment a Àsia, però també a Alemanya), la demanda domèstica hauria d'adquirir protagonisme com a motor del creixement, en detriment del sector exportador; l'augment de la competència i el foment de la inversió estrangera al sector de

18. Quan els bancs centrals d'Àsia compren moneda estrangera per evitar l'apreciació de les seves monedes (venent moneda local), neutralitzen (o «esterilitzen») l'increment de la quantitat de moneda local en circulació emetent deute (per exemple, certificats de dipòsit del banc central) per evitar pressions inflacionistes. La diferència entre l'interès que paguen sobre aquest deute i el que guanyen amb les seves inversions en moneda estrangera (el cost de l'«esterilització») tendeix a augmentar amb el volum d'intervenció.
19. Una crisi immobiliària profunda, però, podria precipitar un ajustament sobtat.

béns no comerciables podria contribuir-hi. En canvi, una millora de la productivitat dels sectors exportadors fora dels Estats Units (que es podria donar, per exemple, si l'Índia, Rússia i el Brasil intentessin copiar el model xinès de creixement) dificultaria el procés d'ajustament dels desequilibris actuals. Finalment, és fonamental que els tipus de canvi a Àsia siguin més flexibles. Aquest punt és especialment important per a Espanya, que difícilment podria suportar una notable apreciació de l'euro des dels nivells actuals sense patir una caiguda brusca del creixement.

Però també hi ha perspectives menys optimistes. Krugman (2006) creu que els inversors internacionals no anticipen de manera adequada la futura depreciació del dòlar (que, segons el seu parer, hauria de ser, com a mínim, del 30% des del nivell actual de tipus de canvi) i que les primes de risc que demanden per als actius denominats en aquesta moneda són massa baixes. Segons la seva opinió, la correcció d'aquesta «miopia» desembocarà en una caiguda sobtada del dòlar i en un alentiment del creixement dels Estats Units, ja que l'ajustament de la demanda domèstica serà més ràpid que l'increment de les exportacions netes[20]. Sembla que els mateixos Obstfeld i Rogoff assignen, al seu estudi, una probabilitat alta a un ajustament precipitat per una pèrdua de confiança en el dòlar per part dels inversors internacionals. Això implicaria que l'ajustament hauria de ser més intens (més del 6% del PIB) i que no es donaria de manera gradual. En aquest escenari, el dòlar encara s'hauria de depreciar un 30%. Roubini i Setser (2005) creuen que l'eventual ajustament del dòlar provocarà una pujada brusca del tipus d'interès mundial i una recessió a escala global, en part perquè la transició fora dels Estats Units a un creixement basat en la fortalesa de la demanda interna no serà fàcil.

20. Krugman utilitza un personatge de dibuixos animats per il·lustrar la seva visió. El *Coiot*, enemic del *Correcamins*, es precipitava cap a un precipici, feia uns quants passos en l'aire, mirava cap avall i, en adonar-se que no tenia res sota els peus, queia al buit. Krugman creu que els inversors internacionals són com el *Coiot* i que, en aquests moments, fan passos en el buit.

5. Conclusions

L'augment del dèficit per compte corrent dels Estats Units en l'última dècada –de l'1,5% del PIB el 1996 al 6,5% del PIB el 2006– ha estat espectacular.

La major part d'aquest deteriorament s'explica per un augment del dèficit comercial, mentre que el dèficit de transferències s'ha mantingut gairebé constant i l'augment del dèficit de rendes ha estat mínim. Des d'una perspectiva estalvi-inversió, reconeixent que el dèficit exterior no és més que la diferència entre aquests dos agregats, el deteriorament s'explica, fonamentalment, per una caiguda de l'estalvi.

Aquest nivell de dèficit (proper al 6,5% del PIB excloent la balança de rendes) no és sostenible indefinidament.

Uns càlculs senzills indiquen que, tot i que els Estats Units continuïn creixent a un ritme saludable (diguem del 3% en termes reals o al 5,5% en termes nominals) i hagin de pagar un tipus d'interès molt baix sobre el seu deute net (per exemple, l'1% en termes nominals), el deute net assoliria un nivell del 150% del PIB a llarg termini. Aquest nivell de deute implicaria que una bona part de l'estoc de capital dels Estats Units estaria en mans d'estrangers i deixaria el país en una posició molt vulnerable a una pujada de tipus d'interès o a un alentiment del creixement. En definitiva, aquesta xifra se situa molt per damunt del que, de manera realista, es pot considerar sostenible. A més a més, és poc realista suposar que el tipus d'interès es mantindria invariable en un nivell tan ridículament baix mentre el deute augmenta a nivells inaudits.

L'evolució del deute net en els últims anys, que s'ha incrementat només en 5 punts del PIB entre els anys 2000 i 2005 tot i el gegantí dèficit exterior, és enganyosa, ja que reflecteix una forta revaluació dels actius dels Estats Units, en part arran de la depreciació del dòlar.

D'una banda, els actius dels Estats Units a l'estranger, majoritàriament denominats en monedes diferents del dòlar, s'han beneficiat d'una revaluació arran de la depreciació del dòlar. Els passius dels Estats Units, però, estan majoritàriament denominats en la seva pròpia moneda i, per tant, no han patit la revaluació. De l'altra, en els últims anys, les borses internacionals s'han comportat millor que les dels Estats Units, la qual cosa també ha derivat en una revaluació més intensa dels actius que dels passius. Els dos efectes han esmorteït l'impacte dels dèficits exteriors sobre el deute net. No obstant això, seria il·lús esperar que el deute net es mantingués sota control a mitjà i a llarg termini a base de revaluacions.

Existeix evidència, però, que el tipus d'interès dels passius dels Estats Units és menor que el dels actius; aquest fet contribueix a reduir l'ajustament necessari per garantir la sostenibilitat exterior.

En part, això passa pel paper dels Estats Units com a intermediari financer de l'estalvi global –captant finançament a baix cost i invertint a l'estranger en actius de retorns alts, com accions o inversió directa– i pel paper del dòlar com a moneda de reserva. En un context de globalització financera, en què les posicions d'actius i passius creixen amb rapidesa, aquest diferencial de tipus d'interès redueix amb força el dèficit a la balança de rendes associat a un nivell de deute net. Això és equivalent a una reducció del tipus d'interès efectiu sobre el deute net. De tota manera, aquest efecte no és suficient per fer sostenible el dèficit comercial actual. Sí ho és, però, per facilitar la sostenibilitat del deute net per sota del 50% del PIB amb un dèficit entre l'1,5% i el 3% del PIB. Així, doncs, el dèficit comercial s'ha de reduir, però seria suficient un ajustament proper als 4 punts del PIB.

Una reducció gradual del dèficit comercial del 6,5% al 2,5% del PIB aniria acompanyada d'una depreciació del dòlar, des del seu nivell actual, inferior al 10% en termes efectius. La depreciació hauria de ser més intensa enfront de les monedes asiàtiques (més del 10%) que enfront de l'euro (menys del 5%). De tota manera, un ajustament sobtat, que ocasionaria una depreciació més intensa del dòlar, no es pot descartar.

Les implicacions sobre el dòlar depenen, sobretot, del ritme al qual es realitzi l'ajustament. Segons les estimacions d'Obstfeld i Rogoff (2005), un escenari d'ajustament gradual durant 5-7 anys requeriria una depreciació del dòlar inferior al 10% en termes efectius reals (o nominals) del tipus de canvi actual. En canvi, un ajustament més ràpid, en 1-2 anys, podria comportar una depreciació propera al 20%.

L'efecte d'aquest ajustament sobre l'euro dependria, fonamentalment, de la flexibilitat de les monedes asiàtiques. Si es resistissin a caure enfront del dòlar, l'euro patiria una apreciació considerable i es podria situar per damunt d'1,5 dòlars. En aquest cas, Europa passaria a tenir un important dèficit comercial i els superàvits d'Àsia creixerien. Aquest escenari –en què els desequilibris globals no s'ajusten però es redistribueixen amb Europa jugant el paper dels Estats Units– sembla molt poc probable per raons polítiques. Si, en canvi, les monedes asiàtiques es mostren flexibles, la depreciació del dòlar seria més intensa enfront d'elles que enfront de l'euro.

Referències

Bank of International Settlements (2006). «76th Annual Report», capítol V, pàgs. 94-97, disponible a Internet a www.bis.org.

Bernanke, B. (2005). «The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit», Conferència a l'Associació d'Economistes de Virgínia, Richmond, 14 d'abril del 2005, disponible a Internet a www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/.

Blanchard, O., F. Giavazzi i F. Sa (2005). «International Investors, the U.S. Current Account, and the Dollar», *Brookings Papers on Economic Activity,* vol. 1:2005.

Caballero, R. (2006). «On the Macroeconomics of Asset Shortages», MIT i NBER, disponible a Internet a http://ssrn.com/abstract=947587.

Erceg, C., Guerrieri, L. i C. Gust (2005). «Expansionary Fiscal Shocks and the Trade Deficit», Federal Reserve Board, International Finance Discussion Paper, núm. 825.

Gourinchas, P. i H. Rey, (2007). «From World Banker to World Venture Capitalist: The US External Adjustment and The Exorbitant Privilege», a *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, R. Clarida (ed.), University of Chicago Press, Chicago.

Hausmann, R. i F. Sturzenegger (2006). «The Implications of Dark Matter for Assessing the US External Imbalance», CID Working Paper, núm. 137.

Krugman, P. (2006). «Will There Be a Dollar Crisis?», disponible a Internet a www.econ.princeton.edu/seminars/weekly%20seminar%20schedule/spring_05-06/April_24/Krugman.pdf

Mussa, M. (2005). «Exchange Rate Adjustments Needed to Reduce Global Payments Imbalances», Institute for International Economics, disponible a Internet a www.iie.com/publications/chapters_preview/382/5iie3780.pdf

Obstfeld, M. i K. Rogoff (2005). «Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1:2005, pàgs. 67-146.

— (2007). «The Unsustainable US Current Account Position Revisited», a G7 *Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, R. Clarida (ed.), University of Chicago Press, Chicago.

O'Neill, J. (2007). «US Balance of Payments: Is it Turning and What is Sustainable?», Goldman Sachs, Global Economics Paper, núm. 151.

Reinhart, C., Rogoff, K. i M. Savastano (2003). «Debt Intolerance», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1:2003, pàgs. 1-74.

Roubini, N. i B. Setser (2005). «Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006», disponible a Internet a http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/papers/BW2-Unraveling-Roubini-Setser-pdf.

Stockman, A. (2005). «How I Learned to Stop Worrying and Love the Current Account Deficit», University of Rochester, disponible a Internet a www.somc.rochester.edu.

Publicacions del Servei d'Estudis

Totes les publicacions estan disponibles a Internet:
www.estudis.lacaixa.es
Correu electrònic:
publicacionsestudis@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL
Informe sobre la situació econòmica

■ THE SPANISH ECONOMY MONTHLY REPORT
Versió anglesa de l'Informe Mensual

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2006.
Selección de indicadores
Edició completa disponible a Internet

■ DOCUMENTS D'ECONOMIA "la Caixa"

1. **El problema de la productivitat a Espanya: quin és el paper de la regulació?** Jordi Gual, Sandra Jódar Rosell i Àlex Ruiz Posino
2. **L'ocupació a partir dels 55 anys** Maria Gutiérrez-Domènech
3. ***Offshoring* i deslocalització: noves tendències de l'economia internacional** Claudia Canals
4. **Xina: Quin és el potencial de comerç amb Espanya?** Marta Noguer
5. **La sostenibilitat del dèficit exterior dels Estats Units** Enric Fernández

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

1. **Vertical industrial policy in the EU: An empirical analysis of the effectiveness of state aid**
Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell
2. **Explaining Inflation Differentials between Spain and the Euro Area**
Pau Rabanal
3. **A Value Chain Analysis of Foreign Direct Investment**
Claudia Canals and Marta Noguer
4. **Time to Rethink Merger Policy?**
Jordi Gual

■ "la Caixa" WORKING PAPERS

Disponible només en format electrònic en: www.estudis.lacaixa.es

01/2006. What Explains the Widening Wage Gap? Outsourcing vs. Technology Claudia Canals

02/2006. Government Spending and Consumption-Hours Preferences
J. David López-Salido and Pau Rabanal

03/2006. Outsourcing and your Collar's Color Claudia Canals

04/2006. The Employment of Older Workers Maria Gutiérrez-Domènech

05/2006. The Determinants of Cross-Border Investment: A Value Chain Analysis Claudia Canals and Marta Noguer

06/2006. Inflation Differentials in a Currency Union: A DSGE Perspective Pau Rabanal

01/2007. Parental Employment and Time with Children in Spain
Maria Gutiérrez-Domènech

■ ESTUDIS ECONÒMICS

29. El govern de l'empresa
(Exhaurit) Vicente Salas Fumás

30. La banca a l'Amèrica Llatina. Reformes recents i perspectives
Josep M. Liso, Montserrat Soler, Montserrat Manero i M. P. Buil

31. Els nous instruments de la gestió pública Guillem López Casasnovas (director), Jaume Puig-Junoy, Juan José Ganuza i Ivan Planas Miret

32. La competitivitat de l'economia espanyola: inflació, productivitat i especialització Francisco Pérez (director), Pilar Chorén, Francisco J. Goerlich, Matilde Mas, Juliette Milgram, Juan Carlos Robledo, Ángel Soler, Lorenzo Serrano, Deniz Ünal-Kesenci i Ezequiel Uriel

33. La creació d'empreses. Un enfocament gerencial
Josep Maria Veciana

34. Política agrària comuna: balanç i perspectives José Luis García Delgado i M. Josefa García Grande (directors)

Consell Assessor del Servei d'Estudis

El Consell Assessor orienta el Servei d'Estudis en les tasques d'anàlisi de les polítiques econòmiques i socials que puguin ser més eficaces per al progrés de la societat espanyola i europea. Formen part del Consell:

- Carles Boix
  Universitat de Princeton
- Josep M. Carrau
  "la Caixa"
- Antón Costas
  Universitat de Barcelona
- Juan José Dolado
  Universitat Carlos III
- Jordi Galí
  CREI i Universitat Pompeu Fabra
- José Luis García Delgado
  Universitat Complutense
- Teresa Garcia-Milà
  Universitat Pompeu Fabra
- Andreu Mas Colell
  Universitat Pompeu Fabra
- Víctor Pérez Díaz
  Universitat Complutense
- Xavier Vives
  IESE i ICREA-UPF

Disseny, maquetació i impresió: www.cege.es - Ciutat d'Asunción, 42 - 08030 Barcelona D. L.: B. 30752-2006

"la Caixa"

Publicació impresa
en paper i cartolina
ecològics