



UNIVERSIDAD PONTIFICIA COMILLAS

**LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES COMO  
DETERMINANTES DE LA CRISIS FINANCIERA  
INTERNACIONAL**

Autor: Ana Escrivá de Romaní Díaz - Guardamino

Director: Antonio Rúa Vieites

Madrid

Junio de 2014

## **Índice de gráficos y tablas**

Gráfico 1: Crecimiento del PIB (%) .....	21
Gráfico 2: Las economías emergentes se convierten en exportadoras de capital.....	29
Gráfico 3: Los desequilibrios globales .....	31
Gráfico 4: Déficit por cuenta corriente de EEUU y reservas de los países emergentes.	34
Gráfico 5: Flujo neto de capital de Asia emergente .....	35
Tabla 1: Balances por cuenta corriente globales para los años 1996, 2000 y 2004. ....	24
Tabla 2: Comparativa de enfoques .....	42

# ÍNDICE

Índice de gráficos y tablas .....	1
Resumen, palabras clave.....	3
Abstract, key words .....	4
<b>1.- Introducción .....</b>	<b>6</b>
<b>2.- Estudio: análisis y resultados .....</b>	<b>9</b>
I.- Análisis de los enfoques que defienden que los desequilibrios globales fueron determinantes en la crisis financiera internacional .....	9
a. Bretton Woods II .....	9
b. Saving Glut .....	18
c. Escasez de activos financieros seguros .....	30
II.- Análisis de los enfoques que defienden que los desequilibrios globales no fueron determinantes en la crisis financiera internacional .....	36
III.- Discusión sobre la importancia o no de los desequilibrios globales como causa de la crisis financiera internacional .....	39
<b>3.- Conclusión .....</b>	<b>45</b>
<b>4.- Bibliografía .....</b>	<b>48</b>

## **Resumen**

Este informe analiza los distintos enfoques que explican y justifican las causas de la crisis financiera internacional desde el ámbito de los desequilibrios globales, buscando entender cuáles han sido los principales aspectos que han influido en la crisis. Mediante un análisis comparativo de estos enfoques, se puede comprender de manera más profunda las causas reales de la crisis y de esta manera presentar soluciones a los problemas que actualmente afectan a la mayoría de las economías mundiales.

Tras este análisis, queda constatado que aquellos enfoques que defienden que los desequilibrios globales no fueron los que provocaron la crisis financiera internacional disponen de una información más real y completa sobre las verdaderas causas. Según este enfoque se deben tener en cuenta aspectos tan importantes como los sistemas económicos y financieros, el comportamiento de los inversores en el mercado e incluso la falta de una regulación más estricta en los mercados. Aún así, no debemos desechar los estudios e informes de las corrientes que sí los defienden, puesto que mediante la unión de ambas corrientes, el estudio es más profundo y permite obtener conclusiones más acertadas.

## **Palabras clave**

Desequilibrios globales, crisis financiera, tipos de interés, cuenta corriente, déficit, activos, Bretton Woods, Saving Glut, colapso, dólar, mercado, países emergentes, flujos de capital y burbujas de precios.

## **Abstract**

This paper analyzes different approaches that explain and justify the causes of the international financial crisis under the scope of the global imbalances, seeking to understand the principal aspects that have had influenced the crisis. Using a comparative analysis of the different approaches leads us to understand the deeper causes of the crisis, in order to achieve solutions to the problems that currently affect the majority of the economies in the world.

Once we have analyzed the different approaches, we can confirm that those approaches that defend that the global imbalances didn't lead to the financial crisis have a more realistic and complete information of the real causes of the crisis. Under this approach, you should keep in mind important aspects such as the financial and economic system, the investor's behavior in the market and the inadequate framework of regulation and supervision of the markets. Nonetheless, we should keep in mind the approaches of those economists that defend the global imbalances as the originator of the financial crisis, because with the union of both approaches the conclusions that we obtain are deeper and more realistic.

## **Key words**

Global imbalances, financial crisis, interest rates, current account, shortfall, assets, Bretton Woods, Saving Glut, block, dollar, market, emerging countries, capital flows and price bubbles.



# **1. Introducción**

## **Objetivo del trabajo**

El presente trabajo de investigación se centra en el estudio de los distintos enfoques que explican y justifican las causas de la crisis financiera internacional desde el ámbito de los desequilibrios globales. Además de ello, realizan una serie de propuestas sobre los cambios que se deberían llevar a cabo en el mercado para solucionar la crisis actual.

Antes de adoptar cualquier medida, es necesario llevar a cabo un estudio en profundidad para conocer los errores cometidos y cuáles han sido las consecuencias de éstos. Para ello, el análisis de los distintos enfoques que presentan los economistas sobre los desequilibrios globales, nos muestran diferentes perspectivas sobre ello.

Realizando una investigación en profundidad sobre los economistas que estudian estos desequilibrios globales, se han podido agrupar en dos grandes vertientes atendiendo a las características similares que presentan entre ellos al hacer sus análisis. De esta manera, la posterior discusión al estudio de los enfoques permite compararlos y señalar aquellos que expliquen sus resultados de manera que se asemejen más a la realidad.

La investigación de este tema permite ampliar los conocimientos sobre las posibles causas de la crisis financiera internacional y de esta manera poder adoptar una postura crítica sobre las distintas explicaciones que proponen los economistas. La crisis financiera internacional es un tema muy recurrente y actual ya que la mayoría de los países sufren las consecuencias de los errores cometidos en los mercados.

## **Metodología**

Para lograr el objetivo del estudio de los distintos enfoques, se ha utilizado un análisis comparativo basado en la revisión de los distintos informes que se disponen sobre el tema a tratar. Estos informes realizados por economistas y personalidades del ámbito económico se han obtenido de organismos tales como la Reserva Federal de Boston o San Francisco, Bank for International Settlements (BIS), National Bureau of

Economic Research, estudios de organismos internacionales, artículos de prensa e informes de expertos independientes, en su mayoría economistas.

A través de una metodología cualitativa, se ha podido hacer un análisis comparativo de todos los documentos disponibles para realizar la discusión.

Para la búsqueda de documentación y de los informes para realizar el estudio, se han utilizado bases de datos (EBSCO, Dialnet y Google Scholar), introduciendo palabras clave tales como “desequilibrios globales”, “Bretton Woods”, “saving glut”, “economías emergentes” o “financiación Estados Unidos”.

Para la realización de las citas y la bibliografía, el estilo utilizado ha sido el de la séptima edición de MLA. A lo largo del trabajo se han empleado paréntesis para indicar el nombre del autor y la fecha del documento o informe al que hace referencia. Al final del trabajo en el apartado de bibliografía aparecen por orden alfabético, en función del apellido del autor, todas las fuentes citadas en el desarrollo del texto.

### **Estado de la cuestión**

La crisis financiera que estamos viviendo en la actualidad y que afecta a la mayoría de los países, es uno de los temas más tratados en los últimos años por los gobiernos.

Cualquier política económica que se lleve a cabo en estos países tiene como principal objetivo salir de la recesión y comenzar una etapa de expansión. Pero antes de tomar cualquier decisión es importante conocer los errores cometidos en el pasado para evitar que vuelvan a suceder.

De esta manera, con el estudio de los distintos enfoques y la comparación entre ellos, permite conocer cuáles han sido las verdaderas causas de la crisis, que errores se han cometido y cuáles han sido las consecuencias de éstos. Además de ello, es imprescindible conocer el comportamiento de los inversores en el mercado, los sistemas económicos y financieros para saber cómo debemos actuar ante cualquier desequilibrio económico que se produzca.

## **Estructura del trabajo**

El trabajo está estructurado en cuatro partes. En la primera parte compuesta por la introducción, se explica qué valor se intenta aportar con la elaboración del trabajo, se justifica la necesidad de investigación del tema elegido, así como los objetivos que se pretenden alcanzar con el estudio.

En segundo lugar, se realiza un estudio y análisis de los distintos enfoques y de las corrientes que justifican las causas de la crisis financiera internacional. Una vez realizado este análisis se realiza una discusión comparativa de los distintos enfoques y una valoración sobre ellas. Este apartado está compuesto por tres partes diferenciadas. En primer lugar, se analizan los distintos enfoques que defienden que los desequilibrios globales son determinantes de la crisis financiera internacional. Este apartado está dividido en diferentes partes correspondientes a aquellos enfoques que reúnan características parecidas entre sus autores. En segundo lugar, se analizan los enfoques que defienden que los desequilibrios globales no son determinantes de la crisis financiera internacional. Por último se realiza una discusión para comparar todos estos enfoques analizados anteriormente y valorar qué vertiente es aquella que aporta una información más detallada.

En tercer lugar, se extraen las conclusiones sobre todo el estudio y se aporta una valoración personal sobre la investigación realizada. Para finalizar, se recogen toda la bibliografía empleada en el análisis realizado.

## **2. Estudio: análisis y resultados**

### **I. Análisis de los enfoques que defienden que los desequilibrios globales fueron determinantes en la crisis financiera internacional**

La crisis financiera internacional puede ser explicada desde numerosas corrientes, pero principalmente hay dos grandes vertientes; la primera formada por aquellos economistas que piensan que estos desequilibrios fueron la causa de la gran crisis financiera internacional, y aquellos que piensan lo contrario. En este punto, el estudio estará centrado en aquellos que sí están a favor de este pensamiento y que defienden su posición mediante análisis, estudios y resultados macroeconómicos y financieros de los últimos años tanto de los países desarrollados como de los países emergentes.

Con el objetivo de conocer los enfoques que componen esta vertiente, se ha realizado el estudio de numerosos artículos, documentos e informes realizados por distintos economistas y personalidades del entorno económico internacional. Este estudio permite agrupar las distintas ideas en tres enfoques principales, llamados Bretton Woods II, el exceso de ahorro en países emergentes o “saving glut” y la escasez de activos financieros seguros.

Cada uno de estos autores defiende su posición sobre las causas y consecuencias de estos desequilibrios estudiando una serie de variables y factores que consideran que son los que principalmente afectan al tema a tratar. Como se podrá ver más adelante, muchos de estos autores presentan unas características comunes entre ellos, lo que permitirá hacer un contraste con aquellos autores que pertenezcan a las corrientes contrarias a este análisis, es decir, con aquellos que defiendan que los desequilibrios globales no fueron los determinantes de la crisis financiera actual.

#### **a. Análisis del primer enfoque: Bretton Woods II**

Cuando en 1971 el acuerdo de Bretton Woods I colapsó debido a la creciente especulación que sufrió el dólar, Estados Unidos se vio obligado a eliminar la

convertibilidad del dólar en oro, que había actuado como moneda de referencia del mismo durante los años que duró este acuerdo. Con este convenio, se le permitió a Estados Unidos tener una financiación privilegiada de su enorme déficit externo por cuenta corriente ya que se había impuesto como moneda de reserva el dólar (De la Dehesa Romero, 2009).

Años más tarde, aproximadamente en 2003, numerosos economistas empezaron a analizar la situación de Estados Unidos en profundidad, puesto que el patrón de conducta que seguía el mercado sugería que podría haber algún acuerdo entre los distintos mercados internacionales. Interpretaron las características financieras del mercado como un nuevo acuerdo al que se denominó más tarde Bretton Woods II. Este acuerdo sería informal y no estaría controlado y regulado como el primer contrato de Bretton Woods. En esta alianza, según las conclusiones a las que llegaron tres economistas llamados Michael Dooley, David Folkerts - Landau y Peter Garber (2003), se basan principalmente en convenios entre Estados Unidos y otros países mediante la apreciación o devaluación de los tipos de cambio, que hacen que Estados Unidos pueda mantener su nivel de déficit externo por cuenta corriente y su enorme gasto interno.

La clave para poder identificar el acuerdo entre Estados Unidos y otros países es principalmente que Estados Unidos puede mantener su enorme nivel de deuda mientras que otros países en la misma situación son incapaces y se ven obligados a que sus economías entren en recesión (Dooley, Folkerts - Landau y Garber, 2003).

### **El enfoque de Bretton Woods II**

Este nuevo acuerdo funciona de la siguiente manera; Estados Unidos actúa como el motor de la economía mundial mediante su enorme demanda interna de bienes consumo y de inversión, que satisface principalmente mediante la importación de estos bienes de otros países como China y otros países emergentes. Para Estados Unidos esto supone aumentar su enorme déficit por cuenta corriente, pero para el resto de países suponen exportaciones que harán que su superávit por cuenta corriente aumente cada vez en mayores proporciones, ya que la demanda de bienes por parte de Estados Unidos aumenta a un ritmo desenfrenado (De la Dehesa, 2009).

Otra de las características que podemos destacar de este acuerdo, es que esta deuda está financiando a Estados Unidos con tipos de interés muy bajos, y sobre todo está siendo sufragada por los bancos centrales de los diferentes países con superávit, no por inversores privados. En el año 2003, el déficit de Estados Unidos fue financiado al 90 por ciento por estos bancos centrales, llegando a invertir alrededor 530 mil millones de dólares del total de su deuda (Roubini y Setser, 2005).

Por otro lado, otros análisis han llevado a afirmar que el sistema de tipos de cambio que se ha implantado para regular los mercados es muy estable. Las variaciones de los tipos de cambio que se están llevando a cabo para prevenir que los tipos asiáticos se aprecien, son los que están permitiendo que Estados Unidos pueda seguir financiando su deuda con el exceso de ahorro de otras economías (Dooley, Folkerts - Landau y Garber, 2003).

Esta práctica que lleva a cabo China se puede considerar como una manipulación de los tipos de cambio, puesto que actúan por su propio interés y va en contra de las “reglas del juego” impuestas por el Fondo Monetario Internacional. China debería apreciar su moneda para competir de manera justa con el resto de países integrantes en el mercado y que así todos los países tengan el mismo derecho a financiar otras economías como la de Estados Unidos (Goldstein, 2004).

La financiación para Estados Unidos aparece cuando otras economías como los países asiáticos y principalmente China, utilizan los dólares recibidos por estas exportaciones para invertir en títulos financieros estadounidenses o para utilizarlos como reservas. En el caso en el que utilicen estas reservas para invertirlos, se aprovecharán tanto del rendimiento que les presenten sus inversiones como de las variaciones en el tipo de cambio de la moneda (Roach, 2004).

Estas reservas son el resultado de vender su moneda nacional para cambiarla por dólares, de manera que la moneda nacional vaya muy unida al dólar y a su vez que vaya perdiendo valor para poder aprovecharse de esta manera de la competitividad de sus exportaciones en tipo de cambio con Estados Unidos. De esta manera, se benefician cuando el dólar sufre una pérdida de valor y así pueden obtener un mayor beneficio con las exportaciones (De la Dehesa, 2009)

En conclusión, comparado con el acuerdo Bretton Woods I, se podría decir que el actual “acuerdo” es mucho más inestable principalmente por la razón que define a Bretton Woods II como un acuerdo informal en el que ninguna de las dos partes se ha comprometido a cumplir unas condiciones explícitas. Este “acuerdo” se podría romper en el momento en el que una de las dos partes deje de actuar como en los últimos años, por ejemplo, que China deje de invertir sus dólares en la compra de títulos estadounidenses o que Estados Unidos deje de importar bienes de los países asiáticos. Otra de las causas que hace que el nuevo Bretton Woods sea más inestable es que no existe una moneda cuyo valor este referido al oro como era el caso del dólar en los años anteriores. Esto hace que ninguna moneda tenga superioridad sobre otra ya que todas pueden ser convertidas en oro, y por lo tanto, ningún país puede ejercer su posición hegemónica sobre el resto. Esta eliminación de acuerdos explícitos supone que todos los países deben competir de la misma manera para lograr una hegemonía en el mercado

### **Distintos enfoques sobre Bretton Woods II**

Muchos autores consideran que este nuevo “acuerdo” de Bretton Woods II es sostenible en el tiempo ya que suponen que las relaciones financieras entre Estados Unidos y los países asiáticos se mantendrán estables como hasta ahora durante mucho tiempo debido a que tienen efectos positivos sobre sus respectivas economías. Estos autores consideran que Estados Unidos y los países asiáticos mantendrán su hegemonía en el mercado durante muchos años, como es el caso de Dooley, David Folkerts - Landau y Peter Garber (2003).

Por otro lado, hay otros economistas como Maurice Obstfeld y Kenneth Rogoff (2005), Michael Mussa (2004), Stephen Roach (2004), Paul Krugman (2005) y Nouriel Roubini y Brad Setser (2005), entre otros, que consideran que esta situación es insostenible en el tiempo. Estos economistas hicieron numerosas críticas a la situación que vivía Estados Unidos en el 2004 aproximadamente, ya que pensaban que se iba a producir un colapso del dólar y que se generaría una enorme crisis mundial. Se puede considerar que estos economistas anticiparon la situación de crisis financiera internacional que estamos viviendo en la actualidad.

El primer enfoque a analizar, es el del colapso del dólar como única solución al enorme déficit estadounidense. **Obstfeld y Rogoff** (2005) fueron de los primeros que pronosticaron que se produciría una gran caída del dólar, ya que esta sería la única forma que tendría Estados Unidos para disminuir su déficit por cuenta corriente. Establecieron numerosos modelos económicos, que desde el año 2000 fueron perfeccionando acorde con los cambios que se producían en la economía mundial. Predijeron que la única forma que tenían los países de adaptarse a estos grandes cambios dependía directamente de la flexibilidad y de la integración global de los mercados de bienes y activos.

También pronosticaron que solamente mediante el colapso del dólar iban a poder reducir el enorme consumo y por lo tanto frenar este déficit. Pero la consecuencia más directa de este colapso sería una enorme crisis financiera mundial, y así es como ha ocurrido en la realidad (Obstfeld y Rogoff, 2005).

El segundo enfoque es aquel que se centra en el déficit estadounidense como principal causa de los desequilibrios económicos internacionales. **Mussa** (2004) advirtió que el nivel de déficit que tenía Estados Unidos en ese momento, que estaba en torno al cinco por ciento, generaría a largo plazo una situación en la que Estados Unidos estaría endeudado con el resto de países, y por lo tanto, que en algún momento esa situación se haría insostenible.

En ese momento, el déficit del resto de los países del mundo estaba en torno al uno con cinco por ciento, y aunque el déficit de Estados Unidos era muy superior al de la media del resto de los países, esto en principio no generaría ningún problema. Las complicaciones llegarían en el momento en el que Estados Unidos reconociera que tenían dificultades para seguir pagando sus deudas al resto de países (Mussa, 2004).

Dentro del propio análisis que hace Mussa, se pueden distinguir dos corrientes internas. Por un lado, Peter G. Peterson (2004), presidente del Institute for International Economics, calificó la situación como claramente insostenible, ya que el déficit por cuenta corriente y el déficit fiscal de Estados Unidos estaban causando un gran perjuicio a su economía y solo se podría arreglar con importantes reformas económicas. Por otro lado, Richard N. Cooper, presidente del Institute's Academic Advisory Panel, expuso

que las deudas extranjeras que tenía Estados Unidos con el resto del mundo, suponían una parte muy pequeña del total de la riqueza estadounidense y que a largo plazo no generarían grandes problemas puesto que la economía norteamericana crecía a unos niveles superiores que los de su deuda (Mussa, 2004).

El tercer enfoque sobre Bretton Woods II, es aquel que hace referencia a los posibles conflictos o equilibrios que se podrían dar entre Estados Unidos y los países asiáticos. **Roach** (2004) aseguró que esta situación no sería viable durante mucho tiempo ya que tanto Estados Unidos como los países asiáticos entrarían en conflicto dado que Estados Unidos pensaba que los países emergentes tenían un exceso de ahorro que no facilitaba el movimiento del mercado de capitales; y los países asiáticos achacaban esta situación al exceso de consumo y al bajo nivel de ahorro de los países norteamericanos.

En realidad, ambos países tenían razón puesto que los países asiáticos habían aprendido de la enorme crisis que habían atravesado los años anteriores, y Estados Unidos tenía una enorme burbuja inmobiliaria y de la bolsa que les hacía creer que sus activos valían mucho más que su verdadero valor. Roach advirtió que la única manera de evitar el colapso sería mediante el logro de un equilibrio entre el exceso de consumo de Estados Unidos y el exceso de ahorro de los países asiáticos (Roach, 2004).

El cuarto enfoque de este análisis, es aquel que analiza el impacto de la burbuja de precios sobre el empleo creado en los años anteriores a su análisis. **Krugman** (2005), desde el año 2000 hizo numerosos análisis acerca de aquellas partidas de la economía que afectaban al PIB estadounidense en mayor cantidad. En primer lugar, aquella partida que más destacaba era la del gasto en el sector inmobiliario y de construcción de viviendas, que aproximadamente en 2004 esta partida suponía un 4,25 por ciento del PIB. El aspecto positivo de este gran gasto era el aumento del empleo y por lo tanto una gran reducción de la tasa de desempleo.

Por otro lado, el precio de las viviendas sufrió una enorme subida pese a que los ingresos y sueldos de los propietarios y ciudadanos no aumentaban en las mismas proporciones. En el caso de los propietarios, el valor de sus inmuebles aumentaba a un ritmo muy rápido, que les hacía pensar que su riqueza aumentaba en grandes cantidades.

Otro de los aspectos analizados por Krugman (2005), fueron el incremento del empleo a militares y por tanto un gran aumento del gasto público, que llevó como consecuencia a la creación de empleos en el sector privado apoyados por esta inversión militar. Otra de las medidas que se llevó a cabo en esos años fue la de la reducción de los impuestos que aumentó el beneficio de las empresas y que hizo que aumentara la tasa de empleo.

Krugman (2005) advirtió que esta situación se convertiría en insostenible en el momento en el que la burbuja de precios de las viviendas explotase y que tendría grandes consecuencias en la tasa de empleo. Todo el gasto que había estado financiado con deuda externa, provocaría un enorme descenso del dólar que afectaría muy negativamente a la economía estadounidense. Debido a la pérdida de riqueza, el gasto en el que se había incurrido tanto en la construcción, como en la preparación militar y en la reducción de impuestos tendría que verse reducido considerablemente haciendo que gran parte del empleo creado en esos años se viese eliminado.

El quinto y último enfoque que se puede distinguir, es aquel que hace referencia a una serie de críticas sobre Bretton Woods II, compuestas por vulnerabilidades del sistema y contradicciones entre sus características. **Roubini y Setser** (2005), escribieron muchas críticas acerca del nuevo acuerdo de Bretton Woods II, basada en numerosos argumentos:

En primer lugar, realizaron un estudio en el que identificaron gran cantidad de vulnerabilidades que presentaba el nuevo modelo de Bretton Woods II, tales como que la financiación estadounidense dependía en gran parte de tanto la economía asiática como de las actuaciones de sus bancos centrales sobre las variaciones de los tipos de interés y de la cantidad de reservas que el gobierno asiático iba a invertir en el mercado de renta fija estadounidense. Otra de las vulnerabilidades que observaron fue que el gran impacto que tuvo este acuerdo en el déficit fiscal, afectó también al déficit por cuenta corriente pese a la gran caída de la inversión privada. Según estos dos autores, el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos era uno de los principales problemas en Bretton Woods II, ya que lo consideraban insostenible. Estados Unidos vendía su deuda a un tipo de interés muy bajo y con bajos rendimientos lo que producía que los inversores tuviesen muy poca protección ante caídas del dólar (Roubini y Setser, 2005).

En segundo lugar, según el análisis de estos autores, Bretton Woods II presentaba características que eran contrarias unas a otras. Por un lado, suponían que las importaciones de Asia iban a seguir creciendo a un ritmo más elevado que el del crecimiento del PIB norteamericano, lo que supondría que los factores de producción, capital y empleo se trasladarían a sectores más productivos como es el caso de los sectores de la construcción e inmobiliarios. Este cambio produciría una disminución de la productividad y generaría desajustes económicos. Por otro lado, los tipos de interés del mercado eran tan bajos que desincentivaban el ahorro y la inversión (Roubini y Setser, 2005).

En tercer lugar, Asia era el mayor perjudicado con el acuerdo de Bretton Woods II, ya que financiando el déficit externo de Estados Unidos, los activos financieros que compraban tenían una divisa con un gran riesgo de depreciarse, mientras que los países extranjeros aprovechaban para comprar activos financieros asiáticos cuya divisa tenía riesgo de apreciarse. Los gobiernos asiáticos ante esta situación de riesgo ponían en práctica una oferta monetaria expansiva, para poder comprar dólares e intentar evitar que su moneda se apreciase. El riesgo que conllevaba esta práctica era muy alto, puesto que podía llevar a una inflación y a un aumento excesivo del crédito (Roubini y Setser, 2005).

En último lugar, los inversores privados estadounidenses invertían en activos del Tesoro de Estados Unidos siempre que éstos contasen con el apoyo y la inversión de estos países asiáticos en cuanto a la financiación del déficit americano. Otra de las críticas que realizaron fue que el acuerdo de Bretton Woods II no tenía la suficiente fuerza para que Estados Unidos y los países asiáticos realizaran un acuerdo, por lo que Estados Unidos no pudo imponer el dólar como moneda de referencia frente al oro, ni se pudo imponer una restricción en cuanto al déficit fiscal y corriente de Estados Unidos (Roubini y Setser, 2005).

Como conclusión a estos autores, los principales consecuencias que dieron como base a sus críticas fueron que existía un enorme riesgo de colapso del funcionamiento de Bretton Woods II, principalmente ocasionado por una gran caída del dólar o por un desplome del mercado de bonos del Tesoro americano.

Se podría decir que todos estos autores presentan unas características comunes en las conclusiones de sus estudios, que en definitiva se podrían resumir en que la mayoría de los economistas coincidían en que la situación con la estructura económica de Bretton Woods II era insostenible a largo plazo. En caso de que se produjera un colapso de la economía, estaría causado por el enorme déficit por cuenta corriente estadounidense, que al ser financiado principalmente por los países asiáticos generaba una enorme dependencia de Estados Unidos frente a Asia. Todos ellos coincidían en que el objetivo principal de Estados Unidos era la disminución de su déficit por cuenta corriente. Si se producía este colapso del sistema económico, las principales consecuencias que predijeron los autores serían entre otras: la pérdida de empleo en la mayoría de los sectores tanto públicos como privados, desajustes económicos y disminución de la productividad, pérdida del valor del dólar y pérdida de inversores privados y extranjeros en su mercado de bonos del Tesoro.

### **Consecuencias de Bretton Woods II**

La principal consecuencia del colapso de la economía estadounidense sería un desplome del dólar o una gran caída del mercado de bonos del Tesoro americano. Este desplome generalizado de la economía norteamericana podría estar causado por una fuerte subida de los tipos de interés, una gran caída del precio de las viviendas y de los precios de los activos financieros tanto fijos como variables (De la Dehesa, 2009).

Las consecuencias del desplome de la economía norteamericana serían devastadoras para el resto de economías mundiales, que se verían muy afectadas debido a la enorme globalización que presentan los sistemas económicos actuales. Se crearía una situación de pánico general en la que Estados Unidos no podría hacer frente a su gran déficit exterior y pagar por sus importaciones a países como China, Alemania o Japón. Estos países, al no recibir ingresos debido a que sus exportaciones se verían paralizadas, dejarían de invertir sus dólares en el mercado norteamericano.

Esta situación formaría un círculo vicioso en el que todos los países se verían afectados a causa de que sus economías están condicionadas por el funcionamiento global de la economía. Como bien anunciaban estos economistas presentados anteriormente, la economía norteamericana colapsó, y el resultado de ello ha sido la

crisis mundial que desde 2009 afecta y empobrece a todas las economías mundiales. La obligación de hacer una serie de reajustes o reformas en las economías son la razón de que muchos países hayan perdido su fuerte posición e influencia en el ámbito económico, como es el caso de muchos países de la Unión Europea, y que otros hayan ganado posiciones de poder en el mercado, como es el caso de los países asiáticos.

### **b. Análisis del segundo enfoque: el exceso de ahorro en países emergentes o “saving glut”**

El segundo enfoque que defiende que los desequilibrios globales producidos en los últimos años son los causantes de la crisis financiera que estamos viviendo actualmente es el conocido como “saving glut” o exceso de ahorro de los países emergentes, cuya principal característica en la que se basan estos desequilibrios es la caída de los tipos de interés.

Este exceso de ahorro ha sido causado por el cambio que se ha producido en la forma de concebir el ahorro y el gasto en países desarrollados como Estados Unidos y los países emergentes. Esta transformación, principalmente ha conestado de un cambio en los saldos por cuenta corriente de los países emergentes que han pasado de ser deficitarios a tener un superávit muy elevado al aumentar su nivel de ahorro debido al enorme y rápido crecimiento que están soportando en la actualidad (Bernanke, 2005).

Por otro lado, países desarrollados como Estados Unidos que hace unos años era considerado como prestamista, ha pasado a ser un país deficitario que necesita recursos de países emergentes para poder mantener su nivel de gasto. Otros países que también han necesitado financiación de estos países emergentes han sido España, Reino Unido o Australia (Bernanke, 2005).

Además de este cambio en la manera de financiar a los países deficitarios, otros como Alemania o Japón, desde hace unos años tienen una alta propensión al ahorro debido a situaciones históricas desfavorables que han tenido en el pasado y que les ha llevado a cambiar su forma de concebir el gasto tanto público como privado volviéndose mucho más ahorradores (Bernanke, 2005).

Esta caída de las tasas de tipo de interés, principalmente se han visto influidas por los cambios en la concepción del gasto, así como la nueva propensión de los

inversores a ser menos arriesgados en los activos en los que invierten. De esta manera, los inversores en la actualidad prefieren invertir en activos de renta fija, como los bonos, en lugar de activos de renta variable, es decir, acciones. (Pescatori y Furceri, 2014).

Desde una perspectiva a corto y medio plazo, este exceso de ahorro ha tenido consecuencias positivas tanto para Estados Unidos como para todos aquellos países emergentes o en desarrollo. Por un lado, para Estados Unidos ha supuesto una financiación para su elevado gasto producida por un aumento del consumo y la inversión de estos países emergentes en su mercado financiero (De la Dehesa, 2009).

Por otro lado, los países en desarrollo, han podido estabilizarse aumentando su capacidad financiera, reduciendo su deuda externa con otros países, estabilizando el tipo de cambio y reduciendo el riesgo de una gran crisis como la que vivieron hace dos décadas hasta tal punto de casi eliminar el riesgo de su economía ante cualquier crisis. Los países emergentes se fortalecieron frente al resto del mundo y ganaron una superioridad frente al resto de países (De la Dehesa, 2009).

En cambio, desde una perspectiva más a largo plazo, esto ha tenido unas consecuencias muy negativas para los países más desarrollados, puesto que se han endeudado en enormes cantidades y han visto como el valor de sus activos tanto inmobiliarios como financieros han disminuido. Esta disminución de valor, ha hecho que no tengan la financiación suficiente que en un principio si disponían para pagar todas estas deudas (De la Dehesa, 2009).

Como se ha podido observar en las noticias de prensa de todo el mundo, la principal consecuencia ha sido unas grandes crisis en el sector inmobiliario y en el sector financiero producidas por una burbuja de los precios. Durante los últimos 10 años, los precios de los activos han aumentado en enormes cantidades, mientras que su verdadero valor permanecía al mismo nivel. El valor de las acciones, de las casas y de otros activos, subía cada año a más velocidad, debido a que las personas y empresas pensaban que su riqueza iba aumentando al mismo nivel de los precios creando una enorme burbuja de precios. Cuando estas burbujas llegaron al máximo en precios, estalló una enorme crisis por la que el precio de los activos disminuyó a más de la mitad, y por lo tanto la riqueza de las personas que los poseían también se vio reducida

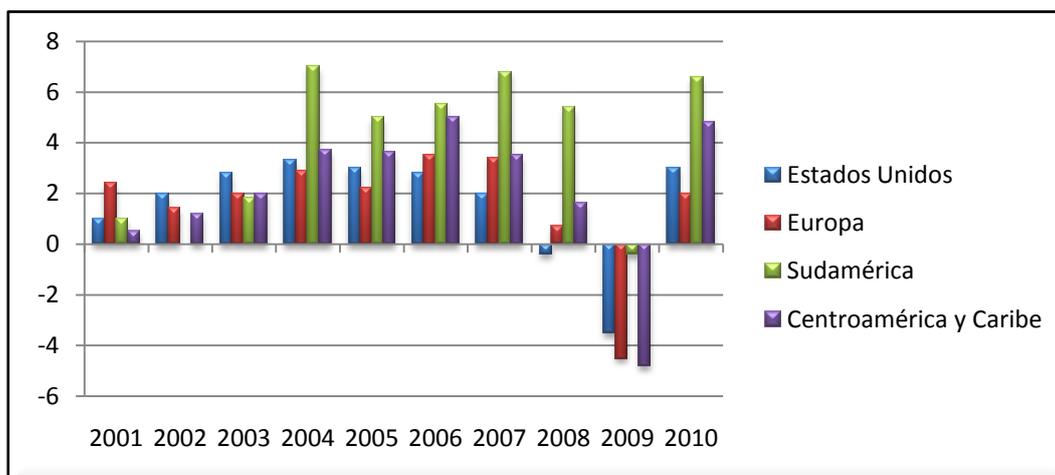
a la mitad. Esto produjo la crisis financiera actual por la que el consumo ha disminuido para poder adaptarse a las condiciones del mercado, y que por lo tanto, está frenando el crecimiento de las economías (Expansión, 2009).

Analizando la situación actual, el marco económico es muy contradictorio a lo que se supone que debería ser la economía para que los países sigan desarrollándose.

Por un lado, las necesidades de financiación de los países más desarrollados que se ven satisfechas por los países emergentes crean una situación de inestabilidad económica. Los países desarrollados se encuentran en un periodo de estancamiento en el que están creciendo a un ritmo muy lento, aunque disponen de personas muy cualificadas, de mercados muy desarrollados y con unos activos muy valiosos en los que invertir. También poseen una población mucho más envejecida que los países en desarrollo, lo que supone que esta población dispone de una gran capacidad de ahorro puesto que sus retribuciones y prestaciones son mayores, que les permite invertir en activos del país (De la Dehesa, 2009).

Por otro lado, los países emergentes se encuentran en una fase de crecimiento muy rápido, en el que tienen una población muy joven que no está tan cualificada como la de los países desarrollados y que no disponen de la capacidad de ahorro de los desarrollados. Los activos son de menor calidad y mucho menos atractivos por lo que las inversiones se deberían producir en países desarrollados (De la Dehesa, 2009).

**Gráfico 1: Crecimiento del PIB (%)**



*Fuente: Gráfico elaborado con datos del Fondo Monetario Internacional. Base de datos de las perspectivas de la economía mundial, año 2009 (en dólares constantes de 2005).*

Como se puede apreciar en el gráfico 1, destaca el crecimiento que ha tenido Sudamérica desde el año 2004, y que sigue aumentando a pesar de las duras condiciones del mercado económico. Con un crecimiento a un ritmo bastante elevado pero no en la misma proporción que Sudamérica, se encuentra Centroamérica y el Caribe. Ambos países se pueden considerar economías emergentes puesto que su desarrollo ha sido especialmente marcado desde hace pocos años, y antes eran considerados como países en desarrollo.

Una vez analizadas las características de los países, el flujo natural de la economía indicaría que los países desarrollados que son los que en principio se supone que disponen del exceso de ahorro, de una población cualificada y de unos activos de mejor calidad, deberían financiar a los países emergentes o en desarrollo.

Estos países desarrollados deberían tener un superávit por cuenta corriente que les permitiera financiar el crecimiento y desarrollo de los países emergentes para así mejorar su calidad y nivel de vida. Los países desarrollados podrían invertir sus ahorros tanto en activos de su propio país como de los países emergentes para así poder diversificar su ahorro y obtener una mayor rentabilidad.

Pero la realidad es muy distinta. El flujo económico actual es completamente lo contrario a lo que sería el flujo natural, lo que está ocasionando graves problemas en las economías de los países desarrollados.

El principal defensor de esta corriente, es Ben Bernanke (2005), actual presidente del Consejo de Gobernadores de la Reserva Federal de Estados Unidos. Este economista explicó las principales causas del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos.

La primera causa a la que hizo referencia, fue el gran desequilibrio que tenía en la balanza por cuenta corrientes Estados Unidos, principalmente causado porque sus importaciones superaban a sus exportaciones. Cuando las exportaciones y otros ingresos son insuficientes para cubrir el coste de las importaciones, el gobierno, empresas y particulares deberán pedir prestada esta diferencia en el mercado de capitales internacional. Según esta causa, este desequilibrio viene dado por los ingresos tanto nacionales como extranjeros, el precio de los activos, los tipos de interés y los tipos de cambio, que son las principales fuerzas en el cambio de la balanza por cuenta corriente estadounidense (Bernanke, 2005).

Como segunda perspectiva o causa, se centra más en el flujo financiero internacional, tal como que aquello en lo que invierte un país y lo que ahorra no debe estar equilibrado durante todos los periodos. En una economía cerrada en la que el sector privado financiara al sector público y viceversa, sí se produciría un equilibrio en cuanto al ahorro y a la inversión, pero como Bernanke establece, en la actualidad casi el total de las economías son abiertas, en las que los mercados internacionales permiten que los ahorradores presten dinero a todos aquellos que lo necesiten, independientemente de si son de su propio país o no (Bernanke, 2005).

Si un país tiene exceso de ahorro en un determinado año, puede financiar a otro país que ese año necesite ya que presenta un déficit, de la misma manera que si un país necesita financiación puede pedir prestado a otro extranjero.

En el caso de Estados Unidos, el ahorro es muy bajo y cada vez va disminuyendo más, por lo que es casi imposible financiar todas las inversiones nacionales. Como consecuencia, se ven obligados a pedir prestado a países extranjeros,

debido a que su déficit por cuenta corriente equivale al exceso de inversiones que son superiores al ahorro. La mayoría de los economistas están de acuerdo con esta teoría ya que consideran que el déficit se crea dentro de la propia nación y que es independiente de las actuaciones que se llevan en el resto de economías del mundo.

En cuanto a las causas del déficit por cuenta corriente que propone Bernanke (2005), todas ellas se centran en el crecimiento del llamado “saving glut” de los últimos diez años. Este “saving glut” ha sido el resultado de un conjunto de cambios que se han producido tanto en los mercados como en las características de los distintos países. Uno de estos cambios ha sido el envejecimiento de la población en algunos países desarrollados que aumentan el ahorro y limitan las inversiones.

Además de esto, la población activa crece a un ritmo más lento en relación al nivel de crecimiento de la población envejecida, que supone que el capital del que dispone el país para invertir cada vez es menor. Como consecuencia del envejecimiento de la población y de la disminución de población activa, el resultado al que se llega es un periodo de madurez en las economías más desarrolladas que obliga a atraer el capital del extranjero así como la financiación (Bernanke, 2005).

Por otro lado, el cambio en las posiciones de cuenta corriente de los países en desarrollo, son el resultado de una serie de crisis financieras y económicas que han ido sufriendo a lo largo de las últimas décadas (Bernanke, 2005).

### **Cambios en las balanzas por cuenta corriente**

En la tabla 1, se muestra como los cambios en cuanto a la percepción del ahorro y las variaciones en los flujos financieros han afectado a las balanzas por cuenta corriente de los países (todas aquellas importaciones y exportaciones de un país en cuanto a bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes), desde el año 1996 (fecha en la que el déficit de Estados Unidos empezó a aumentar en grandes cantidades) hasta el año 2004 (fecha en la que Bernanke hizo el análisis de Bretton Woods II).

**Tabla 1: Balances por cuenta corriente globales para los años 1996, 2000 y 2004.**

<b>PAÍSES</b>	<b>1996</b>	<b>2000</b>	<b>2004</b>
<b>P. Industrializados</b>	<b>41,5</b>	<b>-331,4</b>	<b>-400,3</b>
Estados Unidos	-120,2	-413,4	-665,9
Japón	65,7	119,6	171,8
<u>Zona Euro</u>	78,5	-71,7	53,0
España	0,5	-19,3	-49,4
Alemania	-14,1	-29,3	104,3
<b>P. en Desarrollo</b>	<b>-90,4</b>	<b>131,2</b>	<b>326,4</b>
Asia	-40,6	86,8	179,5
América Latina	-39,4	-47,9	8,5

*Fuente: Tabla elaborada con datos del Boletín Mensual del Banco Central Europeo y convertidos en dólares. Datos de los países desarrollados obtenidos de World Economic Outlook del Fondo Monetario Internacional, abril de 2005 (en miles de millones de dólares americanos).*

Como se puede observar en la tabla 1, destaca en primer lugar cómo el déficit de los países desarrollados ha aumentado en grandes cantidades, haciendo que esta situación se pueda convertir en insostenible en el momento en el que presenten alguna dificultad para hacer frente a esta deuda. Por otro lado, se puede observar que los países en desarrollo han hecho un gran esfuerzo en los últimos años para conseguir un superávit en la balanza por cuenta corriente.

En el caso de Estados Unidos, llama la atención en incremento de su deuda en enormes proporciones comparado con el aumento del déficit en el resto de países desarrollados. En principio, las posiciones en las cuentas corrientes de los distintos países suponen una suma zero, esto quiere decir que el déficit de una debería estar compensado con el superávit de otra. Pero en la realidad, esto no se cumple debido a que existen unas discrepancias estadísticas que hacen que no se vean compensadas.

Aún así, los países en desarrollo han sufrido unas variaciones económicas que les han permitido a la mayoría estar en una situación de superávit frente al resto de

economías mundiales. Muchas son las razones por las que este cambio se ha podido producir, y Bernanke (2005) hace un análisis de la que él considera que han sido las razones más importantes.

En 1996, países como Asia o América Latina basaban su lento crecimiento en grandes cantidades de dinero que pedían prestado al resto de mercados mundiales. Pero no siempre el dinero prestado se invertía en aquello que producía un máximo rendimiento. En algunos casos, se utilizaba para invertir en activos del gobierno que más tarde serían un fracaso o para obtener determinados ahorros fiscales por parte del gobierno. Esto hizo que los países desarrollados perdieran la confianza en ellos ya que consideraban que tenían un gran riesgo proporcionando este tipo de préstamos, por lo que decidieron subir los intereses de la deuda y como consecuencia derivó en grandes crisis financieras en todos estos países (Bernanke, 2005).

Los principales efectos de esta crisis fueron algunos como la rápida salida de capitales de estos países a otros más seguros, una gran depreciación de la moneda, una gran caída de los precios de los activos, un debilitamiento de los sistemas bancarios y como consecuencia una gran recesión económica (Bernanke, 2005).

Cuando los países en desarrollo se dieron cuenta de la grave situación que estaban viviendo, algunos países tomaron una serie de decisiones acerca de sus planteamientos y estrategias económicas para evitar que se repitiera de nuevo esta situación y superar la crisis que estaban sufriendo. Otros se vieron en la obligación de hacer un cambio de estrategia puesto que los países desarrollados castigaron duramente a sus economías y esto les afectaba duramente a sus ciudadanos y empresas.

Casi todas las estrategias que llevaron a cabo estos países abarcaron en general un cambio de concepción de sus economías, en las que se convertirían en exportadoras en vez de importadoras de capital financiero, con acciones como la creación de grandes reservas en una moneda extranjera con gran potencia en el mercado. Otros países que no se vieron tan afectados por la crisis como fue el caso de China, también crearon estas reservas en moneda extranjera ya que tenían una gran preocupación por una nueva crisis financiera, que ha sido principalmente el impulsor de la economía y ha impuesto su sistema económico con el líder mundial el producción.

Lo que realmente se llevó en práctica en estos países fue el incremento de las reservas mediante la emisión de bonos del estado que eran comprados por los propios ciudadanos del país. De esta manera, el gobierno disponía del capital suficiente para invertirlo en bonos del Tesoro estadounidense y en otros activos. Por otro lado, otra de las medidas que intentó llevar a cabo el gobierno fue la de fomentar el ahorro entre sus ciudadanos para que de esta manera aumentaran sus inversiones y su financiación hacia Estados Unidos (Bernanke, 2005).

Analizando esta práctica que se llevó a cabo, se podría suponer que los gobiernos de los países en desarrollo han actuado como intermediarios, ya que en realidad, el dinero invertido por los ciudadanos ha sido colocado en bonos de otros países. Mediante este tipo de acciones, países como Asia o América Latina han obtenido un superávit por cuenta corriente con este tipo de inversiones.

Otro de los factores que hay que tener en cuenta a la hora de analizar los países con superávit como los del Medio Oeste, Rusia, Nigeria o Venezuela, ha sido el enorme aumento en los precios del petróleo. Este aumento de la riqueza ha convertido a estos países en prestatarios de los países desarrollados, puesto que su balanza por cuenta corriente se encuentra en superávit. Otra de las acciones que han llevado a cabo estos países ha sido la de invertir en mercados extranjeros sus excedentes de capital aprovechando que las condiciones del mercado eran favorables para los inversores. Aún así, la situación de alguno de ellos como es el caso de Venezuela, no puede considerarse un país muy estable y desarrollado internamente debido a los grandes conflictos internos.

En todo el análisis realizado hay que tener en cuenta que las balanzas por cuenta corriente de los países en desarrollo y los desarrollados deben compensarse puesto que es un “juego de suma zero”. Los países en desarrollo pueden tener superávit en la balanza por cuenta corriente siempre y cuando los países desarrollados disminuyan su balanza en la misma proporción, de manera que siempre hay uno de los dos que se ve afectado negativamente mientras que el otro se ve afectado, en principio, en la misma proporción de manera positiva. La realidad y los estudios de las balanzas muestran que siempre se producen unas diferencias estadísticas.

No se sabe exactamente las razones que han llevado a este nuevo equilibrio de balanzas, pero si se cree que la disminución del ahorro de los países desarrollados así como el envejecimiento de la población han podido influir en este cambio. En el caso de Estados Unidos, esta situación se vio influida por dos perspectivas distintas: la perspectiva del comercio y la del binomio ahorro-inversión.

Desde el punto de vista del comercio, el aumento del valor de los activos del mercado hizo que los consumidores incrementaran su capacidad de gastar su dinero en bienes o servicios, mientras que el dólar adquiría una posición superior frente a sus competidores, ya que las importaciones en dólares eran muy baratas y las exportaciones en otras monedas eran más caras para sus compradores (Bernanke, 2005).

Desde la perspectiva del binomio ahorro-inversión, el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos aumentaba a la vez que lo hacían las inversiones de capital, mientras que el aumento de la riqueza de los ciudadanos y las buenas perspectivas futuras sobre el crecimiento hicieron que no se creara una conciencia de ahorro para posibles contratiempos futuros (Bernanke, 2005).

Cuando en marzo del año 2000 el mercado comenzó a entrar en una fase de declive y se empezó a producir un descenso en las inversiones de capital, el nivel de ahorro o “saving glut” de Estados Unidos en su cuenta corriente no se vio afectado. Este descenso en las inversiones se produjo por una fuerte bajada en los tipos de interés, no solo en Estados Unidos, sino a nivel mundial. Aún así, aunque las inversiones no eran lo suficientemente atractivas para invertir, los ciudadanos y las empresas preferían invertir su dinero y ganar un porcentaje bajo que ahorrar y obtener una rentabilidad con el tipo de interés ya que éste era demasiado bajo (Bernanke, 2005).

Por otro lado, la mayoría de países del resto del mundo actuaron de forma contraria a la de Estados Unidos. Al ver que los tipos de interés bajaban cada año, decidieron aumentar su nivel de ahorro afectando de manera considerable a la cuenta corriente de Estados Unidos. De esta manera, el tipo de cambio del dólar, así como su tipo de interés se vieron afectados cuando estos países decidieron dejar de invertir sus excedentes en el mercado financiero estadounidense y disminuyeron sus reservas de

dólares ante una posible crisis y desplome del sistema financiero internacional (Bernanke, 2005).

Estados Unidos no fue el único afectado por la caída de los tipos de interés, ya que otros países desarrollados como Reino Unido, Francia, Irlanda o España actuaron de una manera parecida y su déficit por cuenta corriente en la actualidad han aumentado considerablemente en los últimos años (Bernanke, 2005).

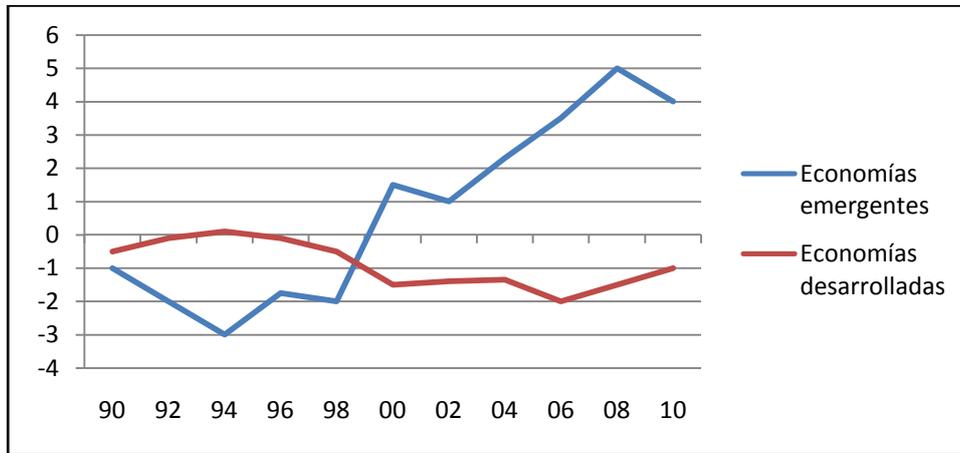
Las únicas excepciones de esta tendencia a la baja han sido Alemania y Japón, cuyas economías han ido creciendo en los últimos años lentamente pero muy bien asentadas sobre unas bases que les han hecho ser de los países más fuertes en cuanto a poder de decisión y en cuanto a sus economías. También están experimentando un crecimiento lento pero seguro de los tipos de interés, de manera que se están convirtiendo en países con mucho atractivo para invertir en sus mercados financieros (Bernanke, 2005).

Después del artículo escrito por Ben Bernanke (2005), surgieron numerosas posturas ante su análisis, algunas de ellas en contra de su estudio, y otras de acuerdo pero con algunos puntos sobre los que matizar.

En este contexto surgen opiniones y estudios como los de Daly y Broadbent (2009) que parten de la idea de que la teoría del “saving glut” o exceso de ahorro es acertada, pese a que hay que realizar ciertos matices acerca de las características de esta teoría.

El primer hecho estudiado, es que los desequilibrios globales en las balanzas por cuenta corriente han aumentado bruscamente desde principios de siglo hasta el comienzo de la crisis. El modelo típico por el cual los países desarrollados financiaban a los países emergentes se ha revertido lo que ha generado enormes desequilibrios económicos.

## Gráfico 2: Las economías emergentes se convierten en exportadoras de capital



*Fuente: Gráfico elaborado con datos obtenidos del Fondo Monetario Internacional, año 2009 (en % del PIB).*

Como se puede observar en el gráfico 2, en el año 1999 se produjo un punto de inflexión en la economía por el que los países en desarrollo superaron a los países desarrollados en su crecimiento del PIB. En este punto los desequilibrios del flujo natural económico empezaron a hacerse más pronunciados.

En segundo lugar, el descenso de los rendimientos y rentabilidades de toda clase de deuda, incluyendo los bonos del gobierno, bonos corporativos y deuda titulizada provocada por el fuerte descenso de los tipos de interés a largo plazo por debajo del 2 por ciento tanto de Estados Unidos, Reino Unido y Euro Zona.

En tercer lugar, se ha producido una subida de la tasa global de retorno del capital físico (ROC). El crecimiento de esta tasa llegó a su máximo en el año 2006, después de seis años de subidas constantes. Este aumento de la tasa supone una contradicción a aquellos que afirman que el sistema de “saving glut” limita las oportunidades de invertir en activos productivos.

Por último, se ha producido un incremento global de los rendimientos de las acciones cotizadas. Aún así, la prima de riesgo de las acciones se ha visto afectada negativamente debido a que se ha producido simultáneamente un desplome de la rentabilidad de los bonos.

### **c. Análisis del tercer enfoque: la escasez de activos financieros seguros**

La tercera corriente que defiende que los desequilibrios globales fueron determinantes en la crisis financiera actual, es aquella que explica que los activos financieros existentes en el mercado no son lo suficientemente seguros para la demanda.

Los economistas que estudiaron esta alternativa como la causante de los orígenes macroeconómicos de la crisis son tres principalmente: Caballero, Farhi y Gourinchas (2008). Estos tres economistas anunciaron que en algún lugar del mercado se estaba creando una nueva burbuja de precios.

En este estudio teórico realizado por estos autores, exponen varias proposiciones para justificar el problema económico que pueden resumirse en tres principales. En primer lugar, los desequilibrios globales principalmente en las balanzas por cuenta corriente; en segundo lugar, la creación de constantes burbujas de precios, como la de Japón, la de la Bolsa de Estados Unidos (NASDAQ) o la crisis de las hipotecas, también llamada crisis doméstica, o la crisis *subprime*, ambas producidas por una burbuja inmobiliaria y en tercer lugar, la escasez de activos para el nivel de demanda provoca que algunas materias primas sean consideradas como activos en el mercado, lo que provocan una volatilidad constante de los precios de las materias primas y en especial la del petróleo.

Estos tres elementos están estrechamente interrelacionados esencialmente por el hecho de que existe una oferta mundial muy escasa de activos financieros con un nivel de riesgo bajo y con gran liquidez, frente a una demanda que crece en grandes dimensiones principalmente de aquellos países en desarrollo que tienen un gran nivel de ahorro y que desean invertirlo en este tipo de activos.

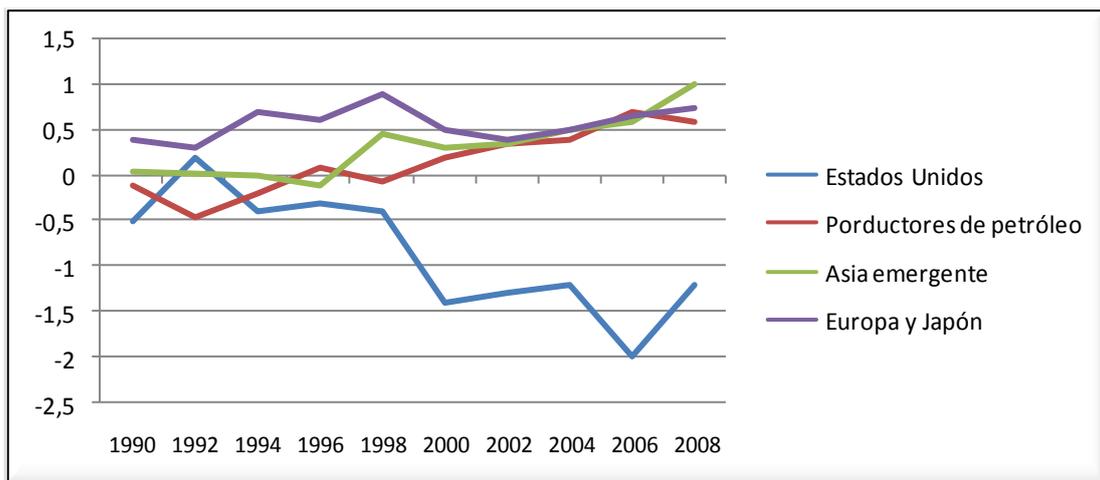
Como los propios economistas anunciaban en su estudio (Caballero, Farhi y Gourinchas, 2008), no se debería considerar las materias primas, en concreto el petróleo, como si fuesen activos negociables en el mercado. Al estar tan relacionadas las materias primas con los activos, en el momento en el que los precios del petróleo varíen, afectarían al precio de los activos. La relación entre ellos es inversa, en el caso en el que el mercado de activos financieros de Estados Unidos se vea afectado negativamente por

algún motivo, el petróleo como activo se verá afectado de manera positiva y viceversa. Esto se debe a que los bajos tipos de interés reales hacen que la acumulación del petróleo como materia prima pueda suponer un beneficio, influyendo en el precio de la materia.

Desde el año 1990 han ido aumentando los desequilibrios globales en las cuentas corrientes de los distintos países del mundo, ya sea porque algunos de ellos como Asia o América Latina han ido alcanzando un superávit o porque otros como Estados Unidos o la Unión Europea hayan entrado en una situación de déficit mucho más pronunciada (De la Dehesa, 2009). Como ya explicaron otros autores como Bernanke (2005), tanto el superávit de unos países como el déficit de otros deben sumar cero, aunque ya se ha demostrado que por discrepancias estadísticas esto no se producirá.

Un ejemplo de esto es el déficit de Estados Unidos, que estuvo financiado en primer lugar por el superávit de Japón y Alemania hasta 1997. Desde entonces, ha sido financiado por los países asiáticos más emergentes al imponerse como la primera potencia mundial con exceso de ahorro y por países con gran capacidad prestataria como es el caso de los exportadores de materias primas o los países exportadores de petróleo (De la Dehesa, 2009).

**Gráfico 3: Los desequilibrios globales**



*Fuente: Gráfico elaborado con datos del WDI, WEO, IFS y OECD, año 2006 (en % del PIB mundial).*

Como se puede observar en el gráfico 3, los desequilibrios globales han ido haciéndose mayores a partir de los años 1999 y 2000, en el que el déficit de Estados Unidos empieza a aumentar a un ritmo más rápido que los años anteriores, y el resto de economías mundiales a las que hace referencia comienzan a aumentar su PIB.

Este estudio realizado por estos tres autores (Caballero, Farhi y Gourinchas, 2008), tiene como objetivo explicar cómo los desequilibrios globales pueden ser entendidos como una consecuencia de las asimetrías en el desarrollo y crecimiento financiero de las distintas regiones y países del mundo. En concreto, pensaban que la reorientación de los flujos de capital desde las economías emergentes hasta Estados Unidos, eran la consecuencia del desarrollo de los mercados emergentes después de la crisis de 1990, del rápido crecimiento de China y de las economías del Sudeste Asiático y el crecimiento del precio de las materias primas en los últimos años. Los países productores de materias primas y los países emergentes han optado por invertir en activos financieros beneficiosos y líquidos de Estados Unidos para almacenar su nueva riqueza, puesto que el resto de los activos que ofrecían otras economías no satisfacían sus necesidades.

### **Consecuencias**

Las consecuencias de esta nueva reorientación de los flujos de capital han sido la disminución necesaria de los tipos reales de interés tanto de Estados Unidos como del resto del mundo. Por otro lado, una de las consecuencias positivas, en un principio, que tuvo para Estados Unidos fue que al invertir los países emergentes este exceso de ahorro en activos estadounidenses, provocaron un auge de los precios. Este auge se ha concentrado principalmente en el mercado inmobiliario estadounidense y en los mercados relacionados con créditos hipotecarios como ya explicó Bernanke (2005).

En los últimos años se han producido grandes entradas de capital en Estados Unidos que al seguir con un periodo de gran crecimiento, han contribuido al empobrecimiento de sus mercados de crédito y financieros. El comportamiento que han tenido estas entradas de capital ha contribuido a crear burbujas de precios provocando la gran crisis financiera actual que está afectando a casi todas las economías mundiales.

El mercado financiero estadounidense intentó adaptarse a la entrada masiva de capitales y a la enorme demanda de sus activos y productos financieros, por lo que se intentó dar de sí todo lo que se podía a estos productos y crear otros productos similares para conseguir satisfacer toda la demanda de la población. Esta actuación que se llevó a cabo fue la causante del empobrecimiento de los mercados financieros y la creación de estructuras financieras poco sólidas, débiles, con una baja calidad y alto riesgo.

Las nuevas estructuras financieras creadas son el resultado de la innovación de los mercados, en la que crearon activos garantizados con deuda con un altísimo riesgo y alta rentabilidad, también llamada *subprime*. El problema llegó cuando esta deuda se calificó tanto por las agencias de rating como por las entidades que las comercializaban como deuda AAA, es decir, deuda con poco riesgo de impago y alta calidad crediticia. (De la Dehesa, 2009).

El exceso de demanda de activos financieros sufrido por Estados Unidos y otros países desarrollados, provocó el descenso de los tipos de interés en casi todas estas economías, que a su vez provocaron las burbujas de precios en los mercados inmobiliarios y financieros. Se podría decir que las burbujas que en los años 90 estaban localizadas en las economías emergentes y que más tarde explotaron entre los años 1997 y 1998; se han trasladado a las economías desarrolladas produciendo la burbuja de internet en Estados Unidos en el 2000 y otras burbujas posteriores como la del mercado inmobiliario y financiero que tuvo lugar en 2007 (De la Dehesa, 2009). También hay que tener en cuenta el desarrollo capitalista de China durante estos años que se ha impuesto como principal potencia mundial exportadora de materias (Caballero y Krishnamurthy, 2009).

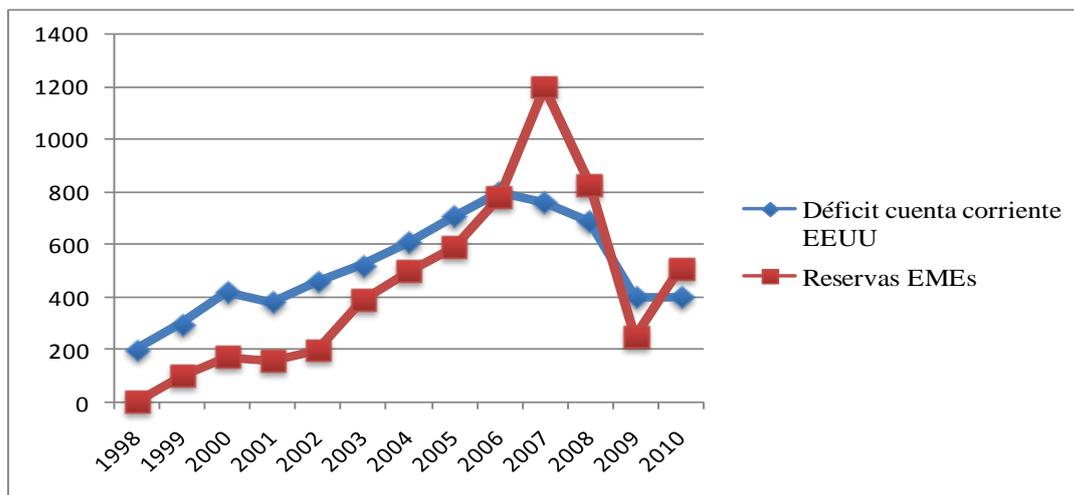
Desde el estallido de la burbuja financiera estadounidense, las economías emergentes y los grandes productores siguen buscando oportunidades para invertir su exceso de ahorro en activos que sean lo suficientemente seguros y que no supongan una amenaza para su riqueza. Esto se puede comprobar con el incremento de participaciones de fondos de inversión de este tipo de inversores.

Existen otros autores que mediante sus planteamientos exponen su afinidad con esta corriente. Uno de esos autores es Daniel Gros (2009). Gros defiende que la

existencia de la crisis financiera mundial está provocada por el desfase estructural entre la oferta y la demanda de activos a largo plazo, todo ello derivado del déficit por cuenta corriente en la balanza de Estados Unidos.

Como muestra el gráfico 4, este autor señaló que hasta el año 2003, la acumulación de reservas era mucho menor que el déficit de Estados Unidos, que era financiada principalmente por inversores privados. Sin embargo, a partir de esta fecha tanto el déficit como la acumulación de reservas empezaron a crecer a la par, hasta el que el año 2006 esta tendencia cambió. Las reservas provenientes de las economías de mercado emergentes sobrepasaron en grandes cantidades el déficit estadounidense.

**Gráfico 4: Déficit por cuenta corriente de EEUU y reservas de los países emergentes**



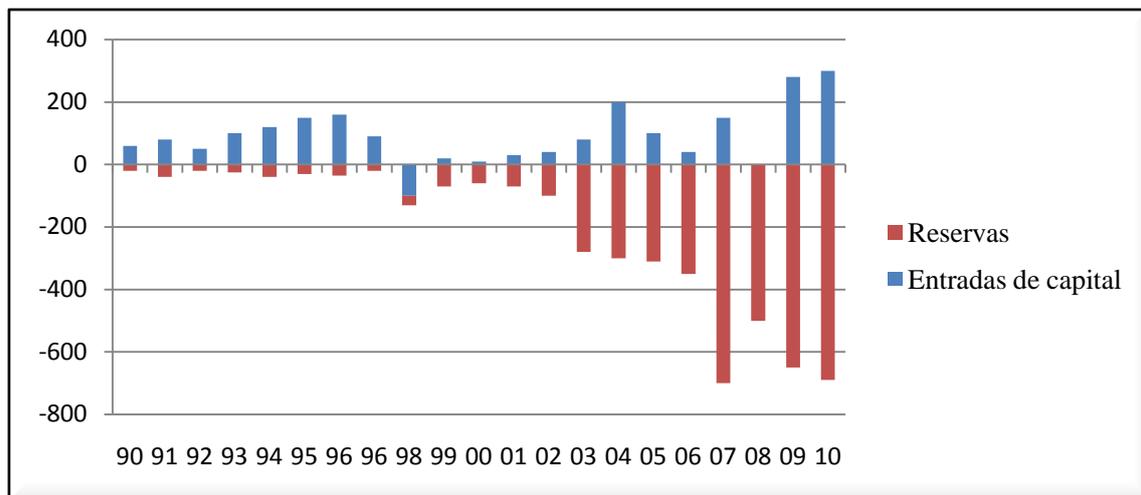
*Fuente: Gráfico elaborado con datos del Fondo Monetario Internacional, Base de datos WEO, abril 2009. (EMEs: Economías de Mercado Emergentes).*

El aumento del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos aumentó de manera insostenible debido al aumento de la construcción y al endeudamiento de las familias, principalmente por los créditos de hipotecas. El desajuste temporal se origina porque las hipotecas tienen una vida media de 20 o 30 años, por lo que es complicado igualar esta oferta de activos a largo plazo con una demanda en los mismos plazos (Gros, 2009).

Este desajuste de plazos en la demanda es causado por los países como China que invierten su exceso de ahorro en activos a corto y medio plazo que les proporcione

una gran liquidez y seguridad. Mayoritariamente estas inversiones de reservas están destinadas a bonos o títulos de deuda soberana (Brender y Pisani, 2007). Los mercados financieros están obligados a llevar a cabo una transformación de los plazos de la oferta y demanda y activos, además de un mayor control de su riesgo.

**Gráfico 5: Flujo neto de capital de Asia emergente**



*Fuente: Gráfico elaborado con datos del Fondo Monetario Internacional en miles de millones de dólares americanos, año 2011. (Asia emergente compuesta por: India, Indonesia, Corea, Taipéi, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia).*

Como se puede observar en el gráfico 5, a partir de los años 1999 y 2000 la tendencia de la acumulación de reservas cambió, y los países asiáticos comenzaron a invertir estas reservas en otras economías debido a su enorme exceso de capital del que disponían.

## **II. Análisis de los enfoques que defienden que los desequilibrios globales no fueron determinantes de la crisis financiera internacional**

Una vez analizados los enfoques de los economistas que están a favor de la idea de que los desequilibrios globales son los que han desencadenado la crisis financiera actual, se procede a analizar aquellos que están en contra de esta idea.

Pese a que una gran parte de los autores amparan la teoría de que los desequilibrios son los principales responsables de la crisis, en este punto, otros autores se oponen a esta idea defendiendo que bajo sus análisis existen otros factores imprescindibles que hay que tener en cuenta al analizar las causas de la crisis financiera. Además de eso, sus estudios demuestran que el hecho de que los países emergentes tengan un exceso de ahorro en su cuenta corriente (lo que anteriormente hemos llamado “saving glut”), no son la causa principal de la creación de las burbujas de precios tanto del sector financiero como del inmobiliario. Por otro lado, no están de acuerdo en que esta presión ejercida por los países emergentes es la que haya creado los grandes déficits por cuenta corriente de los países desarrollados ni que tampoco haya impulsado el descenso de los tipos de interés en la mayoría de los países.

En resumen, estos autores se oponen a todos aquellos criterios y características del sistema financiero que los autores anteriormente explicados defienden mediante estudios y tendencias del mercado. En este punto, se analizarán las ideas de estos economistas que intentarán demostrar las razones de su posición ante el enfoque de los desequilibrios, demostrando que existen algunos puntos y problemas conceptuales que se deben reconsiderar a la hora de hacer una valoración sobre las causas de la crisis.

Las razones que intentan demostrar, son principalmente aquellas que basan los problemas financieros actuales en que se ha llevado a cabo un exceso de elasticidad monetaria y financiera del sistema por parte de los gobiernos y no un exceso de ahorro como han demostrado otras corrientes.

El principal impulsor de este enfoque es Claudio Borio, que junto con Piti Disyatat (2011), hacen un análisis en profundidad de las causas fundamentales de la crisis bajo su enfoque. Para comenzar, ambos economistas señalan que el principal

elemento que se debería analizar para entender en profundidad la crisis financiera es el funcionamiento y el comportamiento de los sistemas económicos internacionales. No utilizan el modelo del otro enfoque ya que para sus estudios esto no les proporciona suficiente información.

Otro de los elementos a los que hacen referencia (Borio y Disyatat, 2011) para explicar los motivos internos de la crisis, es el caso de las contradicciones y desequilibrios que se presentan en cuanto al funcionamiento de la financiación de los países, es decir, de prestar y pedir prestado capital a otros países. Estos desequilibrios son la consecuencia de las diferencias entre el tipo interés de “mercado” y tipo de interés “natural”. Estas diferencias ya se conocían desde hace muchos años, cuando John Stuart Mill (1871) analizó cómo estas diferencias podían influir a la hora de pedir un crédito y financiar el déficit de un país.

Para conocer más en profundidad cómo interpretar estas diferencias, hay que conocer cómo se establecen ambos tipos de interés. El tipo de interés de mercado es aquel que prevalece en el mercado en cualquier momento, y es fundamentalmente un fenómeno monetario. Este tipo de interés supone el reflejo de una combinación de tipos, teniendo en cuenta el tipo impuesto por el banco central, las expectativas del mercado acerca del comportamiento del tipo de interés y una prima de riesgo. Por otro lado, el tipo de interés natural es aquel que refleja únicamente factores reales, incluyendo el equilibrio entre el ahorro y la inversión y que como resultado conlleva un equilibrio de los bienes del mercado (Borio y Disyatat, 2011).

Por lo tanto, la diferencia fundamental entre ambos radica en que el tipo de interés de mercado está basado en expectativas que pueden ocurrir en el futuro, mientras que el tipo de interés natural está fundado sobre elementos o factores reales que se pueden tener en cuenta en ese momento. Esta discrepancia entre ambos tipos que se ha dado durante los últimos años (previos al comienzo de la crisis) se podían analizar en los desequilibrios financieros reflejados en el crecimiento incontrolado del precio de los activos y los créditos.

Otro de los elementos que hay que tener en cuenta en este enfoque, es que para analizar en profundidad los desequilibrios, no se puede utilizar como

herramienta de análisis el balance por cuenta corriente de los países, ya que no éste no dice cómo se financia o cómo proporciona dinero a otros países. Este elemento no proporciona la información suficiente para afirmar si un país tiene problemas económicos, está en una situación de superávit o si presenta unos desequilibrios financieros (Truman, 2009), (Borio y Disyatat, 2011).

Como solución a esta insuficiencia de información, lo que se propone es que para hacer el análisis desde todos los ángulos posibles, se utilice como base el sistema monetario y financiero internacional. De esta manera, sí que sería posible identificar dónde se encuentran las debilidades y fortalezas del sistema y que de esta manera se puedan cambiar y mejorar la situación económica (Shin, 2009), (Borio y Disyatat, 2011).

Aunque siempre existan enfoques de un mismo problema que sean contradictorios, también hay autores que defienden que un sistema analizado desde ambas perspectivas, tanto desde el análisis del balance por cuenta corriente como desde el sistema monetario y financiero, proporcionan una información más detallada del caso analizado. Uno de estos autores que defienden este enfoque es Eichengreen (2001).

Según Borio y Disyatat (2009), su hipótesis de los desequilibrios globales se basa fundamentalmente es que durante los años previos a la crisis ha existido una elasticidad excesiva del sistema monetario y financiero internacional, que han causado las burbujas de precios. Estos sistemas se han visto incapaces de resolver el problema puesto que no tenían la suficiente fuerza en el mercado como para detenerlas, ya que estaban muy debilitados. Los responsables de la regulación y supervisión de estos sistemas han sido condenados por la falta de reconocimiento del problema y el trabajo inadecuado que han llevado a cabo.

Por último, numerosos economistas tales como Obstfeld (2010) y Lane y Milesi Ferreti (2008) han resaltado la importancia de hacer un estudio en profundidad de todas las partidas del balance de un país, en contra de lo que señalaba el otro enfoque que solo tenía en cuenta los pagos y la deuda que tenía un país.

### **III. Discusión sobre la importancia o no de los desequilibrios globales como causa necesaria de la crisis financiera internacional**

Una vez realizado un estudio en profundidad de los distintos enfoques sobre los desequilibrios globales, se procederá a realizar en este capítulo una discusión sobre estos enfoques. La investigación llevada a cabo, ha permitido distinguir que existen dos corrientes fundamentales acerca del tema investigado, diferenciando entre aquellos enfoques que afirman que la crisis financiera internacional ha sido causada por los desequilibrios que presenta el sistema económico, y aquellos enfoques que lo desmienten.

Para poder analizar bien la estructura de la discusión, la siguiente tabla comparativa expuesta más abajo (tabla 2), muestra los distintos elementos contradictorios que ambos enfoques utilizan para demostrar su oposición o acuerdo a la siguiente pregunta formulada: “¿son los desequilibrios globales la causa principal de la crisis financiera internacional?”. Además de estos elementos contrapuestos, los economistas de estos enfoques tienen algunos puntos en los que están de acuerdo, imprescindibles para el análisis.

En primer lugar, se procederá a analizar los puntos comunes de ambas corrientes, para poder ver cuáles son aquellos elementos fundamentales que se deben tener en cuenta para analizar la crisis financiera internacional.

Para comenzar, ambas corrientes están de acuerdo en que el **déficit** de Estados Unidos presenta una situación que es **insostenible** a largo plazo. Un país no puede aumentar su endeudamiento a la velocidad que lo está haciendo Estados Unidos, puesto que llegará un momento en el que el país se vea incapacitado para pagar el nivel de deuda que presenta. Además del efecto que causa esta deuda sobre su situación económica, puede tener enormes efectos negativos a nivel mundial.

Otro de los problemas que presenta el endeudamiento de Estados Unidos, es que su situación se encuentra en constante incertidumbre, ya que para establecer sus presupuestos y un límite, debe aprobarse por consenso en el Congreso. Ante la falta de acuerdos entre los distintos partidos políticos, lo que se acaba haciendo es un acuerdo

temporal. Estos acuerdos afectan a la economía estadounidense puesto que la situación de incertidumbre provoca una disminución del consumo y de la inversión en sus mercados. Por otro lado, en el caso en el que se produjera una suspensión de pagos, hecho sin precedentes en la historia de Estados Unidos, provocaría una situación de desconfianza total sobre el mercado, considerado como la primera potencia mundial, y sobre el dólar. En el caso de que esto ocurriera, generaría una situación catastrófica en los mercados mundiales debido al gran impacto de la globalización.

Una vez tratado el tema de la deuda estadounidense, los economistas también están de acuerdo en otro punto también muy importante para la financiación de los países. El **cambio en el flujo natural** de los recursos tiene un gran impacto en todas las economías mundiales. El hecho de que en los últimos años, los países emergentes empezaran a tener superávit en el balance por cuenta corriente y que los países desarrollados empezaran a tener déficit, y que por lo tanto necesitaran financiación, afecta a la manera de relacionarse las economías.

Ambas corrientes consideran este cambio como imprescindible para comprender los desequilibrios, aunque por un lado unos consideran que analizando este cambio es suficiente para considerarlo el causante de la crisis, en cambio otros piensan que además de analizarlos, es necesario tener en cuenta muchos más factores que pueden influir en los desencadenantes de la crisis.

Aún así, el cambio en el flujo natural de los recursos han causado muchas alteraciones en la economía que ninguna de las dos corrientes puede negar. Por un lado, las economías emergentes han dejado de depender de las decisiones y actuaciones de los países desarrollados, y por otro lado, los países desarrollados han perdido su hegemonía en los mercados ya que han empezado a depender de la financiación de las emergentes.

El último punto en el que están de acuerdo, es aquel relacionado con las **burbujas de precios** de los mercados. Como se ha analizado anteriormente, una de las causas más importantes de la crisis han sido las burbujas de precios que han afectado al mercado inmobiliario y al financiero. Para una economía, es un peligro que estas burbujas empiecen a crearse ya que en algún momento pasado un tiempo deberán explotar si no se llegan a controlar.

Estas burbujas se crean debido a un crecimiento desproporcionado de los precios de los activos, principalmente por la especulación de los inversores, que hace que el precio del mercado se aleje mucho del verdadero valor que tiene el activo. En un momento determinado, estas burbujas estallan debido a que los inversores pierden la euforia de la compra de ese activo y el precio de éste comienza a disminuir. La principal consecuencia de esto es que los inversores pierden totalmente la confianza en el mercado.

Por lo tanto, el objetivo de cualquier gobierno debe ser el de controlar y regular los mercados para evitar que se produzcan estas burbujas, que al estallar tienen un enorme impacto negativo en la economía.

Una vez analizados todos los puntos comunes, la discusión se va a centrar en todos aquellos elementos del sistema por el que ambas corrientes justifican sus análisis de manera opuesta. Para comprender de manera correcta y más estructurada estas contradicciones, se ha elaborado una tabla comparativa (tabla 2) de los factores que responden a la siguiente pregunta: “¿son los desequilibrios globales la causa principal de la crisis financiera internacional?”. Seguidamente, se desarrollarán estos puntos para una mejor comprensión.

**Tabla 2: Comparativa de enfoques**

*¿Son los desequilibrios globales la causa principal de la crisis financiera internacional?*

<b>DE ACUERDO</b>	<b>EN DESACUERDO</b>
Causa principal de la crisis: <b>exceso de ahorro</b> de los países emergentes	Causa principal de la crisis: <b>exceso de elasticidad</b> del sistema monetario y financiero
Análisis según los <b>tipos de interés en general</b> (sin realizar ninguna distinción)	Análisis diferenciando entre tipos de interés de <b>mercado</b> y tipos de interés <b>naturales</b>
Base del estudio: déficit del <b>balance</b> por cuenta corriente de los países	Base del estudio: <b>sistema</b> monetario y financiero internacional
Centrado en el análisis de los <b>balances</b> de los países	Centrado en el <b>comportamiento</b> financiero de las distintas economías
Cálculos basados en <b>expectativas</b> del futuro	Cálculos basados en datos <b>reales</b> observables
Únicamente centrado en <b>deudas y pagos</b> del balance de los países	Centrado en <b>todos los epígrafes</b> del balance
Principal error del sistema: que las economías emergentes financien a las economías desarrolladas	Más importante el modo de financiar de los países, los flujos de capital, las transacciones y el aporte de sus economías

*Fuente: elaboración propia.*

El primer elemento a contrastar, es aquel que explica la causa fundamental de la crisis financiera actual. Por un lado, los que están de acuerdo, consideran que es el **exceso de ahorro** de los países emergentes, debido a que al cambiarse el recorrido del flujo natural de los capitales, los países desarrollados han empezado a endeudarse en grandes cantidades. Esta puede ser una justificación pero el simple hecho de este cambio no hace que los países desarrollados tengan que aumentar su consumo y por lo tanto su endeudamiento, por lo que este enfoque no se justificaría como la causa principal.

Por otro lado, aquellos que no están de acuerdo, sugieren que se considere como causa principal el **exceso de elasticidad** del sistema monetario y financiero. Los países desarrollados al recibir las inversiones extranjeras, han visto como el precio de sus activos y su riqueza ha ido aumentando con los años. Ante esto, el sistema monetario ha aplicado una política expansiva basada en la concesión de créditos, de hipotecas y en las bajas tasas impositivas para aumentar el consumo. En el ámbito financiero, ante la

subida del precio de los activos, no se han impuesto suficientes medidas restrictivas para la especulación de los inversores que han creado burbujas de precios. Este enfoque proporciona una información más detallada acerca de las causas reales de la crisis que se han podido observar durante los últimos años.

El segundo elemento es aquel que hace referencia a los tipos de **interés**. Por un lado, los que están de acuerdo, hacen un análisis general de cómo los tipos de interés se verían afectados ante distintas situaciones, pero no desglosan los tipos diferenciándolos en tipos de mercado o naturales. Por otro lado, aquellos que se oponen, al hacer esta distinción y comprueban que durante los años que precedieron a la crisis estos tipos se estaban distanciando cada vez más uno del otro, e hicieron una predicción sobre la situación límite que se viviría en los mercados cuando los tipos llegaran a su límite. Este enfoque proporciona una mejor información sobre impacto de los tipos de interés en el mercado.

El tercer elemento se refiere a la **base del estudio** de ambas vertientes para justificar sus conclusiones. Aquellos que están de acuerdo se basan en el estudio del déficit por cuenta corriente de los países, justificando que mediante las diferencias entre aquello que se importaba y se exportaba del país podía proporcionar suficiente información para saber si un país atravesaba un momento positivo en su economía o negativo. Sin embargo, los que se oponen, basan su estudio en el sistema monetario y financiero internacional ya que les proporciona información sobre las debilidades y oportunidades que presenta cada economía. Ambas bases del estudio son correctas, pero analizando ambas bases a la vez se podría obtener una información más completa acerca de las causas reales.

El siguiente elemento a estudiar, es aquel en el que los enfoques están centrados en su estudio. Esto quiere decir que, en el primer caso, se centra en el **análisis de los balances** de los distintos países ya que de esta manera consideran que obtienen la suficiente información analizando datos concretos y variaciones con respecto a otros años. En el otro caso, se centra en el **comportamiento** financiero de las distintas economías, puesto que los inversores piensan de manera subjetiva y muchas veces guiados por las tendencias del mercado o también denominado “efecto manada”. El segundo enfoque es más complejo de estudiar, pero proporciona una información más

real acerca del comportamiento de los mercados. Con el estudio de los balances únicamente, no se sabe cómo son las condiciones de los préstamos, ni las características de los préstamos que realizan las economías emergentes, ni si existe algún tipo de intermediación a la hora de contratarlos.

El quinto elemento, proporciona información acerca del tipo de **cálculos** que realizan los economistas. En el primer enfoque, los cálculos se basan en **expectativas** del mercado que son más difíciles de predecir correctamente. En el segundo enfoque, se basa en **datos reales** que son observables para tomar decisiones correctamente. Ambos enfoques serían correctos si se uniesen para analizar, ya que con los datos reales se obtienen resultados más aproximados a la realidad y con los datos basados en previsiones del futuro se puede intuir el comportamiento de los mercados a largo plazo.

El siguiente elemento hace referencia a las partidas del **balance** utilizadas para el análisis. El enfoque de los que están de acuerdo, utiliza solo las partidas centradas en las deudas y los pagos de los países, mientras que los que no están de acuerdo utilizan todos los epígrafes. El segundo enfoque proporciona una información más detallada ya que tienen en cuenta los ingresos, los activos o las reservas que poseen los países.

Por último, el primer enfoque culpa al cambio del flujo de capitales (explicado anteriormente) como principal error del sistema financiero. El segundo enfoque va más lejos, indicando que no sólo es el cambio de flujo, sino que es igual de importante el modo de financiación de los países, los flujos de capital, las transacciones y el aporte de sus economías al mercado mundial. Este segundo enfoque proporciona una información mayor acerca de los verdaderos errores del sistema financiero.

Como conclusión, se puede decir que aquellos economistas que se oponen a la idea de “responsabilizar” o “culpabilizar” a los desequilibrios globales como causantes de la crisis financiera son los que disponen de una información más real acerca de la situación del mercado actual. Al analizar elementos como el comportamiento de los inversores, las diferencias entre tipos de interés y datos monetarios y financieros, se obtienen unos resultados más fiables de los verdaderos “causantes” de la crisis actual. Pero no debemos olvidar que las otras corrientes también aportan información valiosa para el conocimiento del mercado con sus estudios.

### **3. Conclusión**

La crisis financiera internacional es uno de los temas más tratados en la actualidad, sobre todo las posibles soluciones que se pueden tomar para comenzar una nueva etapa de expansión de la economía a nivel mundial.

Sin embargo, antes de plantear las soluciones hay que conocer en profundidad cuáles han sido los errores cometidos y cuáles son las consecuencias de ellos. Para eso, el estudio de los distintos enfoques que presentan los economistas nos permiten comprender estos errores desde distintas perspectivas.

Por un lado, los enfoques que consideran que los desequilibrios económicos son los principales impulsores de la gran crisis internacional se basan en datos e información que puede que no reflejen correctamente el problema real existente. Por otro lado, los enfoques que se oponen a esta idea, han demostrado que mediante el análisis de una información más extensa y del estudio del comportamiento tanto de los inversores como de los sistemas económicos y financieros, proporcionan datos más realistas acerca de los problemas y errores de los sistemas.

Para hacer un buen estudio acerca de los elementos que más afectan a la economía de un país, es necesario hacer una discusión de los distintos enfoques de los que se disponen. Contrastando la información, los estudios y las conclusiones a las que llega cada uno, es posible optar por un enfoque u otro que explique de forma más detallada cuáles son los desencadenantes de la crisis. En algunos análisis, la unión de ambos enfoques aporta más información que en el caso en el que sólo se escoja uno de los dos. Por lo tanto, no se debe cerrarse solamente a uno de los enfoques ya que éstos pueden tener cálculos y predicciones erróneas, o pueden aportar con el análisis conjunto de los dos, información más veraz sobre estas causas.

Siguiendo la línea de aquellos que se oponen a la idea de los desequilibrios como principal causa de la crisis, el hecho de que los países emergentes hayan comenzado a poseer un superávit por cuenta corriente no debería suponer un problema para el sistema económico. Es cierto que el cambio del flujo natural de los capitales puede provocar alguna inestabilidad en el sistema en un principio, pero este desequilibrio debería corregirse de manera automática en los mercados sin la

intervención de los gobiernos centrales. Además de esta autocorrección, este cambio no debería significar una complicación o inconveniente para el sistema económico mundial, sino todo lo contrario.

Este hecho significa que los países emergentes han dejado de depender totalmente de los países desarrollados, y que después de muchos años de esfuerzo han conseguido vencer sus dificultades y han logrado ponerse al mismo nivel, en cuanto a poder en el mercado, que los países desarrollados.

Los países que conforman las primeras potencias mundiales, deberían tener como objetivo a medio o largo plazo la reducción de sus enormes déficits por cuenta corriente que presentan. Esto permitiría que aumentase la confianza en los mercados puesto que estos países serían más fuertes frente a sus competidores.

En el caso de Estados Unidos, al ser la primera potencia mundial, este objetivo debería ser el imprescindible cuando se generasen los presupuestos generales de cada año. Si consiguiese reducir este déficit, su dependencia con respecto a los países emergentes, que poseen más capital que ellos, se reduciría considerablemente y les proporcionaría de nuevo el poder en el mercado que han ido perdiendo los últimos años. Además de ello, deberían estudiar en profundidad cuáles son las partidas que les proporcionan un mayor gasto, como es el caso de la preparación militar, armamento y la guerra.

Pero el problema que tiene que hacer frente Estados Unidos, además del de reducir enormemente su deuda, es el de poner de acuerdo a sus partidos políticos para generar estos presupuestos. Como ya se ha visto este año, y desde hace muchos años sigue ocurriendo lo mismo, los partidos nunca se ponen de acuerdo y esperan al último momento del plazo para evitar una suspensión de pagos. Los acuerdos que se generan son temporales y causan una gran insatisfacción e inestabilidad en sus ciudadanos, sus mercados y en la economía mundial.

Con el fin de evitar en el futuro situaciones de crisis parecidas a la actual, los gobiernos de todos los países deberían tener un mayor control de sus mercados y de los sistemas tanto económicos como financieros. El principio de libertad económica permite que los mercados se regulen de manera autónoma mediante las relaciones de

oferta y demanda, pero siempre debe haber un límite para evitar la formación de burbujas de precios. Este límite sería impuesto principalmente sobre aquellos inversores cuyo principal objetivo sea actuar de manera especulativa para obtener su máximo beneficio. Los inversores deberían actuar por el bien común de manera que no se aprovechen de posibles ineficiencias del mercado que causaran grandes desequilibrios e inestabilidad.

Tras el estudio de ambos enfoques y de la discusión entre ellos, he sido consciente de que para solucionar los grandes problemas que atraviesa la economía actual, es necesario analizar en profundidad las posibles causas de esta crisis. Los gobiernos de todos los países deberían centrarse en aquellos aspectos que hacen que su economía se debilite e intentar mejorarlos. Además de ello, deberían potenciar todas aquellas oportunidades de mercado o ventajas que poseen sobre otras economías para que cada país pueda obtener una ventaja competitiva e intentar ser una de las mayores potencias mundiales, pero siempre cumpliendo unos límites para evitar desequilibrios y desconfianza en los mercados.

En conclusión, la crisis económica mundial seguirá siendo durante muchos años motivo de controversias y conflictos, tanto entre los países como en los mercados. El objetivo de cada país será potenciar aquellos aspectos que les diferencien del resto para obtener una ventaja competitiva y aumentar su expansión en los mercados mundiales.

#### **4. Bibliografía**

Bernanke, Ben, “The global saving glut and the U.S. current account deficit”, *The Homer Jones Lecture*, St. Louis, Missouri, 14 de abril, 2005.

Borio, Claudio y Disyatat, Piti, “Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?”, *Monetary and Economic Department*, BIS Working Papers, No 346, mayo de 2011.

Brender, Anton y Pisani, Florence, “Global imbalances: is the world economy at risk?”, Brussels, Dexia, 2007.

Caballero, Ricardo; Farhi, Emmanuel y Gourinchas, Pierre – Olivier, “Financial whac-a-mole: bubbles, commodity prices and global imbalances”, *Brooking Papers on Economic Activity*, Edited by Douglas W. Elmendorf, N. Gregory Mankiw and Lawrence H. Summers, 2 de septiembre de 2008.

- . Caballero, Ricardo y Krishnamurthy, Arvind, “Global imbalances and financial fragility”, *NBER*, Working Paper 4688, enero de 2009.

Daly, Kevin y Broadbent, Ben, “The savings glut, the return on capital and the rise of risk aversion”, *Goldman Sachs*, Global Economics paper nº 185, 2009.

De la Dehesa Romero, Guillermo, “La primera gran crisis financiera del siglo XXI”, Alianza Editorial, S.A., Madrid, 2009.

Dooley, Michael; Folkerts-Landau, David y Garber, Peter, “An essay on the revived Bretton Woods System”, *National Bureau of Economic Research*, Massachusetts, septiembre de 2003.

Eichengreen, B., “The financial crisis and global policy reforms”, *Federal Reserve Bank of San Francisco*, Asia Economic Policy Conference, 18 de octubre de 2009.

Expansión, “Aisa: la crisis inmobiliaria “persistirá hasta 2010””, *Expansión*, 25 de agosto de 2009.

Goldstein, M, “Adjusting China’s Exchange Rate Policies”, *Institute for International Economics*, mayo de 2004.

Gros, Daniel, “Global imbalances and the accumulation of risk”, *CEPS*, Policy Brief 189, junio de 2009.

Krugman, Paul, “Safe as houses”, *The New York Times*, 12 de agosto de 2005.

Lane, P. y Milesi – Ferreti, G., “The drivers of financial globalization”, *American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 98(2), páginas 327-332, 2008.

Mill, J. Stuart, “The principles of political economy with some of their applications to social philosophy”, 7ª Edición, Londres, 1871.

Mussa, Michael, “Exchange rate adjustments needed to reduce global payments imbalance”, *IEE*, Special Report, Washington D.C., 2004.

Obstfeld, Maurice y Rogoff, Kenneth, “The unsustainable U.S. current account position revisited”, *CEPR*, Discussion Paper, 5416, diciembre de 2005.

-. Obstfeld, M., “Expanding gross asset positions and the international monetary system”, Remarks at the *Federal Reserve Bank of Kansas City*, Symposium on “Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead”, Jackson Hole, Wyoming, 26 de agosto de 2010.

Pescatori, Andrea y Furceri, Davide, “Informe sobre las perspectivas de la economía mundial”, *Boletín del FMI*, 3 de abril de 2014.

Peterson, Peter G., “Running on Empty”, *Picador*, 14 de julio de 2004.

Roach, S., “Twin Deficits at the Flashpoint?”, *Morgan Stanley Dean Witter Global Economic Forum*, 23 de agosto de 2004.

Roach, Stephen, “The latest from Stephen Roach at Morgan Stanley”, *Depression2.TV*. diciembre 2004.

Roubini, Nouriel y Setser, Brad, “Will Bretton Woods II regime unravel soon?, symposium on the “Revived Bretton Woods System: a new paradigm for Asian development”, *Federal Reserve Bank of San Francisco and University of California Berkeley*, San Francisco, 4 de febrero de 2005.

Shin, H., “Global imbalances, twin crisis and the financial stability role of monetary policy”, *The World Economy with the G20*, Seúl, 20 de noviembre de 2009.

Truman, E., “Lessons from the global economic and financial crisis”, *G20 reform initiatives: Implications for the future regulation*, Seúl, 11 de noviembre de 2009.