

El fenómeno de los ‘global imbalances’ y la crisis financiera actual

El fenómeno de los desequilibrios mundiales es una de las causas de la actual crisis económica y financiera. Los flujos financieros asociados a los enormes desequilibrios de las balanzas de pagos por cuenta corriente están en la base de la crisis generalizada en los mercados financieros internacionales, incapaces de absorber eficientemente estos ingentes flujos de capitales. La experiencia actual muestra que las estrategias de crecimiento basadas en exportaciones masivas son insostenibles si éstas son aplicadas por grandes economías cuyos desequilibrios exteriores pueden originar grandes riesgos sistémicos.

Munduko desoreken fenomenoa da gaur egungo ekonomia- eta finantza-krisiaren arrazoietakoa bat. Kontu korronteagatik ordainketa-balantzeen desoreka handiei lotutako finantza-fluxuak daude nazioarteko finantza-merkatuen krisi orokorraren oinarrian, ez baitziren gai izan kapitalen fluxu izugarri horiek behar bezala xurgatzeko. Gaur egungo esperientziak azaltzen du esportazio handietan oinarritutako hazkuntza-estrategiak eutsiezinak direla arrisku sistematiko handiak eragin ditzaketen kanpoko desorekak dituzten ekonomia handiek aplikatzen badituzte.

The phenomenon of the global imbalances is one of the causes of the current financial and economic crisis. The financial flows associated to these imbalances are in the origin of the generalized crisis in the international financial markets, which are incapable to absorb efficiently these huge capital inflows. The current experience shows that export-led strategies of growth are unsustainable if they are implemented by big economies whose external disequilibria can generate big systemic risks.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. El fenómeno de los 'global imbalances'
 3. Los 'global imbalances' y el crecimiento económico de las economías emergentes
 4. Los 'global imbalances' y la crisis actual
 5. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: desequilibrios globales, desequilibrios balanza de pagos, flujos internacionales de capital, crisis financiera.

Keywords: global imbalances, imbalance of the balance of payments, international capital flows, financial crisis.

N.º de clasificación JEL: F010, F360, F490, G010.

1. INTRODUCCIÓN

En el año 2005, el FMI, en su Informe anual, llamó la atención sobre el riesgo (para la estabilidad económica y financiera internacional) que se derivaba de los crecientes desequilibrios de balanza de pagos que se estaban generando. Estos desequilibrios tenían como protagonistas, por un lado, a la economía norteamericana y, por otro, a las economías emergentes de Asia, así como a los países productores de petróleo y Japón. La primera actuaba como suministradora de demanda para los productos de exportación de las segundas, acumulando fuertes déficit en su balanza de pagos por cuenta corriente que eran equivalentes a los superávit del resto de economías. Desde la perspectiva financiera los déficit norteamericanos se financiaban con los flujos de capitales que las economías emergentes (los superávit de sus res-

pectivas balanzas de pago) desplazaban al mercado de capitales norteamericano.

Algunos autores (Dooley *et al.*, 2003 y 2005) vieron en estos flujos financieros y comerciales una especie de equilibrio de naturaleza similar (pero invertido) al que se produjo después de la Segunda Guerra Mundial entre Europa y Estados Unidos¹. Para estos autores estaríamos en presencia de un Bretton Woods II, en donde las economías emergentes asiáticas desempeñan un papel en el sistema monetario y financiero internacional (similar al jugado por Europa y Japón tras la Segunda Guerra Mundial) acumulando activos denominados en la di-

¹ Los sucesivos déficits corrientes de la economía norteamericana han convertido a EE.UU., que hasta no hace mucho tiempo era el mayor acreedor del mundo, en el mayor deudor. Al finalizar el año 2007, la «posición neta de inversión nacional» o la diferencia en saldos entre activos y pasivos exteriores fue de -14% del PIB: casi dos billones de dólares.

visa norteamericana, cuya fecha de caducidad la situaban en el momento en el que la economía china fuese capaz de absorber sus volúmenes de desempleo, momento a partir del cual las presiones en el mercado de trabajo chino reducirían su competitividad y, por tanto, sus actuales superávits comerciales.

No era ésta, sin embargo, la hipótesis dominante. La mayoría de las investigaciones consideraban que estos desequilibrios eran una fuente de riesgo real para la estabilidad económica mundial. Los temores se originaban como resultado del análisis de los potenciales efectos que podrían provocar en la economía norteamericana una súbita retirada (*sudden stop* o *sudden reversal*) de los capitales exteriores que estaban financiando los crecientes déficit exteriores. Esta retirada generaría una brusca depreciación del tipo de cambio del dólar y un proceso de ajuste interno que podría arrastrar al resto de economías, dada la dependencia que tenían éstas de la demanda exterior norteamericana.

La crisis financiera desencadenada durante el verano de 2007 ha puesto de manifiesto que ninguna de estas dos hipótesis recogía un diagnóstico acertado. El problema de los «desequilibrios mundiales» (*global imbalances*, en inglés), ciertamente, es un elemento constitutivo de la crisis financiera, aunque no es tan evidente que sea la «única» causa de la crisis.

Pues bien, el objetivo de este trabajo es mostrar de qué manera la crisis actual está relacionada con el problema de los *global imbalances*. Para avanzar en este objetivo, en la primera parte, se presentan los datos del problema. En la segunda parte, se establecen las conexiones entre los flujos de capital procedentes de las economías

emergentes y la crisis del sistema financiero norteamericano. En la tercera parte se desarrollan algunas consideraciones que tienen por objetivo señalar el agotamiento de los modelos de crecimiento volcados en la exportación en presencia de mercados financieros con desarrollos asimétricos. Y, finalmente, presentamos las conclusiones.

2. EL FENÓMENO DE LOS 'GLOBAL IMBALANCES'

El fenómeno de los *global imbalances* ha sido objeto de una especial atención en la literatura económica desde mediados de la década actual. Los análisis englobados bajo esta rúbrica intentaban dar respuesta a un conjunto de problemas que no podían ser explicados mediante la teoría económica estándar.

Los problemas a los que nos referimos aparecen como una ruptura estructural en las relaciones económicas internacionales hacia el inicio de la actual década, y pueden ser caracterizados (de acuerdo con Ito, 2008) de la siguiente manera: a) grandes y crecientes déficit en la balanza por cuenta corriente norteamericana; b) grandes superávits en las balanzas por cuenta corriente de China, el Sudeste Asiático y los países exportadores de petróleo; c) una masiva acumulación de reservas en los países superavitarios, acompañada de una resistencia a la apreciación de sus monedas; y d) masivas entradas de capitales en la economía norteamericana, así como bajos tipos de interés mundiales.

En el cuadro n.º 1 se contienen los datos sobre la evolución de los saldos comerciales mundiales durante las tres últimas décadas. En el año 1980 la suma total de los déficit mundiales por cuenta corriente as-

Cuadro n.º 1

Tamaño de los desequilibrios de la balanza por cuenta corriente
(en miles de millones de dólares)

	1980		1990		1995		2000		2008	
		% PIB mundial		% PIB mundial		% PIB mundial		% PIB mundial		% PIB mundial
Déficit	173,2	1,48	296,2	1,30	342,4	1,16	681,7	2,12	1.641,0	2,69
Superávit	115,0	0,98	188,1	0,82	285,5	0,96	504,9	1,57	1.832,5	3,00

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Fondo Monetario Internacional: *World Economic Outlook Database, October 2009*.

cendía a 173.200 millones de dólares, lo que supone algo menos del 1,5% del PIB mundial. Por el lado contrario, la suma de los saldos superavitarios alcanzaba los 115.000 millones de dólares, lo que representaba el 0,98% del PIB mundial². Durante toda la década de los años noventa los valores absolutos de los desequilibrios aumentan, aunque sus valores relativos disminuyen. Así, en 1995 el peso de estos desequilibrios (en porcentaje del PIB mundial) era inferior al registrado en 1980.

Sin embargo, y a partir de la segunda mitad de la década de los noventa, tanto el valor absoluto de estos desequilibrios, como su peso en porcentaje del PIB mundial, aumentaron rápidamente. En el año 2008, los déficit acumulados, en valores absolutos, ascendían a 1,64 billones de dólares, esto es un 2,7% del PIB mundial. La suma total de los superávit ascendió a más de 1,83 billones de dólares, lo que equivalía a un 3% del PIB mundial.

² Ambos saldos deberían ser iguales. Sin embargo, y como es sabido, esto no se produce, en parte, debido a la existencia de errores de medición y, en parte también, debido a la existencia de relaciones económicas «ilegales».

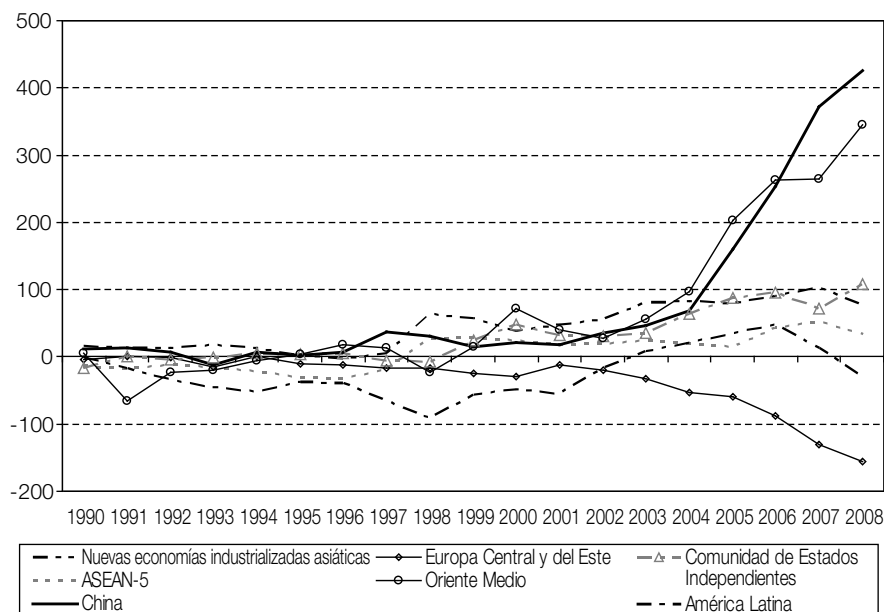
Con frecuencia se tiende a presentar los *global imbalances* como un fenómeno generalizado a escala planetaria, en donde un elevado número de países (normalmente desarrollados) con déficit en sus balanzas por cuenta corriente (y, por tanto, con superávit en sus balanzas de la cuenta financiera) se enfrentan a un alto número de países (normalmente en desarrollo) con superávit en sus balanzas por cuenta corriente (y, por tanto, con déficit en sus balanzas financieras).

Sin embargo, esta percepción no concuerda con la realidad. Lo cierto es que no todos los países en desarrollo tienen una balanza por cuenta corriente superavitaria, tal y como muestra el gráfico n.º 1, en donde se recogen los saldos de la balanza por cuenta corriente por regiones. Así, tan sólo China y los países exportadores de petróleo de Oriente Medio han visto crecer de manera acelerada sus superávit por cuenta corriente a principios de este siglo. En el resto de regiones, el saldo de balanza por cuenta corriente se ha mantenido estable, cuando no ha sufrido un fuerte deterioro, como es el caso de los países de la Europa del Este o de América Latina.

Gráfico n.º 1

Saldos de la balanza por cuenta corriente

(en miles de millones de dólares)



Fuente: Fondo Monetario Internacional. *World Economic Outlook Database*, October 2009.

Esta conclusión se ve claramente en el gráfico n.º 2. En dicho gráfico se muestran los saldos de la balanza por cuenta corriente de algunas de las principales economías en desarrollo, excluidos los países exportadores de petróleo de Oriente Medio. Como se observa, con la excepción de China, los superávits de estas economías no han aumentado de manera significativa en el último decenio, e incluso algunos de estos países, ciertamente entre los más importantes de las economías en desarrollo, como México, Brasil o India, registran saldos negativos.

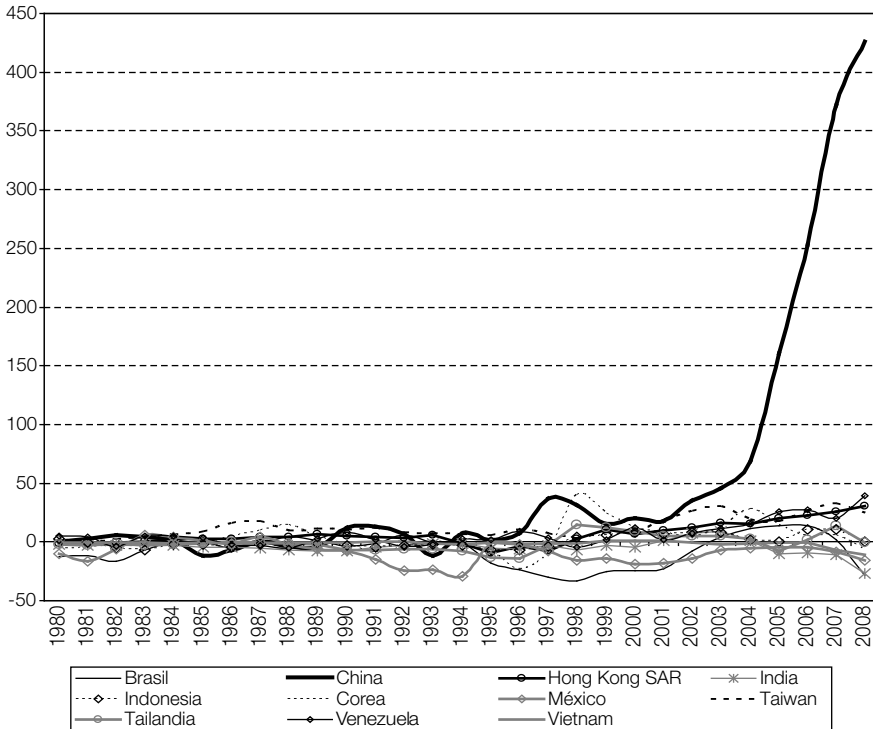
Al igual que en el caso de las economías en desarrollo, tampoco en las economías desarrolladas la existencia de crecientes déficit

(superávit) en la balanza por cuenta corriente (financiera) es un fenómeno generalizado. Como se observa en el gráfico n.º 3, el aumento espectacular de los citados déficit por cuenta corriente es un fenómeno que se circunscribe casi de forma exclusiva a la economía norteamericana, cuyo desequilibrio se multiplica por cinco desde el año 1998.

En definitiva, el problema de los *global imbalances* afecta a un conjunto reducido de países, lo que también representa una novedad con respecto a lo acontecido en años anteriores. En el cuadro n.º 2 se muestra cómo han evolucionado los desequilibrios mundiales en balanza de pagos (por países) desde los años ochenta del si-

Gráfico n.º 2

Saldo de la balanza por cuenta corriente en economías en desarrollo
(en miles de millones de dólares)



Fuente: Fondo Monetario Internacional. *World Economic Outlook Database*, October 2009.

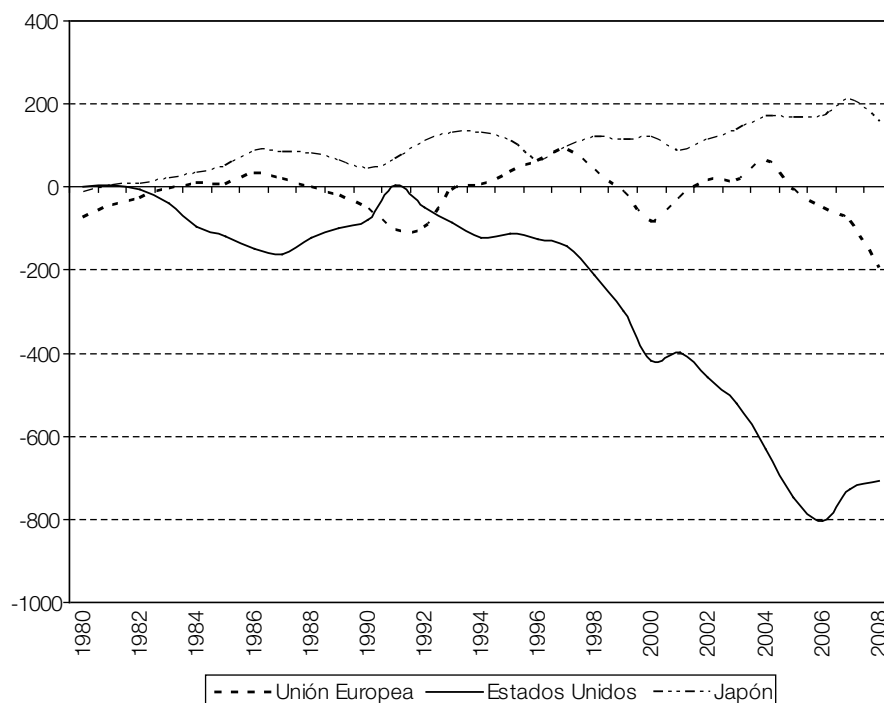
glo pasado. Como puede observarse en la última columna, en 1980 el 75% de los déficit mundiales por cuenta corriente eran generados por 21 países; en el año 2000 ese mismo porcentaje lo era por tan sólo 4 países, cifra que asciende a 10 en el año 2008. Lo que resulta más llamativo aún es que el número de «grandes» países deficitarios es cada vez más reducido. Así, mientras que en 1980 el país (Italia) con el mayor déficit por cuenta corriente tenía un saldo negativo que suponía el 9,8% de los déficit

por cuenta corriente mundiales, en 1990 el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos suponía el 26,7% del total de déficit mundiales, porcentaje que alcanza el 33,2% en 1995, el 61,2% en 2000 y el 43% en 2008, último año disponible³.

³ De acuerdo con los datos del *World Economic Outlook Database*, Octubre 2009 del Fondo Monetario Internacional, en el año 2006 el déficit por cuenta corriente norteamericano alcanzó la cifra record de 803.546 millones de dólares, lo que supone el 59,8% de la suma total mundial de déficit en la balanza por cuenta corriente.

Gráfico n.º 3

Saldo de la balanza por cuenta corriente en economías desarrolladas
(en miles de millones de dólares)



Fuente: Fondo Monetario Internacional. *World Economic Outlook Database*, October 2009.

Pues bien, es esta mezcla de aumento en el tamaño absoluto (y relativo) de los desequilibrios en las balanzas de pagos mundiales, junto a la acentuada concentración de los mismos en un número cada vez menor de economías, la que se encuentra en el origen de la creciente atención internacional al problema de los *global imbalances* desde los inicios de esta década.

Estos desequilibrios ponían de manifiesto, por un lado, que la liberalización de los movimientos internacionales de capital ini-

ciada a finales de los años ochenta del siglo pasado no estaba generando los resultados esperados. Los capitales fluían en dirección contraria a la prevista por la teoría, al menos para el caso de la economía emergente más potente. Las previsiones apuntaban a que los países desarrollados (y con abundante capital) exportarían capital hacia los países en desarrollo. Los saldos de las balanzas por cuenta corriente, por tanto, deberían haberse movido en dirección opuesta a la observada.

Cuadro n.º 2

**Concentración de los desequilibrios mundiales en la balanza
por cuenta corriente**

Año	Porcentaje acumulado de los desequilibrios (en %)	Países superavitarios	Países deficitarios
1980	25	Arabia Saudí	Italia, Alemania, Brasil
	50	Arabia Saudí, Kuwait,	Italia, Alemania, Brasil, Japón, México, Polonia, Canadá, Corea, España
	75	Arabia Saudí, Kuwait, Emiratos Árabes Unidos, Qatar, Libia, Nigeria	Italia, Alemania, Brasil, Japón, México, Polonia, Canadá, Corea, España, Bélgica, Australia, Suecia, Francia, Austria, Irán, Turquía, Costa de Marfil, Argentina, Filipinas, Rumania, Irlanda
1990	25	Alemania, Japón	Estados Unidos
	50	Alemania, Japón, China	Estados Unidos, Reino Unido, Italia, Canadá
	75	Alemania, Japón, China, Taiwán, Suiza, Venezuela, Países Bajos, Emiratos Árabes Unidos	Estados Unidos, Reino Unido, Italia, Canadá, España, Australia, Francia, India, México, Tailandia
1995	25	Japón	Estados Unidos
	50	Japón, Países Bajos, Italia	Estados Unidos, Alemania, Australia, Brasil
	75	Japón, Países Bajos, Italia, Suiza, Bélgica, Singapur, Francia	Estados Unidos, Alemania, Australia, Brasil, Reino Unido, Tailandia, Hong Kong, Corea, Malasia, Austria, Indonesia, India, Turquía
2000	25	Japón, Rusia	Estados Unidos
	50	Japón, Rusia, Suiza, Noruega, Francia, China	Estados Unidos
	75	Japón, Rusia, Suiza, Noruega, Francia, China, Canadá, Kuwait, Arabia Saudí, Irán, Corea, Emiratos Árabes Unidos, Venezuela, Libia, Singapur	Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Brasil
2008	25	China, Alemania	Estados Unidos
	50	China, Alemania, Japón, Arabia Saudí	Estados Unidos, España
	75	China, Alemania, Japón, Arabia Saudí, Rusia, Noruega, Kuwait, Países Bajos	Estados Unidos, España, Italia, Francia, Grecia, Australia, Reino Unido, Turquía, Portugal, Polonia

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Fondo Monetario Internacional: *World Economic Outlook Database, October 2009*.

Por otro lado, el tamaño de dichos déficit por cuenta corriente (y de los consiguientes flujos de capitales internacionales desde las economías emergentes hacia el mercado norteamericano) generó una preocupación lógica: estos desequilibrios podrían ser, como así se ha comprobado, un elemento de inestabilidad sistémica en la economía mundial.

3. LOS 'GLOBAL IMBALANCES' Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Aun cuando no existe un acuerdo generalizado sobre la causa última que explica la generación y crecimiento de los desequilibrios de balanza de pagos (Roubini, 2008), son numerosos los trabajos que, total o parcialmente, atribuyen la generación de los superávit de balanza por cuenta corriente en ciertas economías en desarrollo (y de los déficit en algunas economías desarrolladas) al desarrollo generalizado de los procesos de liberalización financiera nacional e internacional de finales de los años ochenta del siglo pasado (Dooley *et al.*, 2003; Caballero *et al.*, 2008a; Chakraborty y Dekle, 2009).

La liberalización de los flujos internacionales de capital se justificaba, desde el punto de vista teórico, por los potenciales efectos benéficos que podía inducir en el crecimiento económico de los países y, especialmente, de los países en vías de desarrollo. El razonamiento general es el siguiente. El modelo neoclásico de crecimiento económico predice que la liberalización de la cuenta de capital debería producir un flujo de inversión desde los países con un elevado ratio capital/trabajo (los países desarrollados) hacia los países con un ratio más

bajo (los países en vías de desarrollo). Este flujo complementaría a la tasa de ahorro nacional, haría incrementar la inversión y, como corolario, la tasa de crecimiento económico.

El efecto sobre el crecimiento, sin embargo, no es un efecto permanente, sino temporal (Henry, 2007), dado que el crecimiento a largo plazo se basa en el aumento de la productividad. Sin embargo, en el modelo neoclásico no existe ningún canal a través del cual la liberalización de los flujos de capital incida sobre esta variable. El canal de conexión se establece por los efectos que la liberalización tiene sobre el coste de capital. En otras palabras, la liberalización disminuye los tipos de interés internos y, de esta forma, supuestamente se eleva la inversión. Ahora bien, el crecimiento económico se frena cuando se alcanza el estado estacionario.

Las investigaciones empíricas que se han ocupado de verificar los efectos sobre el crecimiento económico de la liberalización de la cuenta de capital arrojan resultados bastante decepcionantes⁴. La conclusión dominante es que no han existido tales efectos, y en los trabajos en los que sí se detecta un efecto positivo éste es mucho menor del estimado por la hipótesis neoclásica.

El resultado de estas investigaciones empíricas ha llevado al desarrollo de nuevas teorías para justificar por qué no se han producido los efectos esperados. En el centro de estas nuevas hipótesis se encuentra la «variable institucional» (Acemoglu *et al.*, 2005), entendiendo como tal el conjunto de instituciones que influyen en las

⁴ En Kose *et al.* (2009) puede encontrarse el estudio más completo que existe sobre los resultados alcanzados en diferentes investigaciones empíricas.

decisiones económicas. La liberalización de la cuenta financiera puede que no tenga efectos sobre el crecimiento si los potenciales receptores de capital no disponen del entramado institucional necesario para, en primer lugar, captar este capital y, en segundo lugar, realizar una asignación eficiente en el interior del país de los capitales que pueden recibir⁵. En este sentido, diversos autores (Bernanke, 2005; Bracke *et al.* 2008, Kroszner, 2008, Hermann y Winkler, 2009) plantean que la causa original de los *global imbalances*, se encuentra en el insuficiente desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes, aspecto este sobre el que volveremos en el siguiente epígrafe.

Un indicador de la importancia de las instituciones en el tema que nos ocupa, lo proporciona el estudio de los flujos de capital dentro de los países que forman la Unión Europea (Abiad *et al.*, 2007). Tal y como predice la teoría, las sucesivas ampliaciones han ido acompañadas de flujos de capital desde las economías más desarrolladas hacia las menos desarrolladas, de tal forma que sí se ha ido produciendo una convergencia real en renta per cápita. Estos flujos se han producido porque los países que accedían a la UE «importaban» un entramado institucional, al tiempo que participaban en un proceso de integración financiera completo. Esta «importación de instituciones» también puede explicar el

comportamiento diferencial que presentan los nuevos países de la ampliación respecto al resto de las economías emergentes. Solamente los países del centro y del este de Europa, en comparación con el resto de economías emergentes, son receptores netos de capital, como hemos podido comprobar anteriormente.

Algunos autores (Herrmann y Winkler, 2009), utilizando el ejemplo que proporciona la UE, han tratado de explicar el origen de los *global imbalances* apelando a una falta de integración de los mercados financieros del sudeste asiático con el mercado financiero norteamericano, principal receptor de sus exportaciones y de sus reservas. Esta falta de integración sería el resultado, por un lado, del deficiente desarrollo de los mercados financieros de estos países y, por otro, de una retirada de la banca norteamericana de estos mercados después de la crisis financiera del sudeste asiático.

Las explicaciones *ad hoc* a la línea central de razonamiento de la hipótesis neoclásica refuerzan la idea de que los *global imbalances* no son tanto una anomalía teórica, como un problema que pone de manifiesto algunas de las debilidades teóricas en que se fundamentó la liberalización de los flujos de capital. Ya hemos tenido ocasión de señalar que el problema está circunscrito a un grupo de países muy concreto, algunos países emergentes del Sudeste Asiático, si exceptuamos los países exportadores de petróleo. Por tanto, resulta excesivo afirmar que los flujos internacionales de capital fluyen en dirección contraria a la propuesta por la hipótesis, tal como apuntan Prasad *et al.* (2007). Ahora bien, lo relevante en todo caso es que el crecimiento económico que presentan estos países (especialmente China) re-

⁵ En los inicios del proceso de liberalización de los flujos de capital, Lucas (1990) ya señaló la existencia de posibles fallas en la teoría. Su análisis de los flujos de capital entre EE.UU. y la India ponía de manifiesto que estos flujos eran muy inferiores a los que la teoría predecía. La respuesta más reciente a lo que se conoce como la «paradoja de Lucas» ha puesto de manifiesto que es la variable institucional, esto es, la baja calidad de las instituciones de los países en vías de desarrollo, la que mejor explica dicha paradoja (Alfaro *et al.* 2005).

fuerzan la idea de que la conexión entre crecimiento económico y liberalización de la cuenta financiera es inexistente, o muy débil, tal como han puesto de manifiesto las investigaciones empíricas que se han ocupado de verificar la relación.

En Rodrik (2008, 2009) se puede encontrar un detallado análisis de los factores que han determinado el crecimiento económico de las economías emergentes después de la Segunda Guerra Mundial. Su tesis central es que el simple proceso de liberalización comercial y financiera proporciona una explicación irrelevante del éxito alcanzado por alguno de estos países, especialmente por Corea y China. La tesis de Rodrik es que dicho éxito es el resultado de una combinación de políticas orientadas al desarrollo de los sectores productivos manufactureros con una clara orientación exportadora. «Lo que es común a Japón, Corea del Sur y China es que han basado sus estrategias de crecimiento desarrollando sus capacidades industriales en vez de especializarse de acuerdo con sus ventajas comparativas... En otras palabras, los países pobres se han transformado en ricos produciendo lo que producen los países ricos» (Rodrik, 2009, p. 5).

Las estrategias a las que se refiere Rodrik son tres fundamentalmente. La primera, una política industrial basada en medidas de protección de los sectores que se desea desarrollar, así como orientando la inversión externa en la dirección deseada. La segunda, una política cambiaria con el objetivo de mantener depreciada la moneda con relación al dólar y, finalmente, un cierto grado de «represión» del sistema financiero para orientar el crédito y defender el tipo de cambio. La generación, por tanto, de permanentes superávits en la balanza comercial, y la consiguiente acumulación de

reservas, es el corolario lógico de un modelo de crecimiento volcado a la exportación que, y éste es un punto importante, ha tenido éxito por la disponibilidad de la economía norteamericana para absorber (mediante el endeudamiento) las exportaciones de estos países.

Este modelo de crecimiento, como veremos a continuación, puede haberse agotado debido a la inestabilidad económica que ha terminado produciendo. En la actual situación, deberían arbitrarse reglas de juego para evitar la acumulación de superávits permanentes y que, por lo tanto, obligasen a las economías superavitarias a adoptar medidas de estímulo de su demanda interna. El cambio de un modelo de crecimiento volcado en la exportación hacia un modelo de crecimiento centrado en la demanda interna exige, sin embargo, importantes reformas estructurales en el interior de las economías emergentes y, especialmente, en la economía china, principal generador de los *global imbalances*.

La participación del consumo de los hogares chinos en el PIB era menor del 40% en el año 2005, a pesar del crecimiento sostenido de la economía. Estas bajas tasas de consumo han ido acompañadas de elevadas tasas de ahorro (Blanchard y Giavazzi, 2006) inducidas por el envejecimiento de la población y el aumento de la incertidumbre derivado de una insuficiente provisión de servicios públicos por parte de la Administración china (Corden, 2009; Hermann y Winkler, 2009). Sin embargo, y tal como señalan Aziz y Cui (2007), el aumento en la tasa de ahorro no es una variable suficiente para explicar la caída de nueve puntos que se detecta en el consumo desde los primeros años noventa. Para estos autores la variable relevante que explica esta caída es la disminución en nueve puntos de la renta dis-

ponible de las familias chinas durante el periodo. Estos autores vinculan esta disminución con una caída en los salarios que está inducida por la necesidad que tienen las empresas de autofinanciarse la inversión, dado el escaso desarrollo del sistema financiero chino para canalizar en forma de crédito el ahorro acumulado por la economía. La reforma más urgente, por tanto, a la que deberá enfrentarse la economía china para reequilibrar su modelo de crecimiento, es reforzar su sistema financiero nacional.

El desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes es una condición necesaria para cambiar su modelo de crecimiento, pero no es una condición necesaria para que las crisis financieras se puedan evitar, tal como plantean Caballero *et al.* (2008). El desarrollo de estos mercados reduciría la presión sobre los mercados financieros de los países desarrollados y, especialmente, sobre el mercado financiero norteamericano. Ahora bien, la libertad de movimiento de capitales podría seguir generando burbujas especulativas en cualquiera de los mercados. La ordenación, por tanto, del sistema económico internacional exige actuaciones orientadas tanto a eliminar las asimetrías existentes en los diferentes sistemas financieros internacionales, como a continuar con un crecimiento basado en el endeudamiento que facilita, al mismo tiempo que exige, una libertad de movimientos de capitales.

4. LOS 'GLOBAL IMBALANCES' Y LA CRISIS ACTUAL

En la introducción señalábamos las dos tesis en presencia sobre los posibles efectos de los *global imbalances*. Algunos autores (Dooley *et al.*, 2003 y 2005) vieron en

estos flujos financieros y comerciales una especie de equilibrio de naturaleza similar al que se produjo después de la Segunda Guerra Mundial entre Europa y Estados Unidos. Para estos autores estaríamos en presencia de un renovado sistema de Bretton Woods, también conocido como Bretton Woods II, y cuyo término, como ha quedado dicho, sería el momento en el que la economía china absorbiera sus volúmenes de desempleo y elevase su coste laboral unitario. No era ésta, sin embargo, la idea dominante. La mayoría de las investigaciones consideraban que estos desequilibrios eran una fuente de riesgo real para la estabilidad económica mundial. Los temores se originaban como resultado del análisis de los potenciales efectos que podrían producir en la economía norteamericana una súbita retirada de los capitales exteriores que estaban financiando los crecientes déficit exteriores. Esta retirada generaría una brusca depreciación del tipo de cambio del dólar y un proceso de ajuste interno que podría arrastrar al resto de economías, dada la dependencia que tenían éstas de la demanda exterior norteamericana.

Los acontecimientos, sin embargo, no han transcurrido como se esperaba. En el origen de la actual crisis financiera se encuentra el problema de los *global imbalances*⁶, aunque la crisis no ha sido causada por una retirada de los fondos exteriores,

⁶ El exceso de liquidez mundial que vivieron los mercados de capitales en los años anteriores a la crisis, sin embargo, no es exclusivamente imputable al aumento del ahorro en las economías en desarrollo. La política monetaria seguida por los bancos centrales, especialmente en EE.UU. y Europa a raíz de la crisis del año 2001, también contribuyó de manera significativa al aumento de la demanda de activos. Los tipos de interés se mantuvieron en niveles bajos mediante las inyecciones de liquidez que se arbitraron para sortear la crisis bursátil de principios de la década (Bibow, 2008-09; Blinder, 2009).

sino por una incapacidad del sistema financiero norteamericano para reciclar los excesos de liquidez mundial⁷ que estaba recibiendo. Este es, al menos, el diagnóstico que se hace en el *Informe al Presidente* (norteamericano) del año 2009: «Las raíces de la actual crisis financiera global se encuentran a finales de los años noventa. Un rápido aumento del ahorro de los países en desarrollo (*global saving glut*) dio lugar a una gran entrada de capital en EE.UU. y en otros países industrializados, reduciendo así la rentabilidad de los activos de bajo riesgo. La relativamente baja rentabilidad de estos activos incitó a los inversores a buscar mayores rentabilidades en activos de mayor riesgo, cuya rentabilidad también disminuyó. Esto generó una minusvaloración del riesgo en numerosos mercados (vivienda, propiedades inmobiliarias comerciales y en las adquisiciones apalancadas, entre otros) en EE.UU. y en el extranjero, así como una incertidumbre sobre la distribución del riesgo en el conjunto del sistema financiero global, sembrando la semilla del posterior desastre financiero» (págs. 61-62). Aunque en el informe que acabamos de citar se recoge la idea de que el exceso de liquidez mundial se distribuyó entre todas las economías desarrolladas, lo cierto es que el principal receptor de esta demanda de activos fue la economía estadounidense, como ya hemos señalado⁸.

⁷ En el *Financial Stability Report* del Banco de Inglaterra de abril del 2007, cuatro meses antes de la crisis del mercado *subprime* norteamericano, se advertía ya de este exceso de liquidez, así como de los peligros que llevaba asociado, dada la inexistencia de instrumentos para manejar la liquidez mundial. El índice sintético de liquidez mostraba una tendencia alcista desde el año 2003, en donde tomaba el valor 0. En 2007 este índice había alcanzado un valor de 0,8. En el año 1997, fecha en la que se desencadena la crisis financiera de los países del sudeste asiático, el valor de este índice estaba situado en 0,4.

⁸ En un conocido discurso, el presidente de la Reserva Federal (Bernanke, 2005) ya apuntaba que el grueso de la liquidez mundial se estaba invirtiendo en

¿Por qué el mercado norteamericano y no los mercados financieros de otros países desarrollados? Bernanke apunta dos explicaciones. La primera se refiere a la posición del dólar como moneda de pago internacional y reserva. La mayoría de las economías emergentes han seguido una política de tipo de cambio centrada en mantener paridades fijas con el dólar, de tal manera que la opción más lógica era mantener sus crecientes reservas invertidas en dicha moneda. La segunda explicación hace referencia al dinamismo, sofisticación y eficiencia del mercado financiero norteamericano frente al resto de los mercados financieros de los países desarrollados. Forbes (2008), en un trabajo publicado con el sugerente título «¿Por qué los extranjeros invierten en Estados Unidos?», llegaba a la misma conclusión: «Aunque los extranjeros que han invertido en los mercados de acciones y de bonos han obtenido menos rentabilidad en los últimos cinco años que si hubieran invertido en los mismo activos en otros países, (...) estos inversores han podido elegir las inversiones de cartera de los Estados Unidos por el alto grado de desarrollo, liquidez y eficiencia de su mercado financiero, así como por la fortaleza de su gobierno corporativo y de las instituciones norteamericanas» (pág. 32).

Los acontecimientos posteriores han puesto de manifiesto que las instituciones financieras norteamericanas eran menos sólidas de lo que se pensaba, aunque tal vez fuese más exacto decir que tal solidez se quebró cuando se intentó gestionar el exceso de liquidez mundial. Esta es la opi-

el mercado de la vivienda norteamericano. Lo que entonces no señalaba, tal y como hemos tenido ocasión de ver con posterioridad, es que también se estaba colocando en los llamados «instrumentos de crédito estructurado».

nión, por ejemplo, que mantienen algunos autores (Caballero *et al.*, 2008a, 2008b). Su punto de partida es un modelo de equilibrio general en el que diferentes grupos de países mantienen estrategias de crecimiento diferentes y, sobre todo, presentan desarrollos asimétricos en sus respectivos sistemas financieros. En su modelo subyace la misma idea que se recogía en los trabajos de Dooley *et al.* (2003 y 2005), si bien aquí se incorpora la variable financiera de forma explícita. El objetivo final, por lo demás, es idéntico: estudiar si esta situación es estable y si la estabilidad puede mantenerse. Pues bien, lo que estos autores ponen de manifiesto, a diferencia de los defensores de la hipótesis de Bretton Woods II, es que la estabilidad implicaba necesariamente el empeoramiento de las condiciones de crédito en el mercado financiero norteamericano. Sólo de esta forma se podía absorber los crecientes volúmenes de ahorro que llegaban a este país. En otras palabras, la crisis era inevitable (Roubini, 2008).

El desarrollo asimétrico de los mercados de capitales puede explicar la crisis actual a partir del supuesto implícito de que esta crisis no guarda relación con las crisis financieras pasadas. El proceso de liberalización financiera no ha creado un único mercado financiero de capitales, sino que, en cada momento, diferentes mercados nacionales han actuado como receptores de capital exterior en busca de inversiones nacionales con alta (o segura) rentabilidad. En las crisis de los países del sudeste asiático fueron los países de esta zona geográfica los que actuaron como «filtros» de la liquidez mundial. En esta ocasión ha sido el mercado financiero norteamericano. La presente crisis financiera, aunque tenga singularidades, no puede ser entendida, sin embargo, como un episodio aislado. La liberalización de los

flujos de capital ha ido históricamente asociada con crisis financieras recurrentes.

La sucesión de crisis financieras apunta hacia una falla más profunda que la que se desprende de la asimetría en el desarrollo de los mercados financieros: la creencia de que los mercados de capitales son eficientes. La experiencia, sin embargo, ha puesto de manifiesto que esta creencia es sólo eso: una creencia, un acto de fe. La liberalización de los mercados de capitales, el desarrollo de los mercados de derivados y toda la ingeniería financiera a la que hemos asistido durante los dos últimos decenios ha puesto de manifiesto que la gestión del riesgo se enfrenta a un problema irresoluble: la existencia de incertidumbre. Los conceptos de riesgo e incertidumbre expresan problemas de información diferentes. El riesgo nos remite al cálculo de probabilidades, esto es a la capacidad de administrar en el presente acontecimientos futuros mediante el estudio de lo acontecido en el pasado. El concepto de incertidumbre nos remite a un problema de información más profundo, a la capacidad de anticipar en el presente acontecimientos que se producirán en el futuro. La incertidumbre surge de la naturaleza evolutiva del proceso económico. En un mundo con incertidumbre es imposible que los mercados de capitales puedan realizar asignaciones eficientes, ya que no se puede estimar el valor futuro de los activos y, por tanto, no es posible fijar el precio de equilibrio de un activo. En un mundo de estas características el objetivo de los mercados de capitales sólo puede ser uno: proporcionar liquidez, tal como señaló Keynes.

Las reformas del sistema financiero que se están barajando, sin embargo, se siguen sustentando de manera implícita en la creencia de que los mercados financieros

pueden no sólo proporcionar liquidez sino realizar asignaciones eficientes siempre y cuando haya una correcta supervisión y regulación (Blanchard, 2009). Es evidente que la crisis financiera ha puesto de manifiesto la existencia de graves problemas de supervisión y regulación y que, por tanto, es preciso desarrollar nuevas regulaciones que pongan límites a algunas de las prácticas de los actores del sistema financiero. La crisis actual, sin embargo, también ha puesto de manifiesto la necesidad de reflexionar (de nuevo) sobre las bases en las que se ha sustentado el proceso de liberalización de los mercados financieros. Si la función de dichos mercados no es realizar asignaciones eficientes, sino proporcionar liquidez, la regulación a la que deben estar sometidos debería tener en cuenta otros aspectos. Cuando, por ejemplo, una economía como la islandesa que, con 320.000 habitantes, recibe miles de millones de dólares, es imposible no imaginarse que esta formidable inyección de liquidez no acabe afectando a sus tipos de interés, ni que no acabe generando una enorme burbuja financiera con su consiguiente crisis. Incluso la política monetaria norteamericana no logró escapar en los años anteriores a la crisis al efecto depresivo sobre sus tipos de interés de las masivas entradas de capital.

Desde la liberalización de los mercados de capitales, y el consiguiente desarrollo de los mercados financieros, el crecimiento económico ha sido un crecimiento basado en el endeudamiento, que ha ocasionado recurrentes desajustes o *mismatches* en los balances nacionales entre sus posiciones de pasivo a corto plazo como prestatario en los mercados internacionales y sus posiciones de activo a largo plazo en el interior. La generación de burbujas ha sido una constante y su estallido reproduce un patrón si-

milar: crisis bancarias y crisis económica generalizada inducida por el racionamiento del crédito. Cuando, además, su posición a corto plazo es en divisa extranjera, al patrón de crisis apuntado hay que sumarle una crisis cambiaria. La dimensión de la crisis financiera actual es superior a las vividas en otras ocasiones por haber tenido su origen en el mercado financiero de la economía más grandes del mundo. Sin embargo, responde a un patrón similar al señalado.

Las sucesivas crisis financieras han enseñado que no todos los flujos de capital tienen los mismos efectos sobre la estabilidad financiera, la política monetaria y la gestión de la liquidez. Los capitales a largo plazo son preferibles a los capitales a corto plazo, ya que los primeros son menos sensibles a las variaciones de los tipos de interés. Las inversiones en títulos valores son preferibles a las inversiones en cualquier tipo de deuda, ya que en el primer caso se produce una transferencia del riesgo desde el oferente (demandante de capital) hacia el comprador del activo (inversor), algo que no ocurre ni con los títulos de deuda (obligaciones y bonos) ni con los créditos bancarios. La reflexión, por tanto, sobre la conveniencia de limitar los flujos internacionales de capital no cuestiona el proceso de globalización, sino la manera anárquica en la que se ha producido, porque si el objetivo final de los mercados de capital es proporcionar liquidez, la regulación de los flujos internacionales debería comprender regulaciones específicas para los movimientos a corto plazo, que son potencialmente muy desestabilizadores. La tasa Tobin es una opción, aunque no es la única ni, tal vez, la más adecuada (Davidson, 1997).

La ordenación de los mercados financieros, por otra parte, también debería contemplar medidas orientadas a evitar el sur-

gimimiento de nuevos *global imbalances*. La acumulación de reservas, desde la perspectiva de las economías emergentes que han padecido crisis financieras, es coherente, sobre todo cuando su modelo de crecimiento se orienta a la exportación. Los tipos de cambio fijos exigen la disponibilidad de estas reservas para contrarrestar las tensiones de los mercados de divisas. Sin embargo, desde la perspectiva de la estabilidad económica internacional, esta acumulación de reservas, (o más concretamente el volumen alcanzado) genera un problema de reciclaje de liquidez con las consecuencias que ya conocemos. Los desequilibrios de balanza de pagos que están en el origen de la actual crisis financiera pueden mantenerse indefinidamente (aunque cambien los actores) mientras no existan mecanismos de ajuste de estos desequilibrios. Los tipos de cambios flexibles pueden no ser un mecanismo suficiente como consecuencia de la nueva división internacional del trabajo que la globalización ha producido. La depreciación del dólar, por ejemplo, puede no ayudar a corregir su déficit de balanza de pagos con la economía china si las importaciones procedentes de este país no pueden ser sustituidas por producción nacional. La esperanza de que el reequilibrio se produzca como consecuencia de un cambio en el modelo de crecimiento económico chino, esto es, por el cambio de un modelo basado en la exportación a un modelo basado en el desarrollo de la demanda interna, por el momento sólo es eso; una esperanza. Pero mientras esto no se produzca, los desequilibrios comerciales seguirán siendo una fuente de inestabilidad económica que precisa de mecanismos de corrección *ad hoc*⁹.

⁹ En los últimos meses se está comenzando a plantear la posibilidad de que el dólar deje de ser la moneda de pago internacional y que, como corolario, las

Precisamente, una lección de la actual crisis es que ninguna economía, desarrollada o en desarrollo, es capaz de absorber de manera eficiente grandes volúmenes de entradas de capitales. Estas entradas de capitales generan un exceso de liquidez en los mercados financieros anfitriones, que, unido a la consiguiente presión a la baja de los tipos de interés del país anfitrión, acaban por traducirse en un empleo ineficiente de dichos recursos al colocarse en activos y operaciones de alto riesgo y de dudosa rentabilidad a largo plazo, como muestra el desarrollo de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos. La actual crisis financiera, surgida en el supuestamente mercado financiero más desarrollado y eficiente del mundo, el norteamericano, resulta ser similar en su proceso de génesis a las crisis del sudeste asiático de finales del siglo pasado, se originan no tanto como resultado de desequilibrios macroeconómicos como de un funcionamiento ineficiente de los mercados financieros nacionales alimentados por masivas inyecciones de capital extranjero.

La experiencia es concluyente: los mercados financieros reales no son eficientes. Una adecuada regulación y supervisión puede contribuir, si está bien diseñada, a reducir, pero no eliminar, el grado de ineficiencia, pues a lo sumo ayuda a corregir los problemas de información asimétrica que le son inherentes, pero no resuelve los problemas de incertidumbre fundamental. Pero aun con una adecuada regulación de los

transacciones comerciales se salden con el recurso a la emisión de Derechos Especiales de Giro (DEG). Esta solución podría actuar también como un mecanismo de ajuste de los desequilibrios en las balanzas de pagos, siempre, claro está, que se impongan límites a la acumulación de estos DEG. La utilización de esta nueva moneda de pago internacional sería compatible con una estructura de tipos de cambio fijos siempre que se limitasen los movimientos de capital a corto plazo, tal como apuntábamos anteriormente.

mismos, en un mundo globalizado la existencia de grandes desequilibrios en la balanza por cuenta corriente y de capitales, sobre todo en el caso de las economías más grandes introduce un elemento de inestabilidad sistémica. Estrategias de desarrollo y crecimiento basadas bien en la generación de elevados y prolongados déficit o superávit resultan así insostenibles.

5. CONCLUSIONES

La crisis actual muestra que la existencia de elevados y duraderos desequilibrios en las balanzas de pagos, sobre todo de las economías más grandes, constituye un elemento generador de tensiones y riesgos sistémicos globales. Los flujos financieros inducidos por estos desequilibrios, desde los países superavitarios a los deficitarios, si sobrepasan unos determinados volúmenes, no pueden ser absorbidos de forma eficiente por la economía receptora.

Hasta ahora, este problema se había detectado en economías en desarrollo, en

donde la entrada de capitales procedente de los países desarrollados había sido mal gestionada por un sistema financiero nacional ineficiente. Sin embargo, la actual situación de crisis financiera no tiene su origen en un mercado financiero ineficiente de una economía en desarrollo, sino en lo que hasta ahora se consideraba el paradigma de la eficiencia financiera, como es el caso del mercado financiero norteamericano.

Esto supone que en la práctica, dada la ineficiencia consustancial a los mercados financieros, no es posible absorber eficientemente volúmenes masivos de flujos internacionales de capitales. Las estrategias de crecimiento nacionales tanto las basadas en el consumo interno generadoras de altos déficit en la balanza por cuenta corriente, como aquellas otras basadas en las exportaciones y generadoras de altos superávit en la referida balanza son insostenibles, pues inexorablemente terminan por alimentar burbujas nacionales e internacionales cuyo estallido sobrepasa las fronteras nacionales convirtiéndose en sistémicas.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABIAD, A., LEIGH, D. y MODY, A. (2007): «International Finance and Income convergence: Europe is different», IMF, *Working Paper*, WP/07/64.

ACEMOGLU, D., JOHNSON, S. y ROBINSON, J. (2005): «Institutions as a fundamental cause of long-run growth», en AGHION, P. y DURLAUF, S. (eds.), *Handbook of Economic Growth*, Elsevier, North Holland: 386-472.

ALFARO, L., KALEMLI-OZCAN, S. y VOLOSOVYCH, V. (2005): «Why doesn't capital flow from rich to poor countries? An empirical investigation», *NBER Working Paper*, No. 11901, December.

AZIZ, J. y CUI, L. (2007): «Explaining China's Low Consumption: The Neglected Role of Household Income», IMF *Working Paper*, WP/07/181.

BANK OF ENGLAND (2007): *Financial Stability Report*, April.

BERNANKE, B. (2005): «The global saving glut and the U.S. current account deficit, Remarks delivered before the Federal Reserve Board», March 10. Disponible en www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm

- BIBOW, J. (2008-09): «Insuring against private capital flows. Is it worth the premium? What are the alternatives?», *International Journal of Political Economy*, 37(4): 5-30.
- BLANCHARD, O. (2009): «The crisis: basic mechanisms, and appropriate policies», *IMF Working Paper*, WP/09/80.
- BLANCHARD, O. y GIAVAZZI, F. (2006): «Rebalancing growth in China: A three-handed approach», *CEPR Discussion Paper*, 5403.
- BLINDER, A. (2009): «6 bad moves that led US into crisis», *International Herald Tribune*, 26 January.
- BRACKE, T., BUSSIÈRE, M., FIDORA, M. y STRAUB, R. (2008): «A framework for assessing global imbalances», *Occasional Paper Series European Central Bank*, no. 78.
- CABALLERO, R., FARHI, E. y GOURINCHAS, P. (2008a): «An equilibrium model of 'Global Imbalances' and low interest rates», *American Economic Review*, 98 (1): 358-393.
- 2008b: «Financial crash, commodity process and global imbalances», *Working Paper NBER*, No. 14521, December.
- CHAKRABORTY, S. y DEKLE, R. (2009): «Can international productivity differences alone account for the US current account deficits», *Review of International Economics*, 17(4): 689-715.
- CORDEN, W.M. (2009): «China's exchange rate policy, its current account surplus and the global imbalances», *The Economic Journal*, 119(541), F430-F441.
- COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS (2009): *Economic Report of the President*, U.S. Government Printing Office, Washington D.C.
- DAVIDSON, P. (1997): «Are grains of sand sufficient in the wheels of international finance sufficient to do the job when boulders are often required?», *The Economic Journal*, Vol. 107, Issue 442: 671-686.
- DOOLEY, M., FOLKERTS-LANDAU, D. y GARBER, P. (2003): «An essay on the revived Bretton Woods System», *NBER Working Papers*, 9971.
- 2005: *International Financial Stability. Asia, Interest Rates, and the Dollar*, Deutsche Bank.
- FORBES, K.J. (2008): «Why do foreigners invest in the United States?», *NBER Working*, N° 13098, April.
- HENRY, P. (2007): «Capital account liberalization: theory, evidence, and speculation», *Journal of Economic Literature*, Vol. XLV, December: 887-1035.
- HERRMANN, S. y WINKLER, A. (2009): «Real convergence, financial markets and the current account. Emerging Europe versus emerging Asia», *European Economy, Economic Papers*, 362, March.
- ITO, K. (2008): «Global imbalances: origins, consequences and possible resolutions», en Touffout, J-P., (ed.), *Central Banks as Economic Institutions*, Edward Elgar, Cheltenham: 142-161.
- KOSE, M., PRASAD, E., ROGOFF, K. y SHANG-JIN, W. (2009): «Financial Globalization: A reappraisal», *IMF Staff Papers*, Vol. 56, No. 1: 8-62.
- KROSZNER, R.S. (2007): «International capital flows and the Emerging-Market Economies», Discurso en el Banco Central de la República Argentina, Buenos Aires, Argentina, 15 de mayo.
- Disponible en www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kroszner20070515a.htm.
- LUCAS, R.E. (1990): «Why doesn't capital flow from rich to poor countries?», *American Economic Review*, 80: 92-96.
- PRASAD, E., RAJAN, R. y SUBRAMANIAN, A. (2007): «Foreign capital and economic growth», *Brooking Papers on Economic Activity*, 1:2007:153-209.
- RODRIK, D. (2008): «The real exchange rate and economic growth», *Brooking Papers on Economic Activity*, fall 2008: 365-412.
- 2009: «Growth after the crisis», *NBER Working Paper*, N° 2009, May.
- ROUBINI, N. (2008): «Global imbalances: a contemporary 'Rashomon' saga», en Touffout, J-P., (ed.) *Central Banks as Economic Institutions*, Edward Elgar, Cheltenham: 162-176.