

La importancia de la sobreacumulación del ahorro en la crisis financiera de 2007: algunos aspectos a considerar para la economía estadounidense

The importance of overaccumulation of savings in the financial crisis of 2007: some aspects to consider for the American economy

Ismael D. Valverde Ambriz

Palabras clave

*Gobierno y sistema monetario,
Instituciones y mercados financieros,
Estudios económicos globales, Estados Unidos.*

Key words

*Government and the Monetary System,
Financial Markets and Institution,
Economy Wide Country Studies, United States*

JEL

E42, N2, O5, O51



25

1. Introducción

La crisis que azotó el mundo durante los últimos años de la década pasada comenzó con el desplome de dos importantes Hedge funds que funcionaban bajo el amparo de Bear Stearns. Después, la serie de eventos se fueron agravando hasta el punto de que Paul Krugman, en su conocida columna del New York Times, señalara que esa crisis era un gran “prospecto de la segunda Gran Depresión” (26 de octubre del 2008). La crisis financiera de 2007-2008 tiene antecedentes claros; fue precedida por una serie de eventos que tuvieron una magnitud de carácter global: el crash de la bolsa de 1987, la crisis financiera japonesa de la década de los años noventa, la crisis financiera asiática de 1997-1998 y el crash de las “punto.com” en el 2000. Asimismo, no es descabellado afirmar que las principales economías occidentales han experimentado bajo crecimiento, tasas de desempleo crecientes con estancamiento y exceso de capacidad productiva.¹ En todo caso, conviene preguntarse si existe algún vínculo entre el estancamiento económico y la crisis financiera. Para responder a esta pregunta existen numerosas tesis, pero comenzaremos con algunos puntos básicos.

En primer lugar, las principales economías llevan décadas enfrentando un problema de “madurez” en la inversión; es decir, han comenzado a experimentar rendimientos decrecientes en la inversión productiva, lo que ha llevado a una profundización del estancamiento económico. El problema reside en que la productividad de las grandes corporaciones y empresas genera un superávit creciente que va más allá de la capacidad de la economía para absorberlo a través del consumo y la inversión, por lo que

la demanda efectiva se hace insuficiente. Otro elemento importante que se relaciona con esta crisis de inversión en las economías desarrolladas tiene que ver, precisamente, con la presencia de riesgos y de rendimientos decrecientes en la inversión productiva, por lo que el sistema financiero aparece como una alternativa válida. La consecuencia de ello ha sido el surgimiento de dos estructuras de precios; por una parte, el precio de los bienes producidos y, por la otra, el precio de los activos financieros, cada uno operando de manera independiente y, al parecer, sin alguna relación estable. Cuando los activos de largo plazo de las empresas se convirtieron en compromisos financieros de corto plazo, a través del mercado de activos, se dio paso a la especulación, a la fragilidad y a la volatilidad. Este fenómeno fue bien descrito por John M. Keynes décadas atrás. Para él, la dinámica del sistema económico moderno estimula el abandono de la inversión productiva en aras del mercado de activos, facilitando así el desarrollo de burbujas especulativas que pueden desestabilizar todo el sistema económico.² En otras palabras, la concentración del capital está fuertemente vinculado con el desarrollo y expansión del sistema financiero.

El segundo aspecto a considerar es que la reciente historia de las crisis ha dejado ver que el sector financiero es altamente dependiente de un flujo constante de ingresos que le permite soportar su expansión. Fue así como, con el paso de tiempo, al acumular deuda sobre deuda, se fue creando una burbuja que explotó cuando la entrada de ingresos comenzó a desacelerarse. Es por esta razón que las economías modernas, profundamente vinculadas al sector financiero, son muy dependientes del Estado quien, en su función de prestamista de última instancia, se encarga de apoyar al sistema

1 Larry Summers, “Reflections on the New Secular Stagnation Hypothesis”, en C. Teulings y R. Baldwin (eds.), *Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures*, VOXEU.org, 2015.

2 John M. Keynes, *Essays in Persuasion*, New York, W. W. Norton, 1963, pags. 167-169.

financiero evitando una deflación de la deuda mediante el suministro constante de liquidez. La historia del sistema financiero se puede leer como el desarrollo de la fragilidad de los diferentes mercados y como la profundización y formalización del Estado como prestamista de última instancia.

El tercer punto a resaltar es importante en términos de la vinculación del problema de baja inversión y estancamiento con el sistema financiero. Es bien claro que durante la década de los años noventa el sistema financiero pasó de ser un modesto propulsor del mecanismo de acumulación, a ser el principal motor. El resultado, como bien lo ha mostrado Joseph Stiglitz, fue una aceleración del proceso de acumulación de la deuda —lo que pasó a convertirse en el elemento característico del sistema económico moderno—.³ Asimismo, el estancamiento de las oportunidades de inversión al interior de la producción aunado al hecho de que se pensaba que los precios de los activos sólo irían al alza, generaron una explosión financiera que llevó a una “exuberancia irracional”. En otras palabras, mucho del crecimiento económico que han experimentado las economías más desarrolladas se debe, en mayor medida, al desarrollo del sistema financiero y cada vez en menor medida a la inversión productiva. De hecho, en la economía norteamericana, se está presentando un fenómeno representativo de las economías desarrolladas, vale decir, una caída en la producción industrial y un fenómeno de intensificación de la deuda como porcentaje del PIB.

El cuarto y último punto tiene que ver con los ingresos de los trabajadores. A pesar de que el gasto en consumo ha crecido en las últimas décadas, las remuneraciones a los trabajadores han

sido decrecientes,⁴ por lo que gran parte del este consumo es realizado con base en el crédito,⁵ lo que se ha visto beneficiado a razón de las tasas de interés históricamente bajas.⁶ Esto se puede apreciar más claramente si se observa la tasa de crecimiento del servicio de la deuda de los hogares en Estados Unidos; luego del ajuste de las tasas de interés en 2007, la tasa de crecimiento del servicio de la deuda de los hogares fue creciente, hasta alcanzar en 143.09% en el último trimestre. Robert Shiller ha señalado que existe una vinculación entre el gasto de los hogares y el aumento en el precio de los bienes inmuebles, además de que el efecto riqueza ocasionado por el aumento en el precio patrimonial es el más significativo para el gasto de los consumidores.⁷ Este fue un elemento que, sin duda, potenció el efecto de la burbuja financiera.

Todos estos elementos parecen explicar el altísimo acaparamiento de efectivo por parte de las corporaciones no financieras, pues éstas prefirieron reforzar su capacidad de liquidez en aras de sustentar su valor de mercado en detrimento de la inversión productiva. Cuando la burbuja del mercado de acciones se reventó en el año 2000, algunas de las empresas de los principales países industriales redujeron los fondos de préstamos para financiar sus inversiones de capital, por lo que comenzaron a generar excedentes financieros que prestaron a otros sectores de la economía.⁸ El principal ar-

3 Joseph Stiglitz, *Los felices noventa: la semilla de la destrucción*, México, Taurus, 2003.

4 Remco H. Oostendorp, *The occupational wages around the World*, World Development Report 2013.

5 World Bank, *International Debt Statistics 2017*.

6 Robert Gordon, *The Rise and Fall of American Growth. The US Standard of Living Since the Civil War*, Princeton University Press, Princeton, 2015.

7 Robert Shiller, *Irrational exuberance*, Princeton, Princeton University Press, 2015, 3ed.

8 Andrew Chang, *The credit overhang: U.S. Corporations have underinvested by \$175 billions to bolster cash* (Reporte), Standar and Poors, 12 de diciembre de 2012.

gumento que se utilizó fue la incertidumbre,⁹ la reducción del consumo de los hogares, así como la baja rentabilidad de la inversión –tesis de la madurez de la economía–.¹⁰ Sorprende el caso de Microsoft, Apple, Google, Verizon y Pfizer que en conjunto tenían el 25% el balance total líquido de todas las corporaciones no financieras y, de los cuales, \$974 mil millones de dólares estaban en el extranjero.¹¹ Entre las principales consecuencias de este fenómeno se encuentran la caída en las tasas de interés de largo plazo; una reducción en el gasto de capital; aumento de los desequilibrios globales y, finalmente, que los países en desarrollo se irían convirtiendo en receptores netos de capital.¹²

2. Estancamiento y financiarización

En la economía moderna existe una pregunta fundamental ¿qué hacer con grandes cantidades de ganancia en un ambiente de cada vez menos oportunidades de inversión? La principal respuesta, casi desde la década de los años setenta, ha sido el aumento de la demanda por productos financieros. Por su parte, las instituciones financieras han respondido a esta demanda con una sorprendente amalgama de nuevos instrumentos: futuros, derivados, opciones, hedge funds, entre otros. El resultado final ha sido un crecimiento sin igual de la especulación y de la fragilidad económica.¹³

9 Lubos Pastor y Pietro Veronesi, *Uncertainty about government policy and stock prices*, Working Paper 10-25, The Chicago University.

10 Kevin L. Kliesen, "Uncertainty and the Economy", *The Regional Economy*, Julio 2013, Federal Reserve Bank of St. Louis.

11 *Moody's US no-financial corporates' cash pile grows, led by technology*, New York, Global Credit Research, 31 de marzo del 2014.

12 McKinsey Global Institute, *Farewell to Cheap Capital? The Implications of Long-term Shifts in Global Investment and Saving*, diciembre, 2010.

13 Asimismo, una parte importante de la reciente apa-

Si se revisa la historia del capitalismo y del sistema financiero, al menos para Estados Unidos y el Reino Unido, es posible percatarse de que, tradicionalmente, la expansión financiera iba de la mano con la prosperidad y el crecimiento de la economía real.¹⁴ En esta época existía una simbiosis entre el desarrollo del sistema bancario y la creación de las grandes corporaciones que dieron forma y vida al medio oeste norteamericano y canadiense y a las gigantescas compañías mercantiles y agrícolas de Asia, por decir lo menos. Era la época en que Thorstein Veblen desarrollaba sus ideas sobre el parentesco entre el capital financiero y el capital monopólico.¹⁵ Sin embargo, en la historia reciente, a partir de los años posteriores a la década de los setenta, esta relación se ha invertido y pareciera que ahora la expansión financiera depende, en gran medida, del estan-

rente debilidad de la inversión de las empresas en relación con el PIB puede explicarse por el ciclo económico actual. Otro posible factor explicativo, que parece ser de naturaleza más estructural, puede ser la disminución constante de los precios relativos de los bienes de capital. En algunos países en desarrollo o exportadores de commodities puede deberse a menores tendencias de crecimiento y tasas de depreciación más altas.

14 Un estupendo material que aborda este tema de manera exhaustiva para el caso de Wall Street es Steven H. Jaffe y Jessica Latuin, *Capital of capital. Money, banking + power in New York City, 1784-2012*, New York, Columbia University/The Museum of the City of the New York/Citi, 2012. Para un análisis de la economía estadounidense en general y en la manera en como el sistema bancario fue tejiendo relaciones con distintos grupos industriales antes de la guerra civil, véase, Bray Hammond, *Banks and Politics in America. From the Revolution to the Civil War*, Princeton, Princeton University Press, 1967. Para el caso del Reino Unido, existe el clásico texto de Walter Bagehot, *Lombard Street in 1910*, en Russell Barrington (ed.), *The Works and Life of Walter Bagehot*, vol. VI., London, Longmans Green and Co., 1915; finalmente, para acercarse al tema desde una perspectiva global, véase, Rondo Cameron y V. I. Bovykin, *International Banking, 1870-1914*, Oxford, Oxford University Press, 1991.

15 Thorstein Veblen, *Theory of Business Enterprise*, New Brunswick, Transaction Publishers, 1978.

camiento de la producción. Esta relación pareciera muy compleja, pero, si se le ve fríamente, es muy simple: a mayores rendimientos de la inversión productiva, menor es la inversión en los mercados financieros; esto es, el proceso de acaparamiento de la riqueza implica tanto la propiedad de los activos como la tenencia de títulos de crédito, por lo que es claro que la posibilidad de un enfrentamiento entre la acumulación real y la especulación financiera es más que evidente desde un comienzo.

Una idea generalizada que no permite entender esta dicotomía entre la inversión productiva y la financiera consiste en el supuesto de que éstas se encuentran ampliamente vinculadas por medio de un ahorrador que compra un derecho financiero a un empresario, quien luego utiliza ese recurso para expandir la producción. El problema reside, precisamente, en que no hay una conexión directa y segura entre la inversión productiva y la acumulación de activos financieros. Antes bien, es muy probable que éstas se encuentren desacopladas. En buena medida, es innegable que el estancamiento y la especulación surgieron como dos elementos simbióticos. Esto se puede caracterizar por el hecho de que el estancamiento de la economía subyacente significa que los capitalistas son crecientemente dependientes de la ampliación del sistema financiero para poder preservar y expandir su capital monetario. Es en este sistema que el rol del Estado en el capitalismo moderno se ha transformado para abordar los nuevos retos de la financiarización. Su papel como prestamista de última instancia, responsable de proveer de liquidez en momentos cruciales fue totalmente incorporado por la Fed en todo el mercado de acciones en la década de los años ochenta, tras el colapso de la bolsa; sin embargo, estas medidas no pudieron afrontar el problema de la caída abrupta de las “punto.com”. Es así como la relación entre el acaparamiento del capital, la financiarización

y la creación de crisis puede ser planteada, pero ¿cómo se conectan estos tres elementos? ¿Cuál es el vínculo que los determina? Un punto de partida se puede establecer entre la conexión básica y la relación fundamental de la economía que iguala ahorro e inversión.

3. Acaparamiento del capital y la crisis: ¿sin relación con la política monetaria?

A nivel macroeconómico, el acaparamiento del capital también puede ser interpretado como un exceso de ahorro o un desbalance entre ahorro bruto y la inversión fija y que significa, en otras palabras, que los deseos de ahorrar son mayores que los deseos de invertir. Algunos analistas han denominado a este fenómeno como Saving Glut o como también se le conoce en español: sobreacumulación de ahorro. Vale decir que este fenómeno ha sido históricamente alto desde 2002. Éste se debió, principalmente al aumento de los beneficios en algunos de los países, posiblemente relacionado con una baja en los salarios y con menores tasas de interés.¹⁶

En el año de 2010, en la reunión anual de la American Economic Association (AEA), Ben S. Bernanke pronunció el discurso inaugural titulado “Monetary Policy and the Housing Bubble”. En esa reunión abordó la instrumentación de la política monetaria que la Fed llevó a cabo

16 El aumento de préstamos netos como proporción del PIB –que se puede utilizar como una medida aproximada de la sobreacumulación del ahorro– refleja tanto la caída de la inversión corporativa como el aumento de las acciones de ahorro corporativo (corporate saving shares). Así, las diferencias entre países respecto de la evolución en el ahorro de las empresas durante los últimos años han tendido a reflejar en gran medida las diferencias entre las ganancias. Es probable que tales diferencias se deban a algunos factores globales, como el progreso tecnológico y la globalización, o con algunos de carácter institucional, como la reglamentación de los productos, de las innovaciones y las del mercado de trabajo.

y examinó la relación entre la política monetaria y el alza en los precios de la vivienda. Tomando como referencia la evidencia ofrecida en el discurso, llegó a la conclusión de que los vínculos que existían entre la política monetaria y la burbuja inmobiliaria eran débiles y que no resultaban significativos para explicar la crisis. Señaló que la política monetaria, que en ese momento estaba enfocada en reducir los flujos de capital, había sido la apropiada. Para ello, explicó que la principal razón de la crisis había sido el constante flujo de capitales que circuló de la economía real hacia el sistema financiero lo que, sin lugar a dudas, explicaría el incremento en los precios de la vivienda y la reducción de las tasas de interés. El problema no fue sólo que los flujos fueran hacia el sistema financiero, sino que, debido a que el capital iba dirigido a inversiones de largo plazo, como bonos del Tesoro, al final se ocasionó la reducción de los rendimientos disponibles en este tipo de inversiones. Esto produjo, a su vez, que los inversionistas comenzaran a demandar otro tipo de activos alternativos, como préstamos para financiar fusiones corporativas o proyectos para desarrollo de bienes raíces. Estos valores se empaquetaron y se vendieron en el sistema bancario paralelo, el llamado “shadow banking system”. En otras palabras, la sobreacumulación del ahorro ayudó a reducir los rendimientos de los bonos del Tesoro. Esta reducción de la tasa de interés, además de otras medidas de política adoptadas por los bancos centrales, fomentaron la toma de riesgos, todo en un ambiente de creciente innovación financiera. La reducción de los intereses aumentó el grado de apalancamiento en las economías avanzadas y, en gran medida, la formación de la burbuja del mercado de la vivienda a través de las facilidades en las condiciones de crédito.

Otra clara razón es que cuando hay acumulación de capital por parte de algunas corporaciones transnacionales y de superávit sostenidos en cuenta corriente por parte

de algunos países desarrollados o emergentes, los países receptores de estos capitales —como el caso de Estados Unidos— van exacerbando su déficit en cuenta corriente, por lo que es natural esperar que las tasas de interés de largo plazo se reduzcan por debajo de los niveles referidos a partir de las de corto plazo. Esto implicaría que el grado tan avanzado de integración financiera que existía en el 2007 llevó a largos y persistentes desbalances globales entre países que tenían grados de desarrollo financiero distinto, ¿por qué? Pues bien, la integración financiera induce a los países con mercados financieros más profundos a reducir el exceso de ahorro y a acumular un gran stock de pasivos netos externos en un proceso que es largo y gradual. La heterogeneidad financiera también afecta a la composición de la cartera de activos externos netos. Los países con mercados financieros más profundos captan recursos del exterior e invierten en activos de mayor riesgo. Es aquí donde el exceso de ahorro en algunos países encuentra un nuevo canal en el desarrollo de la crisis —vale decir que estos patrones son consistentes con las características de los desequilibrios externos globales observados desde el comienzo de la década de 1980—. De esta forma encontramos la conexión entre acumulación de capital, exceso de ahorro, desbalances globales, bajas tasas de interés, financiarización y crisis.

En resumen, la hipótesis o la perspectiva teórica de la sobreacumulación del ahorro contiene un argumento lógico que no es simple de desechar. Por una parte, una política monetaria enfocada en reducir los flujos de inversión antes de la crisis era apropiada. Esto implicaría a su vez que el vínculo entre la política monetaria, la apreciación de la vivienda y las bajas tasas de interés es poco significativo y que, en términos de contrarrestar una crisis, ésta es económicamente débil. Por otra parte, la acumulación masiva de reservas y de otras entradas de capi-

tal en el sistema financiero conduce a una reducción de las tasas reales de interés a largo plazo y en la creación de burbujas de los precios de la vivienda –o de cualquier otro mercado hacia donde se dirijan estos flujos– lo que provocará, casi innegablemente, una crisis financiera, pues llegará el punto en que los precios de los activos no serán creíbles y comenzará el crash.

4. Cuestiones a considerar

Tras un breve repaso de la tesis de la sobreacumulación del ahorro, cabe preguntarse qué tan explicativa resulta para comprender el origen de la crisis financiera. En principio, es importante aceptar que el acaparamiento de capital líquido por parte de algunas corporaciones es un hecho difícil de refutar. De igual forma, se debe reconocer que existen países que han acumulado grandes superávits en cuenta corriente. Una vez dicho eso, restaría útil evaluar si los elementos anteriores son los únicos causantes de la crisis.

Una posible vía de análisis sería tomar en cuenta el hecho de que instrumentar una política monetaria expansiva más allá de las reglas óptimas durante un período de tiempo y que establecer reglas de fomento de expansión de crédito, cuando no hay condiciones macroeconómicas, también resulta catastrófico, ya que origina incentivos incorrectos para los agentes privados. Inclusive, una política monetaria que establezca la tasa de interés por debajo de la tasa objetivo o una tasa de crecimiento monetario por encima de la tasa de crecimiento objetivo empuja al alza los precios generales de los activos. Este fue un ejercicio que desarrollaron Michael D. Bordo y John S. Landon-Lane¹⁷ y

cuyos resultados fueron robustos para múltiples precios de activos y diferentes especificaciones, como la baja inflación o el crédito fácil.

Finalmente, hay una cuestión que probablemente también debe ser tomada en cuenta y que va justo en el sentido del intento de moderar un poco la visión que se tiene respecto al exceso de ahorro como el elemento principal en detonar la crisis financiera. Por una parte, es claro que los superávits en cuenta corriente en algunas economías emergentes contribuyeron a impulsar el auge del crédito, así como el aumento de riesgos en los principales países deficitarios avanzados, pues, como ya se ha señalado, presionaron significativamente las tasas de interés mundiales, hasta aquí estamos dentro de la perspectiva teórica de la sobreacumulación del ahorro. No obstante, debe de tenerse presente los siguientes elementos.

Primeramente, es un poco arriesgado hacer inferencias sobre la actividad financiera de un país basándose únicamente en las observaciones de los flujos netos de capital; de la misma manera, resulta un tanto atrevido explicar los tipos de interés tomando sólo como referencia un marco de ahorro-inversión. Consideramos que una visión más amplia que permita explicar la crisis a través del “exceso de ahorro” debería de considerar los siguientes factores: por una parte, necesita establecer si existe una relación directa entre el balance de la cuenta corriente y los tipos de interés de largo plazo. En la figura 3, que muestra el balance de la cuenta corriente de los Estados Unidos y la tasa de interés de largo plazo, es posible observar que la relación fue consistente hasta el 2002, año en que comenzó a cambiar y, contrario a lo que presupone la perspectiva de la sobreacumulación del ahorro, parece que no hay un enlace directo en el periodo de la crisis.

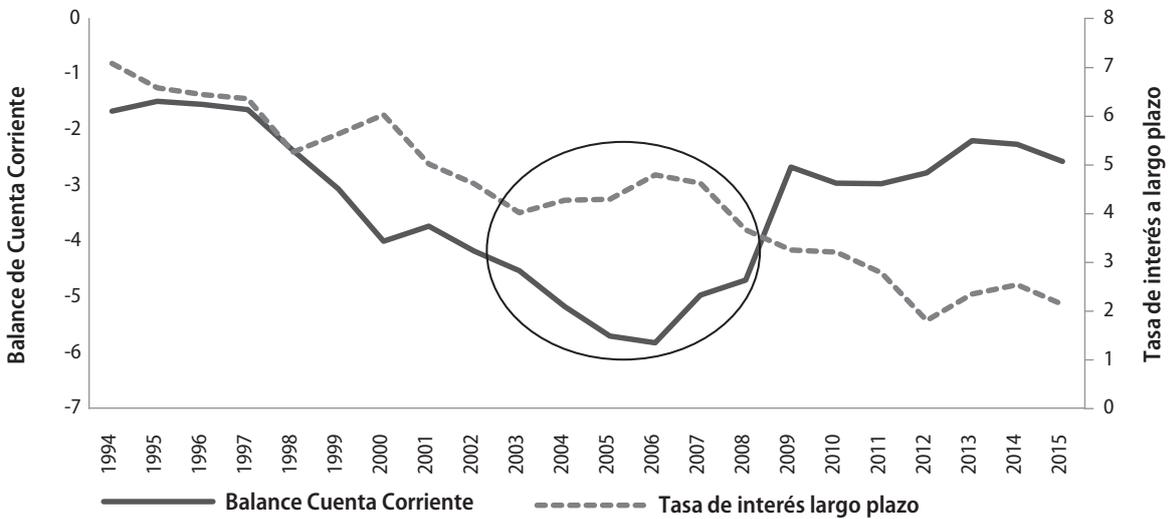
Como segundo punto a considerar, la figura 4 muestra la relación entre la depreciación del tipo de cambio y la demanda de activos netos

17 Michael D. Bordo y John S. Landon-Lane, “The Global Financial Crisis of 2007-08 is it unprecedented?”, Working paper 16589, en *National Bureau of Economic Research*, 2010.

de un país. En el caso del balance de la cuenta corriente y su comparación con el tipo de cambio efectivo parece establecerse una relación inestable que no muestra una correlación

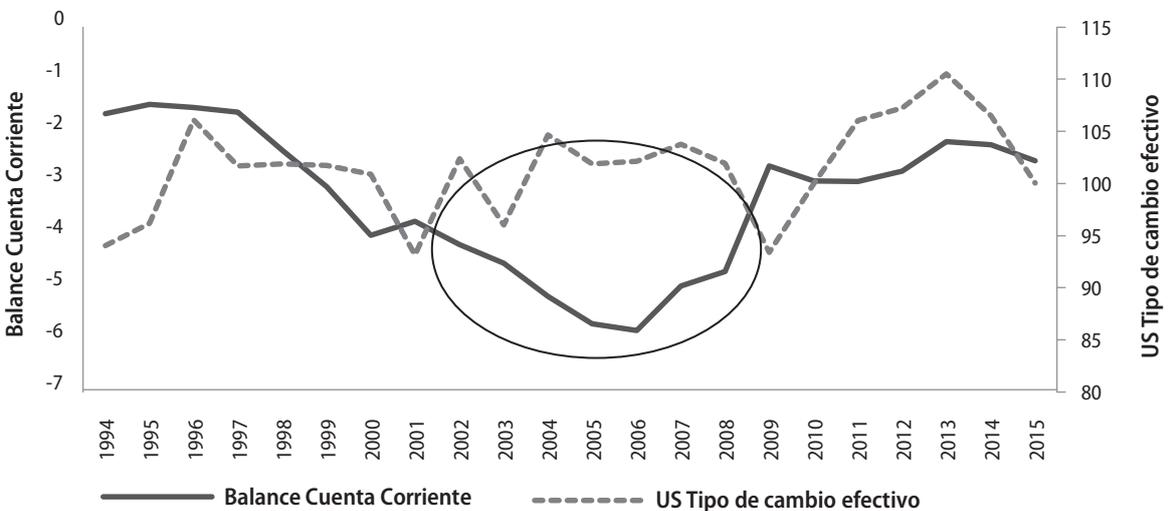
clara en los años previos a la crisis, pero sí en el periodo posterior a la crisis, es decir, en los años de 2009 en adelante.

Figura 1 EU: Balance de la cuenta corriente y tipos de interés de largo plazo (1994-2015)



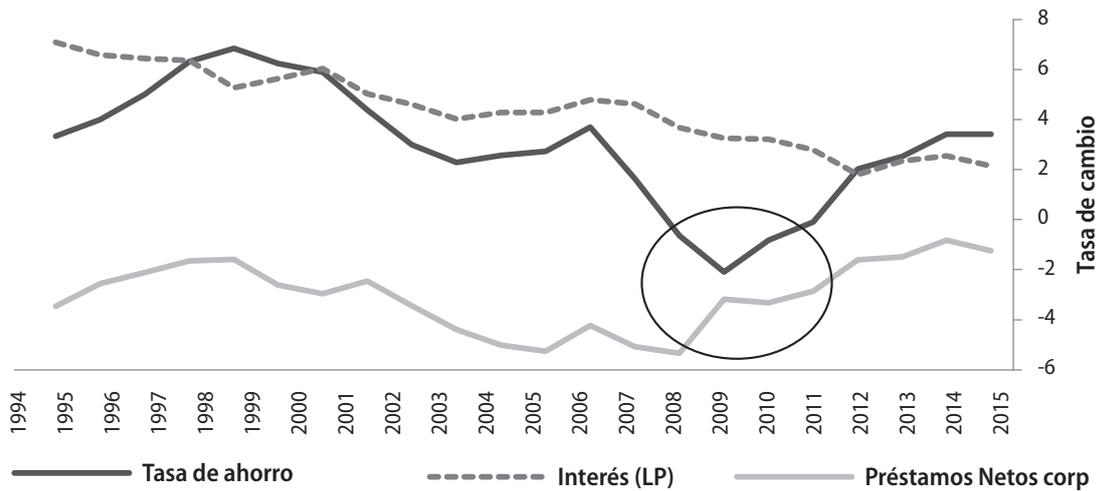
Fuente: Elaboración propia con datos de OECD Statistics, 2017.

Figura 2 EU: Balance de la cuenta corriente y tipo de cambio efectivo (1994-2015)



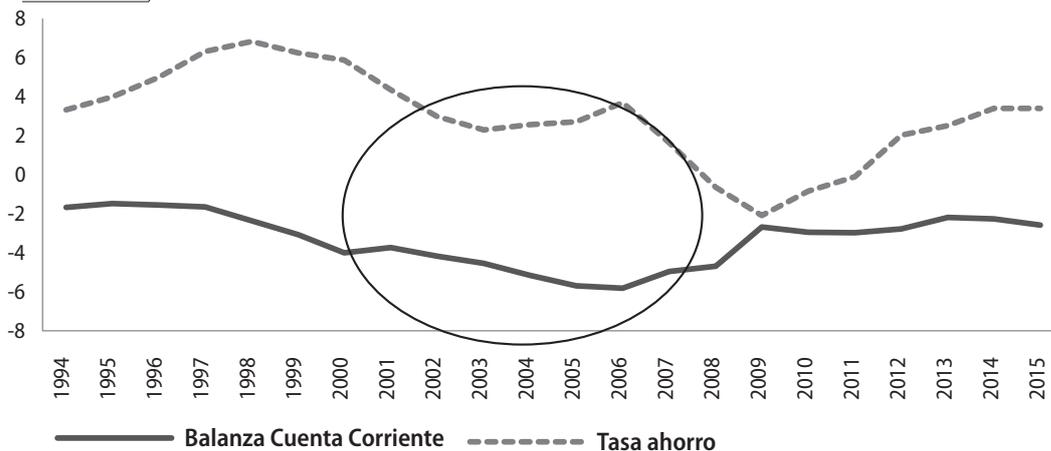
Fuente: Elaboración propia con datos de OECD Statistics y Bank of International Settlements, 2017.

Figura 3 EU. Tasa de ahorro, interés de largo plazo y préstamos netos corporativos (1994-2015)



Fuente: Elaboración propia con datos de OECD Statistics, 2017.

Figura 4 EU. Balanza de cuenta corriente y tasa de ahorro (1994-2015)



Fuente: Elaboración propia con datos de OECD Statistics, 2017.

Adicionalmente, es importante establecer en qué medida hay una conexión directa entre los tipos de interés y la tasa de ahorro neto o con la tasa de préstamos netos corporativos. La figura 5 corrobora lo ya señalado anteriormente; que la tasa de ahorro y los préstamos netos son variables muy similares y que por lo tanto muestran un comportamiento temporal muy

relacionado. En el caso de la tasa de interés de largo plazo y la tasa de ahorro también hay una relación clara que se rompe, precisamente, en los años anteriores previos al desplome de los dos hedge funds de Bear Stearns y que sólo vuelve a presentar alguna relación hasta el 2012, por lo que el argumento fundamental de la tesis de la sobreacumulación del ahorro

parece no ser tan claro. De hecho, antes de que estallara la crisis, la principal preocupación era que el alza de los activos en dólares estadounidenses, inducido por los déficits de una cuenta corriente, precipitaría la agitación. El escenario que se materializó fue muy diferente, de hecho, como se ve en la figura 4, a medida que la crisis se desarrollaba, el dólar estadounidense se apreciaba.

La última relación a verificar y que es acaso de las más importantes, es la relación entre el saldo de la balanza de la cuenta corriente y la tasa de ahorro. La figura 6 muestra que estas dos variables parecer desconectarse, precisamente, en el año 2002 y sólo vuelven a ser consistentes en el 2009, es decir, en los años previos y posteriores a la crisis por lo que, una vez más, otra de las relaciones fundamentales de la tesis de la sobreacumulación del ahorro es puesta en duda para el periodo de los años de interés, es decir, 2002 - 2007.

5. Consideraciones finales

Es necesario señalar que estos resultados sólo parecer ser consistentes en Estados Unidos, sería necesario ampliar este estudio para determinar en qué medida el incremento de la tasa de ahorro es un elemento explicativo de la crisis financiera a nivel global. Ahora bien, otra limitación en la perspectiva que hemos mostrado es que la tasa de ahorro no diferencia entre tasa de ahorro de gobierno y de los hogares, por lo que el nivel de agregación no permite hacer un análisis gráfico más fino. Sin embargo, hasta este punto, la principal conclusión es clara: las relaciones fundamentales en las que se basa la hipótesis del exceso de ahorro parecer no ser tan evidentes en los años de la crisis. Vale decir: la relación entre la balanza de cuenta corriente y la tasa de interés a largo plazo; entre la balanza de cuenta corriente y el

tipo de cambio efectivo; entre la tasa de ahorro, la tasa de interés a largo plazo y los préstamos netos corporativos y; finalmente, entre la balanza de cuenta corriente y la tasa de ahorro. En este trabajo no intentamos señalar que la acumulación excesiva de capital líquido y la falta de inversión productiva no sean elementos determinantes en la crisis, antes bien, que la relación entre el exceso de ahorro y el desarrollo de la crisis financiera seguramente actúa a través de canales indirectos que aún no han sido bien analizados.

Una posible explicación puede ser la falta de rigidez del sistema monetario y financiero internacional, es decir, que los regímenes monetarios y financieros vigentes no lograron frenar la acumulación de créditos y activos insostenibles. En ese sentido, restaría verificar si los auges de crédito son sólo una prerrogativa de los países deficitarios, es decir, conocer si algunos países con importantes superávits en cuenta corriente también han experimentado booms de crédito, algunos casos que valdría la pena revisar son la India, China o algunas economías del Medio Oriente, como Yemen o los Emiratos Árabes Unidos. Inclusive, si recurrimos un poco a la historia contemporánea, se verifica que el enorme boom del crédito que precedió a la crisis bancaria en Japón se produjo en el contexto de un gran superávit en cuenta corriente; lo mismo ocurrió con el gran auge de la década de 1920 que precedió a la crisis bancaria y la Gran Depresión en Estados Unidos.¹⁸ Así, es claro que la creación de crédito se ha vuelto una característica definitoria la economía monetaria. 

18 Charles P. Kindleberger y Robert Aliber, *Manias, Panics, and Crashes. A history of financial crisis*, 5ed., New York, John Wiley & Sons, 2000.

Bibliografía

- Bagehot, Walter, *Lombard Street in 1910*, en Rusell Barrington (ed.), *The Works and Life of Walter Bagehot*, vol. VI., London, Longmans Green and Co., 1915.
- Bernanke, Ben S., “Monetary Policy and the Housing Bubble” en Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C., 2010.
- Cameron, Rondo y V. I. Bovykin, *International Banking, 1870-1914*, Oxford, Oxford University Press, 1991.
- Chang, Andrew, *The credit overhang: U.S. Corporations have underinvested by \$175 billions to bolster cash* (Reporte), Standar and Poors, 12 de diciembre de 2012.
- Gordon, Robert J., “The turtle’s progress: Secular stagnation meets the headwinds”, en Coed Tuelings y Richard Baldwin (eds.), *Secular stagnation: facts, causes and cures*, London, Center for Economic Policy Research (CEPR), 2014.
- _____, *The Rise and Fall of American Growth. The US Standard of Living Since the Civil War*, Princeton University Press, Princeton, 2015.
- Jaffe, Steven H., y Jessica Latuin, *Capital of capital. Money, banking + power in New York City, 1784-2012*, New York, Columbia University/The Museum of the City of the New York/Citi, 2012.
- Keynes, John M., *Essays in Persuasion*, New York, W. W. Norton, 1963.
- Kindleberger, Charles P. y Robert Aliber, *Manias, Panics, and Crashes. A history of financial crisis*, 5ed., New York, John Wiley & Sons, 2000.
- Kliesen, Kevin L., “Uncertainty and the Economy”, *The Regional Economy*, Julio 2013, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Hammond, Bray, *Banks and Politics in America. From the Revolution to the Civil War*, Princeton, Princeton University Press, 1967.
- Hansen, Alvin, *Full Recovery or Stagnation?*, New York, W. W. Norton, 1938.
- Hofmann, Boris y Bilyana Bogdanova, “Taylor rules and monetary policy: a global Great Deviation?”, en *BIS Quarterly Review*, September, 2012.
- Mason, Paul, *Postcapitalismo. Hacia un nuevo futuro*, Barcelona, Paidós, 2015.
- McKinsey Global Institute, *Farewell to Cheap Capital? The Implications of Long-term Shifts in Global Investment and Saving*, diciembre, 2010.
- Moody’s, *Moody’s US no-financial corporates’ cash pile grows, led by technology*, New York, Global Credit Research, 31 de marzo del 2014.
- Oostendorp, Remco H. *The occupational wages around the World*, World Development Report 2013.
- Pastor, Lubos y Pietro Veronesi, *Uncertainty about government policy and stock prices*, Working Paper 10-25, The Chicago University.
- Piketty, Thomas, *El Capital en el siglo XXI*, México, Fondo de Cultura Económica, 2013.
- Shiller, Robert, *Irrational exuberance*, Princeton, Princeton University Press, 2015, 3ed.
- Stiglitz, Joseph, *Los felices noventa: la semilla de la destrucción*, México, Taurus, 2003.
- Summers, Larry, “Reflections on the New Secular Stagnation Hypothesis”, en C. Teulings y R. Baldwin (eds.), *Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures*, London, Center for Economic Policy Research (CEPR), 2014.
- Tobin, James, “On the efficiency of the Financial System”, *Lloyds Bank Review*, Julio, 1984.
- Veblen, Thorstein, *Theory of Business Enterprise*, New Brunswick, Transaction Publishers, 1978.
- World Bank, *International Debt Statistics*.

