

Flujos de capital, la crisis financiera internacional y los desbalances macroeconómicos.

Jorge Hernán Toro Córdoba
Rocío Mora Quiñones
Daniel Parra Amado*

Resumen

La década del 2000 se caracterizó por el fuerte incremento de los flujos de capital entre las economías avanzadas, al igual que entre estas últimas y las economías emergentes, que tuvieron lugar en ambas direcciones. Los mayores flujos de capital se dieron en un contexto de globalización financiera y comercial, liberalización del comercio, innovación e integración de los sistemas bancarios y financieros, y avances en los procesos de privatización. Adicionalmente, los desbalances globales caracterizados por los excesos de ahorro en China y varias economías petroleras del medio oriente, dieron lugar a importantes flujos de capital que en su mayor parte se dirigieron hacia los Estados Unidos. La crisis financiera de 2008 evidenció los desequilibrios macroeconómicos que los fuertes flujos de capital, la debilidad en la regulación financiera y la ausencia de respuestas oportunas de política indujeron en las economías avanzadas, principalmente los Estados Unidos. Así, lo que comenzó como un problema de incumplimiento de pagos en el mercado inmobiliario estadounidense se tradujo en la peor recesión mundial desde la posguerra. Todo ello incrementó la aversión al riesgo internacional, afectó los flujos de capital de las economías desarrolladas y emergentes, desestabilizó las relaciones comerciales y bancarias, redujo el crecimiento económico y aumentó el desempleo a nivel mundial. Para contribuir al mejor entendimiento de una experiencia tan traumática, cuyas consecuencias continúan sintiéndose en la actualidad, este trabajo buscar cumplir tres objetivos. El primero es describir la situación de desbalances macroeconómicos a nivel mundial, que al crear las condiciones propicias para el incremento de los flujos de capital, contribuyeron a debilitar la solidez financiera de los Estados Unidos y otras economías avanzadas. El segundo es cuantificar los flujos de capital antes y después de la crisis internacional y describir el contexto macroeconómico en el cual éstos se presentaron. El tercer objetivo es el de describir los hechos más relevantes durante el desarrollo de la crisis, para tratar de identificar sus posibles causas y respuestas de política.

Clasificación JEL: F21, G01, F59

Palabras claves: flujos de capitales, crisis financiera internacional, desbalances macroeconómicos.

* En su orden los autores son Subgerente de Estudios Económicos del Banco de la República, (jtorocor@banrep.gov.co), profesional experto del departamento técnico y de información económica, (rmoraqu@banrep.gov.co) y profesional especializado del departamento de programación e inflación, (dparraam@banrep.gov.co). Los puntos de vista expresados en el documento son de exclusiva responsabilidad de los autores y no representan los del Banco de la República ni de su Junta Directiva.

INTRODUCCION

La integración financiera internacional constituye un factor fundamental que estimula el crecimiento económico sostenible. Los flujos de capital complementan el ahorro doméstico, con lo cual reducen las restricciones financieras para la inversión en proyectos productivos y suavizan las fluctuaciones del consumo. Igualmente, estimulan la diversificación de riesgos de inversión, promueven el comercio internacional y contribuyen al desarrollo de los mercados financieros. Adicionalmente, aquellos flujos de capital asociados con inversión extranjera directa, son un vehículo efectivo de transferencia de tecnología, mejoras en productividad y apertura de mercados externos. La experiencia de muchos países, principalmente del Sudeste Asiático, ha demostrado el potencial de la inversión extranjera para promover el desarrollo y el crecimiento de las exportaciones. Como muchos otros países, Colombia también se ha beneficiado de la mayor integración internacional y apertura a los flujos de capital, que en el caso de la inversión extranjera directa ascendió en 2011 a 4.0% del PIB, constituyendo un factor de estímulo al desarrollo y aumento de las exportaciones durante los últimos años.

A pesar de los beneficios que los flujos de capital pueden brindar a las economías que los reciben, también se han identificado los peligros para la estabilidad económica que ellos representan. Como la experiencia de muchos países lo ha demostrado, las entradas masivas de capital pueden producir un sobrecalentamiento de las economías, excesiva apreciación de la tasa de cambio, exagerada expansión del crédito y del consumo, y burbujas en el precio de los activos. Adicionalmente, si dichos flujos se presentan en la forma de endeudamiento externo, estos podrían tornarse insostenibles, particularmente ante la ocurrencia de un choque externo negativo, especialmente si una porción importante de ese endeudamiento tiene un perfil de corto plazo. Tal fue la experiencia de varios países del Sudeste Asiático, durante la crisis de finales de la década de los noventa.

Los puntos señalados aplican principalmente a las economías emergentes. No obstante, la estabilidad de una economía desarrollada y rica como la de los Estados Unidos también puede

ser vulnerable a los flujos de capital, si estos se presentan en magnitud suficientemente grande y durante un período de tiempo prolongado. Es así como todos los análisis reconocen que una de las principales causas que produjo la mayor crisis económica de los Estados Unidos después de la segunda guerra mundial en 2008-2009 fue el fuerte y sostenido incremento de los flujos de capital hacia ese país que tuvo lugar a lo largo de la década de 2000.

Los vínculos entre los flujos de capital durante la década del 2000 y la crisis de 2008-2009 en los Estados Unidos guardan similitud con lo que suele ocurrir en las economías emergentes. Los capitales que durante esos años fluyeron hacia esa economía en gran cantidad, generaron una expansión exagerada de crédito, tasas de interés artificialmente bajas y una burbuja en el precio de los activos, que terminaron por ser insostenibles. Es un fenómeno que guardadas las proporciones fue similar a lo que ocurrió en Colombia durante la década de los noventa. Existen sin embargo diferencias importantes con las economías emergentes. Las fuertes entradas de capital a los Estados Unidos, que se reflejaron en un creciente endeudamiento externo y una significativa ampliación del déficit de la cuenta corriente, no necesariamente se percibían como una deuda insostenible, dado el enorme tamaño de esa economía. Esto por supuesto, estimulaba aún más la entrada de capitales a ese país, y daba mayor fuerza a la expansión del crédito y la burbuja hipotecaria. En segundo término, a diferencia de las economías emergentes, los Estados Unidos tienen la facultad única de ser emisores de una moneda de reserva como lo es el dólar. Esta facultad les ofrecía mucho más posibilidades de endeudamiento externo, como efectivamente lo hizo a lo largo de la década.

El propósito de este artículo es ofrecer al lector una discusión de tres elementos básicos que ayudan a entender la importancia de los flujos de capital como una de las causas subyacentes de la reciente crisis financiera mundial. El primero es una descripción del entorno económico mundial durante la década de 2000 que estimuló el incremento de los flujos de capital, principalmente hacia los Estados Unidos. En esta sección se analizan los desbalances globales, y los principales factores del sistema financiero internacional que facilitaron el crecimiento de estos desbalances y le permitieron a los países desarrollados, principalmente en los Estados Unidos, demorar o no emprender su corrección.

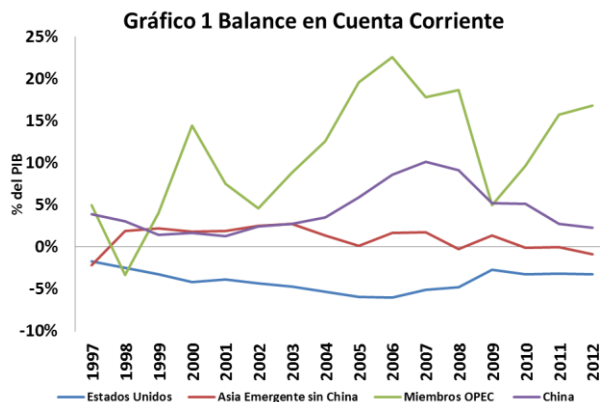
El segundo elemento es la cuantificación misma del tamaño de los flujos de capital durante la década de 2000 y el año 2011, distinguiendo por destino y tipos de flujos. En cuanto al destino de los flujos de capital se incluyen las economías avanzadas (G7), las economías avanzadas de Asia, Latinoamérica y El Caribe, y Asia en Desarrollo. Respecto a sus categorías se cuantifican los montos totales de flujos de capital y sus modalidades según sean inversión extranjera, deuda o flujos de portafolio.

Finalmente, en la tercera parte del trabajo se hace una descripción de la crisis financiera mundial, resaltando sus causas y consecuencias sobre las economías avanzadas y emergentes. Igualmente se analizan las políticas adoptadas por las autoridades en los países desarrollados para afrontar la crisis. El análisis de esta sección es amplio, en el sentido de no solo limitarse al examen de los flujos de capitales como causa de la crisis, sino que se extiende para comprender todas las demás causas de la crisis. Este es un ejercicio necesario, pues logra poner en perspectiva el papel de los flujos de capital, sobre el cual otros artículos de este libro profundizarán más adelante.

I. Desbalances globales y la crisis económica mundial

Una de las principales explicaciones del origen de la crisis económica mundial se atribuye a los desbalances globales que empezaron a emerger en décadas anteriores y se acentuaron a partir del año 2000; como resultado de crecientes diferencias entre ahorro e inversión en las principales economías del mundo que se reflejaron en grandes desequilibrios de la cuenta corriente de la balanza de pagos¹. Al respecto se muestra cómo en los Estados Unidos (EE.UU.) se incrementó el déficit en cuenta corriente, al tiempo que en las economías emergentes de Asia (especialmente China) y los países exportadores de petróleo del medio oriente se generaron superávits crecientes (Gráfico 1).

¹ Ver por ejemplo Bernanke (2005; 2007; 2011;); Blanchard and Milesi-Ferreti (2009); Council of Economic Advisers (2009); Dunaway (2009); Eichengreen (2009); Krugman (2009); Portes (2009);



De acuerdo con este enfoque, el exceso de ahorro sobre inversión en numerosas economías emergentes (“*saving glut*”²) dio origen a importantes flujos de capital que se dirigieron hacia las economías avanzadas, siendo los EEUU el principal receptor de los mismos. Tales flujos contribuyeron a reducir las tasas de interés mundiales y a generar una fuerte expansión del crédito, que estimularon considerablemente el consumo y la inversión de los países avanzados, particularmente en los EEUU (Cuadro 1 y Gráfico 2).

Cuadro 1

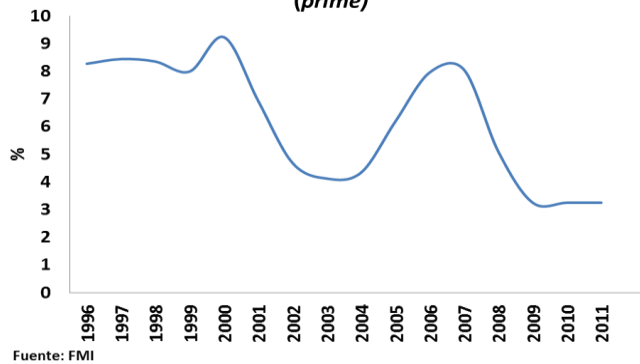
Flujos de capital neto, los Estados Unidos (% PIB)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Inversión internacional	1.6	0.2	-0.7	-0.8	-1.4	0.6	0.0	-1.4	-0.1	-1.0	-0.8	-1.2
Inversión de portafolio	3.1	3.3	3.6	3.8	5.8	4.6	4.7	5.5	5.6	0.0	3.7	0.8
Derivados financieros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	-0.2	0.4	0.1	0.0
Otros flujos de capital	0.1	0.4	1.8	1.7	0.1	0.3	1.1	0.3	-0.1	2.8	-1.3	3.1
Total	4.8	3.9	4.7	4.8	4.5	5.4	6.0	4.4	5.1	2.1	1.8	2.7

Fuente: FMI

² Término acuñado por el Gobernador de la Reserva Federal, Ben Bernanke. Ver por ejemplo: “*The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*” Discurso pronunciado en Marzo 10 2005, ante la asociación de Economistas de Richmond, Virginia.

Gráfico 2 Tasa de préstamos de buena calidad
(prime)



La profundización de los desbalances globales durante la década de 2000 tuvo su origen en una combinación de factores cuyos efectos se reforzaron mutuamente (Dunaway, 2009). En los EEUU el ahorro nacional declinó como resultado del deterioro de la posición fiscal, que pasó de superávit a déficit, como también por la caída del ahorro privado a medida que el consumo y la compra de vivienda fueron estimulados por las bajas tasa de interés y la mayor disponibilidad de financiamiento. El incremento de la demanda interna en los EEUU aumentó la tasa de crecimiento en ese país, lo que a su vez estimuló la actividad económica en el resto del mundo a través de una mayor demanda de exportaciones y elevados términos de intercambio.

En el caso de las economías emergentes del Sudeste Asiático, la combinación de un mayor ingreso disponible y limitadas oportunidades de inversión en ellas mismas (luego de los excesos de inversión que se dieron a finales de los noventa), las condujo a incrementar el ahorro nacional y a elevar sus superávit externos. Especialmente en China, a pesar de haberse producido un incremento de la inversión, el ahorro nacional aumentó mucho más, como reflejo del mejoramiento en la posición fiscal del Gobierno y del incremento del ahorro empresarial.

Los crecientes superávit externos produjeron fuertes presiones a la apreciación del tipo de cambio, las cuales fueron resistidas a través de intervenciones sustanciales en el mercado cambiario, que se tradujeron en importantes incrementos de las reservas internacionales. Además de buscar protegerse contra la apreciación, las medidas cambiarias también obedecieron a una política de recuperar el nivel de reservas internacionales después de su caída durante la crisis

asiática de fines de los noventa³. El resultado fue el de impedir la corrección del superávit de cuenta corriente, que se hubiera podido producir de haberse permitido la apreciación.

Adicionalmente, los superávits de cuenta corriente de los países exportadores del petróleo en el Medio Oriente también aumentaron debido a que la creciente demanda mundial continuó presionando al alza los precios del petróleo. A su turno, numerosos países en desarrollo también canalizaron sus superávits externos hacia los EEUU. Esta abundante financiación ayudó a sostener la continua expansión del consumo, la burbuja de vivienda y el aumento sostenido del precio de los activos en los EEUU. Finalmente, aquellas valorizaciones mejoraron las utilidades y atrajeron flujos adicionales de capital hacia esa economía. Con ello los desbalances globales comenzaron a reforzarse mutuamente.

A. Factores que facilitaron los desbalances globales

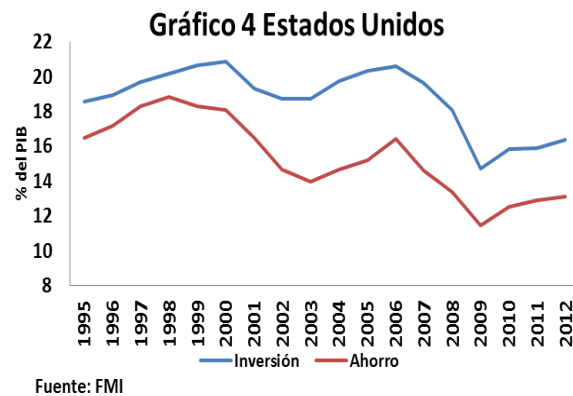
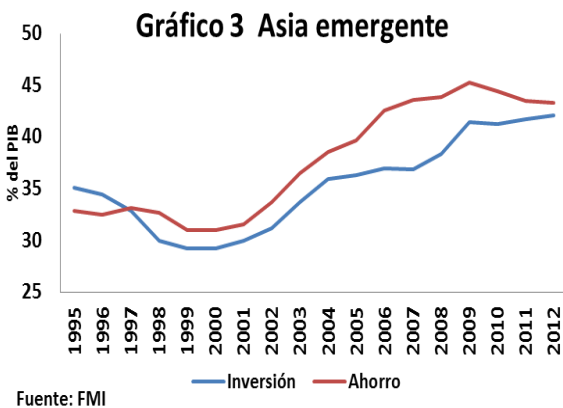
El problema de los desbalances globales se ha discutido extensamente desde hace varios años, y existe un amplio reconocimiento entre analistas y responsables de política de los efectos que éstos tienen en la formación de burbujas de precios de activos y en la profundización de desequilibrios macroeconómicos. A pesar de ello es poco lo que los países han hecho para corregirlos, hasta el punto que los desbalances globales continúan aún después de la crisis.

Tampoco se han dado las fuerzas de ajuste que los propios desequilibrios en cuenta corriente generan, para mantenerse en niveles sostenibles. Por ejemplo, países con déficit en cuenta corriente encuentran cada vez más difícil y costoso obtener financiamiento. En condiciones normales esta situación debe inducir un ajuste a través de presiones al alza de las tasa de interés internas, tendencia hacia la depreciación de la tasa de cambio real y desaceleración de la actividad económica. Por su parte, los países con superávit enfrentan presiones similares en la dirección opuesta, donde en este caso las presiones hacia la apreciación de la tasa de cambio real y la elevada actividad económica constituyen las principales fuerzas que promueven el ajuste del

³ En el caso de China, el superávit de cuenta corriente alcanzó niveles muy elevados, y las reservas internacionales subieron a niveles record. Adicionalmente, las presiones competitivas de China sobre otros países del Sudeste Asiático los obligaron a limitar la apreciación de sus monedas frente al dólar, incentivando con ello sus superávits externos y la acumulación de reservas (Dunaway, 2009).

superávit. Nada de esto parece haberse producido durante la década del 2000, período en el cual los desbalances globales no se corrigieron, e incluso crecieron.

Blanchard y Milesi-Ferretti (2009) examinan la evolución de los desbalances globales y sugieren agrupar lo sucedido en tres períodos. En el primero de ellos, entre 1996 y 2000, el auge tecnológico, mayores expectativas por productividad y la búsqueda de rentabilidades más elevadas en los EEUU permitieron un aumento de la inversión en ese país, lo que dio lugar a un incremento de su déficit en cuenta corriente. Simultáneamente, se observó una reducción en la inversión en Asia, posterior a las crisis asiática y japonesa, que les permitió registrar un superávit en sus cuentas corrientes (Gráficos 3 y 4).



En el segundo, entre 2001 y 2004, los EEUU registraron de nuevo un déficit de cuenta corriente como resultado de una caída del ahorro, en particular el del sector público. Al mismo tiempo, a los superávits registrados por Asia emergente y Japón se sumaron los producidos por los países exportadores de petróleo. Durante este período, no se observaron grandes cambios en los desbalances macroeconómicos. Por último, desde 2005 hasta el momento en que se presentó la crisis financiera internacional en 2008, los EEUU siguieron presentado un bajo nivel de ahorro y un amplio déficit en cuenta corriente. Esta situación se acentuó porque coincidió con un período de aumentos significativos en los precios de activos inmobiliarios y financieros en los países desarrollados y con el notable incremento de los flujos de capital destinados a financiar deuda tanto pública como privada en esos países.

Como resultado de la crisis, las economías emergentes, en especial las de Asia, disminuyeron sus niveles de ahorro ya que debían impulsar el crecimiento económico con su demanda interna, como respuesta a la caída de la demanda mundial. Simultáneamente, los EEUU y otros países desarrollados presentaron fuertes caídas en el consumo e inversión privados debido a la pérdida generalizada de la riqueza, el alto nivel de apalancamiento y la destrucción de empleos sin precedentes. También, se presentó una disminución significativa en los precios de bienes básicos que generaron un recorte en el superávit de países exportadores de petróleo y una disminución en el déficit de países importadores, como es el caso de los EEUU. Todo esto ocasionó una reducción importante en los desequilibrios globales, y permitió ciertos ajustes en las cuentas corrientes. Sin embargo, aquella situación fue transitoria y de nuevo, en medio de las políticas contracíclicas y de reactivación económica ejecutadas para salir de la crisis, los desbalances se ampliaron.

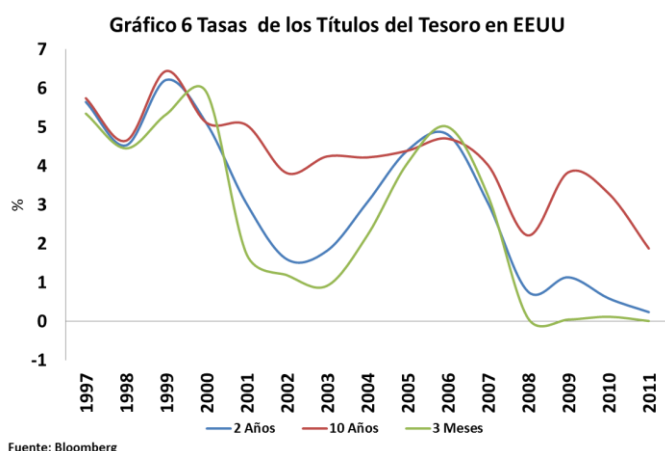
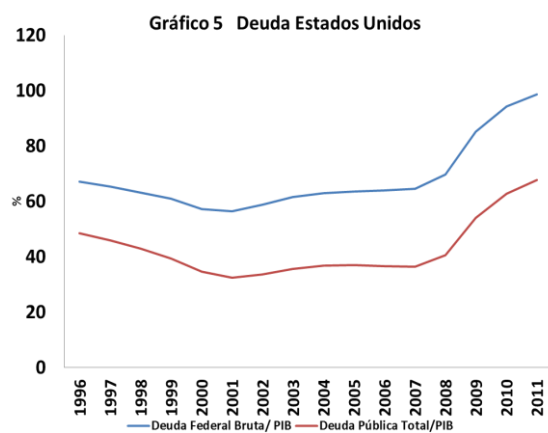
Cabe entonces preguntarse cuáles fueron los principales factores del sistema financiero internacional que facilitaron el crecimiento de estos desbalances y le permitieron a los países demorar o no emprender su corrección. Se pueden identificar tres factores que desincentivaron los ajustes que debían producirse:

1. Por su condición de ser un país que emite activos de reserva, los EEUU pudieron financiar su déficit de cuenta corriente por un período extendido a un bajo costo.

Después de 2001 el incremento del déficit de cuenta corriente de los EEUU reflejó principalmente políticas fiscales expansionistas y un elevado crecimiento del consumo. La financiación de este déficit fue provista en buena parte por gobiernos extranjeros. El costo para los EEUU de esta financiación fue relativamente bajo debido a la prima que los gobiernos extranjeros estaban dispuestos a pagar para obtener del gobierno norteamericano títulos considerados como libres de riesgo. Los países que invierten recursos en reservas oficiales valoran la liquidez y amplitud de mercado que ofrecen las Letras del Tesoro del Gobierno

estadounidense. Esta propiedad coincide con la definición de un activo de reserva que enfatiza que éste debe ser altamente líquido y que la volatilidad de su valor debe ser baja⁴.

La disponibilidad de financiamiento externo barato le permitió a los EEUU eludir dolorosas medidas para incrementar el ahorro nacional. Como se muestra en los Gráficos 5 y 6, entre 1990 y el comienzo de la crisis financiera en 2007, dicha economía logró mantener un nivel creciente de deuda pública, sin ser penalizado por una disminución del apetito por su deuda. Por el contrario, los inversionistas aceptaron menores rendimientos por los títulos del gobierno norteamericano.



2. Las economías emergentes de Asia en general, y China en particular, resistieron la presión a la apreciación sobre sus monedas y mantuvieron grandes superávits de cuenta corriente.

La economía China está basada en un modelo que se apoya fuertemente en las exportaciones, el cual le ha permitido a ese país obtener un rápido crecimiento y desarrollo. Por esa razón las autoridades chinas son renuentes a permitir un ajuste de la tasa de cambio que pueda afectar la competitividad de sus exportaciones y generar un desincentivo a la inversión, considerada como motor del crecimiento. Para mantener una tasa de cambio sub-valorada, aún en condiciones de superávit de la cuenta corriente y ganancias de productividad superiores a las del resto del mundo, China tuvo que acumular una enorme suma de reservas internacionales (Gráfico 7). Adicionalmente, para moderar las entradas de capital y contener los costos de la intervención

⁴ Manual de Balanza de Pagos. 5ta. Edición. Fondo Monetario Internacional

esterilizada, China acudió a los controles de capital y a medidas administrativas para regular la expansión del crédito. Aquellas medidas influenciaron a otros países del Este asiático, que buscaron limitar la apreciación de sus monedas en respuesta a la apreciación competitiva de China, acumulando también montos importantes de reservas.



Por su parte, hacia finales de 2003 numerosas economías latinoamericanas comenzaron también a experimentar presiones hacia la apreciación de sus tasas de cambio, a pesar de que en algunos países se presentaban déficit en cuenta corriente; pero que eran compensados con superávit de la cuenta de capital que desbordaban las necesidades de financiamiento. Ese ha sido el caso de Colombia. En tales condiciones la acumulación de reservas internacionales en los principales países de América Latina fue aumentando (Gráfico 8), a medida que las autoridades monetarias decidieron intervenir en el mercado cambiario para moderar la apreciación. Así, Latinoamérica, junto a Asia emergente, añadió mayores fuentes de financiamiento a la economía estadounidense.



3. Falta de consenso en los EEUU de la necesidad de ajustar el déficit de la cuenta corriente, ante la idea de que el déficit externo a un nivel de 7% del PIB era perfectamente sostenible por un período indefinido.

Tres argumentos hicieron carrera durante la década del 2000 en los EEUU que subestimaban cualquier peligro sobre la estabilidad económica que pudiera generar el incremento del déficit en la cuenta corriente y el creciente endeudamiento externo. Estos pueden clasificarse en tres grupos, de acuerdo con Eichengreen (2006).

1. La Nueva Economía :

En esta visión se decía que quienes alertaban sobre el peligro de insostenibilidad del déficit en cuenta corriente de los EEUU subestimaban el apetito de los inversionistas externos por obtener títulos norteamericanos. De acuerdo con esta visión, el rápido crecimiento de la productividad y las elevadas utilidades del sector corporativo de los EEUU hacían que este país fuera un lugar muy atractivo para invertir, hasta el punto que el resto del mundo estaba dispuesto a continuar proveyendo inversión extranjera en una cuantía de al menos 7% del PIB de los EEUU, por un período indefinido.

De acuerdo con Eichengreen (2006) esta visión tenía varios problemas que creaban dudas sobre su validez: (i) para que la razón deuda/PIB no aumentara explosivamente, al financiar consecutivamente un déficit externo de 7% del PIB o más, se requería mantener un ritmo de

crecimiento de la productividad muy alto, que no era el caso en los EEUU; (ii) la productividad en aquella economía crecía menos que en China, quien era su principal fuente de financiamiento, y por lo tanto le restaba ventaja como destino atractivo para la inversión; (iii) las tasas de retorno de las inversiones extranjeras en los EEUU no eran más altas que las que se podían obtener en otros países.

2. La Materia Oscura :

Un segundo argumento que cuestionaba la necesidad de hacer un ajuste de la cuenta corriente en los EEUU fue sostenido por Hausmann y Sturzenegger (2005). Estos autores ponían en duda que los EEUU hubieran en realidad estado acumulando una elevada deuda externa, con lo cual también ponían en entredicho las estadísticas oficiales de la cuenta corriente. Para ello observaban que los ingresos netos de intereses desde el exterior se mantenían positivos por encima de US\$ 30 billones en 2005, lo que significaba que las inversiones de los EEUU en el exterior, deberían exceder las inversiones de los extranjeros en los EEUU⁵. Puesto que el valor de los intereses netos no había disminuido significativamente durante 25 años² hasta el 2005, tampoco lo deberían haber hecho el valor de las inversiones norteamericanas en el exterior, adecuadamente valoradas.

En cierto sentido esto significaba que los Estados Unidos no habían estado manteniendo un déficit en cuenta corriente, sino que las estadísticas eran incapaces de registrar, o subestimaban, el valor de ciertas exportaciones intangibles tales como: los servicios de liquidez de los EEUU (señoraje); servicios de aseguramiento (inversiones seguras); y servicios de conocimiento (capacidad organizacional y reconocimiento de marca), los cuales estaban respectivamente implícitos en tres tipos de instrumentos financieros: dólares en efectivo mantenidos por extranjeros; bonos del tesoro estadounidense en poder de extranjeros; e inversión extranjera directa originada en los EEUU. Entre las objeciones a esta posición señaladas por Eichengreen (2006), está que la economía

⁵ Ambas valoradas adecuadamente para reflejar su capacidad de generación de ingreso.

estadounidense había mantenido los intereses artificialmente bajos durante la década de 2000, contribuyendo a generar un flujo neto positivo de intereses.

3. El Inversionista Sabio:

El tercer argumento afirmaba que no se requería un ajuste del déficit externo, porque los EEUU podían servir una elevada deuda externa sin dificultad alguna gracias a que los activos externos de ese país ganaban un retorno significativamente más alto que el costo de sus pasivos. Esto ocurría simplemente porque los inversionistas norteamericanos eran más sabios en sus decisiones de inversión que sus contrapartes extranjeros. Al respecto Eichengreen (2006) expresa escepticismo sobre la persistencia de rendimientos más altos de las inversiones norteamericanas en el exterior frente a las de extranjeros en los EEUU. Además anota el hecho que este argumento se contradice con el de la nueva economía, que se basa en suponer elevados retornos a las inversiones en los EEUU, como una razón para que continúe llegando capital que pueda financiar el déficit externo en ese país.

B. Objeciones al enfoque de los desbalances globales como origen de la crisis financiera mundial

La visión de los desbalances globales como una de las causas fundamentales de la crisis, al haber generado grandes flujos de capital hacia los EEUU, y con ello una excesiva expansión del crédito, burbujas en el precio de los activos y bajas tasas de interés, es cuestionada por Borio y Disyatat (2011). Estos autores controvierten la hipótesis del enfoque de los desbalances, que sostiene que las expansiones de crédito en los EE.UU. y otros países avanzados fueron financiadas con flujos netos de capital provenientes de los países con cuentas corrientes superavitarias. Igualmente, cuestionan el argumento según el cual el aumento ex-ante en el ahorro global relativo a la inversión ex-ante en los países con superávit externos haya sido el origen de la caída de las tasas de interés mundiales, particularmente las de los activos en dólares.

Con respecto a la primera objeción, los autores sostienen que el excesivo énfasis en el papel de los balances en las cuentas corrientes para explicar los flujos de capital entre países, impide

analizar con suficiente atención los patrones de financiamiento global que constituyeron el núcleo de la fragilidad financiera. Al respecto aducen que las cuentas corrientes y los flujos netos de capital revelan muy poco acerca del financiamiento.

Esto se debe a que los balances de cuenta corriente y los flujos de capital neto sólo capturan cambios en las posiciones externas de un país que surgen del comercio real de bienes y servicios, pero excluyen los cambios subyacentes en los flujos brutos, que comprenden todas las transacciones en activos financieros. De esta manera, las cuentas corrientes dicen muy poco sobre el papel que un país juega en los movimientos internacionales de crédito e intermediación financiera, sobre el grado en el cual sus inversiones reales se financian externamente, y sobre el impacto de los flujos de capital en las condiciones financieras domésticas. Los autores anotan que al observar los flujos de capital brutos y las tendencias principales de la actividad bancaria internacional se puede demostrar que las vulnerabilidades financieras antes de la crisis tuvieron muy poca relación con los desbalances globales de cuenta corriente.

Con respecto a la hipótesis de los excesos de ahorro de los países superavitarios como el origen de la caída de las tasas internacionales de interés, los autores arguyen que el balance entre ahorro ex-ante e inversión ex-ante debe ser mejor entendido como un determinante de la tasa de interés *natural*, más que de la tasa de interés de mercado, que fundamentalmente es un fenómeno monetario. Al respecto, los autores argumentan que la tasa de interés de mercado es el resultado de la interacción de la tasa de política fijada por el banco central, las expectativas del mercado sobre la política futura de tasas de interés, las primas de riesgo y las preferencias de los agentes económicos, aspectos sobre los cuales la influencia del balance ahorro-inversión es apenas indirecta. De acuerdo con esto, anotan que la expansión insostenible de crédito y del precio de los activos que precedieron la crisis es un signo de una brecha significativa y persistente entre a tasa natural y la tasa de mercado.

En este contexto, los autores critican la visión de '*exceso de ahorro*' porque no logra distinguir de forma suficientemente clara la diferencia entre ahorro –un concepto de cuentas nacionales-, y financiamiento –un concepto de flujo de fondos-, lo que limita el análisis sólo a los flujos netos de capital, sin prestar atención a los flujos brutos. Sobre esta base concluyen que la visión de

exceso de ahorro no es apropiada para entender los patrones de financiamiento global que contribuyeron a crear la burbuja de crédito y de activos, que sembraron la semilla de la crisis.

Para ilustrar su punto, Borio y Disyatat (2011) analizan el comportamiento de los flujos brutos de capital y las hojas de balance consolidadas de las instituciones financieras desde mediados de los noventa hasta la crisis financiera de finales de la década de 2000. A partir de este análisis los autores obtienen varias conclusiones importantes: (i) la expansión de los flujos brutos de capital global fueron significativamente mayores que las posiciones en cuenta corriente, y se dieron principalmente entre países desarrollados; (ii) los balances de cuenta corriente de los EEUU no jugaron un papel dominante en determinar los flujos financieros hacia ese país antes de la crisis; (iii) aunque las discusiones de los desbalances globales han enfatizado el papel de los flujos públicos, el grueso de los flujos brutos hacia los EEUU tuvo su origen en el sector privado; (iv) la distribución geográfica de los flujos de capital bruto hacia los EEUU antes de la crisis es difícilmente consistente con lo que sostiene la visión del *exceso de ahorro*. El origen más importante de flujos de capital hacia los EEUU fue básicamente Europa y no las economías emergentes; (v) los desbalances en cuenta corriente sólo se redujeron levemente en 2008, mientras que los flujos brutos de capital colapsaron, principalmente debido a la drástica reducción de flujos de capital entre las economías avanzadas; (vi) las tenencias extranjeras de títulos norteamericanos pertenecían principalmente a residentes europeos, las cuales llegaron a representar casi la mitad del stock de títulos de los EEUU en manos de extranjeros antes de iniciarse la crisis financiera. En particular, las tenencias de títulos respaldados con hipotecas estuvieron principalmente concentradas en Europa, lo cual sugiere que el papel de Asia en la financiación de la burbuja hipotecaria en los Estados Unidos fue secundario en términos relativos. De esta forma, el trabajo de Borio y Disyatat (2011) ofrece una visión completamente diferente del papel de los desbalances globales como origen de la crisis, el cual sigue siendo un tema de debate en la actualidad.

II. Cuantificación de los flujos de capital hacia los mercados emergentes - ME antes, durante y después de la crisis internacional de 2008, y su tamaño relativo respecto a los flujos hacia las economías avanzadas - EA.

Para comprender la importancia de los flujos de capital en las diferentes economías del mundo y tener una referencia de su evolución antes, durante y en la reciente crisis financiera internacional, a continuación se aborda el estudio de la cuantificación de dichos flujos a partir de tres puntos de vista: i) la integración macroeconómica y financiera con las Economías Avanzadas (EA), ii) las tendencias de los flujos de capital y iii) la composición de los flujos de capital discriminados de acuerdo al origen y tipo de flujo.

A. Integración macroeconómica y financiera.

El ritmo acelerado en la globalización financiera en la últimas décadas se ha caracterizado por la liberalización de las cuentas de capital de varias economías emergentes y la desregulación de los sistemas financieros (Lane, P. and Milesi-Ferreti, G.M, 2008). La participación de inversionistas extranjeros en mercados locales de esas economías, el mayor suministro de liquidez a nivel mundial y la búsqueda de posibilidades de diversificación de las inversiones estimularon la profundización financiera. Con ello surgió tanto la creación de nuevos mercados como de nuevos instrumentos financieros, que permitieron el desarrollo del mercado de capitales. Asimismo, se produjo una reducción de costos de transacción y de comunicaciones que ampliaron las oportunidades de negocio a los inversionistas internacionales.

El milagro de los mercados financieros emergentes se registró entre 1992 y 1993, cuando inversionistas de portafolio de las EA invirtieron extraordinarias sumas de capital en deuda y acciones⁶ (Beim, D and Calomiris, Ch., 2001). Sin embargo, este movimiento de recursos se vio interrumpido en el segundo quinquenio de los noventa, cuando se presentó el colapso de la economía mexicana y la crisis financiera de Asia del Este en 1997-1998. En aquella oportunidad el contagio fue generalizado y por lo tanto los ME sufrieron paradas súbitas de capital, fuertes devaluaciones y un encarecimiento del financiamiento externo. En un entorno en el cual, la aversión al riesgo de la mayoría de dichos países fue más alta y persistente, las autoridades económicas buscaron acumular reservas internacionales y realizar una recomposición de algunos componentes de los flujos de capital de corto a largo plazo, todo ello con el fin de reducir la vulnerabilidad externa.

⁶ \$36 y \$45 miles de millones de dólares en 1992 y 1993, respectivamente.

A partir del primer quinquenio del 2000, en los ME se dio inicio a una mayor implementación de reformas tales como flexibilización de normas relacionadas con la concesión de beneficios tributarios y el acceso a empresas locales mediante adquisiciones, fusiones y privatizaciones de empresas públicas. Esencialmente, las empresas de capital extranjero fueron atraídas por dichas facilidades y por las favorables expectativas de crecimiento económico que se comenzaban a vislumbrar en ellas⁷. Como resultado, en 2002, se registró una aceleración en el ritmo de integración financiera global con la recuperación de la confianza de los inversionistas internacionales, y por ende se observó el comienzo de un auge de recursos hacia esos países.

Adicionalmente, estas economías mostraron una disminución de sus obligaciones de deuda con bancos del exterior en un proceso de des-apalancamiento que junto con la entrada de los mismos en los sistemas financieros domésticos facilitaron el incremento del endeudamiento interno en moneda nacional. Asimismo, la mayor presencia de inversionistas extranjeros en los mercados locales promovió un mayor dinamismo en los mercados de acciones, el desarrollo del mercado de derivados y el fortalecimiento de los sistemas financieros⁸. Igualmente, factores tanto internos como externos favorecieron el financiamiento a través de emisiones de títulos de deuda tanto en moneda local como en alguna divisa en particular.

Todo lo anterior, junto con mayores perspectivas de crecimiento y mejores indicadores macroeconómicos en los ME generó un auge de recursos que les permitió mayor integración económica y financiera con las EA. Es así como entre 2004 y 2007 se observó un aumento significativo de los flujos de capital hacia las primeras, comportamiento que fue generalizado entre las diferentes regiones⁹. Sin embargo, al estallar la crisis de 2008, los flujos se vieron fuertemente afectados y como resultado de las estrechas conexiones financieras y comerciales los ME recibieron el impacto de la recesión que se produjo en las EA. Luego de esto, los flujos se

⁷ Los flujos de capital se han concentrado en sectores económicos como el financiero, manufacturero, comunicaciones, minero-energético y transportes.

⁸ Capital flows and emerging market economies. The macroeconomic context of capital flows. Bank of international Settlements - BIS, January 2009.

⁹ En general, en la última década los intermediarios financieros han tenido un rol importante en la canalización y diversificación de portafolios, que junto con las innovaciones en los medios de pago han facilitado los canales a través de los cuales los capitales fluyen con mayor eficiencia entre países.

recuperaron pero variaron en términos de composición y de direccionamiento regional, cuestiones que serán discutidas más adelante.

Así, el patrón en los flujos de capital y la fuerte conectividad de los últimos años entre países y regiones trajo nuevos desafíos a las autoridades monetarias, crediticias y cambiarias. En particular, la composición de los flujos de capital y la evaluación de la persistencia, volatilidad y duración de los mismos han sido cruciales para la comprensión de los mecanismos de transmisión de la política monetaria y la estabilidad financiera de los países¹⁰. Los temas más relevantes del análisis han estado concentrados en preocupaciones como el manejo de desajustes pronunciados de la tasa de cambio, la sobrevaloración de los activos locales y auges crediticios; los cuales finalmente generan impactos sobre variables macroeconómicas de interés como la inflación y el crecimiento económico.

Por último, aunque los ME mejoraron la posición externa neta aún no participan en el mismo grado de innovación financiera que las economías avanzadas¹¹. De hecho, la integración financiera global de las economías emergentes presenta diferencias sustanciales en el desarrollo de los sistemas financieros, rezagándose frente a la profundización financiera existente en las EA¹² (Medoza, E., Quadrini, V. y Rios-Rull, J.V. 2007). Por otro lado, existe un mayor grado de integración comercial entre las EA y los ME que el observado en la relación financiera, con lo cual el mecanismo de transmisión financiera ante choques externos se hace más complejo y heterogéneo¹³.

¹⁰ Por ejemplo, con el objetivo de reducir la fragilidad financiera, las autoridades monetarias han revisado las implicaciones de la imposición de controles a los flujos de capital extranjero mediante el análisis de los beneficios y los costos.

¹¹ Según los autores, Lane, P. and Milesi-Ferreti, G.M. en su artículo “The drivers of financial globalization. American Economic Review. 2008”, en los mercados emergentes la tenencia de activos y pasivos como proporción del PIB es 70%, mientras que en las economías avanzadas es de 200%.

¹² Según el Reporte de Desarrollo Financiero para el 2011, el índice de desarrollo financiero (IDF) más alto se ubicó en Hong Kong SAR, seguido de los Estados Unidos, Reino Unido, Singapur, Australia, Canadá, Holanda, Japón, Suiza y Noruega. Este indicador contempla el contexto institucional, el ambiente de negocios, la estabilidad financiera, el estado de desarrollo de los servicios financieros bancarios y no bancarios, la profundización del mercado de capitales y los niveles de acceso a la bancarización financiera.

¹³ Esto dado que las relaciones comerciales facilitan otras formas de financiación para suplir la demanda de importaciones y la oferta de exportaciones de bienes y servicios (Lane, P. and Milesi-Ferreti, G.M. 2008).

B. Tendencias de los flujos de capital.

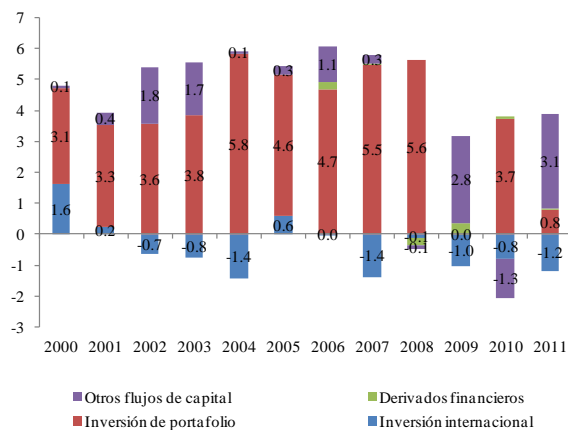
En la última década, el crecimiento de los flujos de capital fue un hecho global caracterizado por un auge en la actividad económica mundial, la abundancia de liquidez, el fuerte financiamiento internacional, mayores agentes oferentes y demandantes en el mercado de capitales, y gran movilidad de los flujos. En el caso de las EA, la creación de la zona del euro en 1999 contribuyó a generar un mayor grado de credibilidad y sostenibilidad en el mercado de bonos, incrementando el comercio de activos entre ellas (Lane, P. and Milesi-Ferreti, G.M. 2008). Desde 2005 en adelante, se registró un incremento de los flujos de capital, en donde los préstamos y otros flujos de capital asociados al sector financiero proporcionaron la mayor forma de financiamiento externo.

El estudio de Caballero, Farhi y Gourinchas (2007), sugiere que los flujos de capital son un fenómeno del mercado de los activos. En particular, los excesos de ahorro de algunos países emergentes asiáticos y de los productores de petróleo que no contaban con capacidad de generar suficientes instrumentos de ahorro doméstico, incrementaron la demanda por activos financieros que se ofrecían en las EA. Una de las tendencias globales que presentan los autores indica que las economías con crecimiento acelerado pero con bajo nivel de desarrollo financiero pueden impulsar bajas tasas de interés de largo plazo y cuentas corrientes deficitarias en las economías de menor crecimiento y alto nivel desarrollo financiero. Así, el acelerado crecimiento en los ME generó mayor demanda de activos financieros en las EA, lo cual impulsó la disminución en las tasas de interés y el aumento en los precio de los activos.

En los EEUU, se observó cómo la Inversión Extranjera Directa (IED) perdió participación mientras que las compras de bonos del Tesoro y bonos corporativos sobresalieron desde el 2000 hasta años previos a la crisis. La consolidación de las entradas de capital hacia este país estuvo liderada por el sector privado internacional mediante dos vías: la primera, a través de crecientes inversiones por adquisiciones de bonos corporativos, acciones y derivados, y la segunda, mediante el incremento significativo en los depósitos de los inversionistas privados extranjeros reportados en los bancos estadounidenses (Gráfico 9). Estos hechos reflejaron el destacado papel de los flujos transfronterizos en los bancos, el incremento de los fondos de cobertura de riesgo

(hedge funds) y la utilización en instituciones financieras y no financieras de los vehículos especiales para la inversión (special purpose vehicles – SPV).

Gráfico 9
Flujos de Capital netos, Estados Unidos (% PIB)

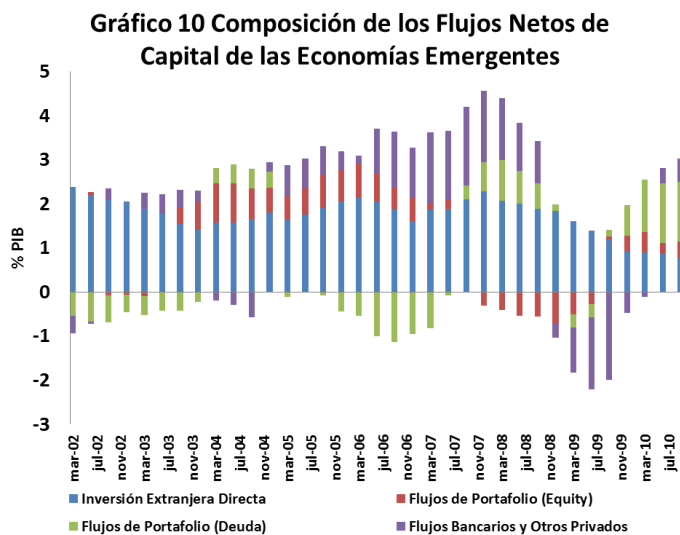


En el caso de los países emergentes la tendencia de los flujos de capital ha sido dominada por lo que la academia ha denominado factores de expulsión (*push factors*) y factores de atracción (*pull factors*). Los primeros están asociados a factores externos como el ciclo económico de los países industrializados, las tasas de interés de los EEUU y otros desarrollados, el acceso al crédito externo, la aversión al riesgo global, entre otras; mientras que los segundos están relacionados con factores internos como el crecimiento económico, las expectativas de devaluación, la estabilidad macroeconómica y financiera, el entorno institucional y regulatorio, niveles de deuda pública y privada, entre otros (Fernández-Arias (1996), Eichengreen and Mody (1998), Ferrucci et al (2004); y Fratzscher, M (2011)).

Así mismo, la volatilidad de los flujos de capital hacia las ME depende tanto del nivel de desarrollo del sistema financiero en materia de regulación de los flujos bancarios y de portafolio como de las condiciones macroeconómicas de cada país¹⁴. En particular, en la medida en que el sistema financiero sea más sólido y competitivo, la volatilidad de dichos flujos se reduce. Algo similar ocurre cuando la economía es más robusta y estable.

¹⁴ Capital flows and emerging market economies. Composition of capital flows and financial stability. Bank of international Settlements - BIS, January 2009.

Entre 2000 y 2007, los flujos netos de capital hacia los ME estuvieron fuertemente correlacionados con las condiciones financieras globales, incrementándose marcadamente durante los periodos de tasas de interés internacionales relativamente bajas y reducida aversión al riesgo (John Bluedorn, Rupa, Duttagupta, 2011). En ese período, los ME participaron de las entradas de capital extranjero determinado principalmente por los flujos asociados con la IED, seguidos en su orden por los destinados a préstamos y otros flujos de capital, y de las inversiones de portafolio. Al presentarse la crisis financiera de 2008, los flujos más afectados fueron los de origen financiero como los bancarios, de deuda y de portafolio, mientras que la inversión extranjera directa mostró una reducción sólo hasta el año siguiente (Gráfico 10).



Luego de ello, los diferentes analistas internacionales notaron con sorpresa la recuperación de flujos netos de capital hacia los ME en menor tiempo al observado en otros periodos de postcrisis y a un mayor ritmo (John Bluedorn, Rupa, Duttagupta, 2011). Los analistas encontraron que los fuertes incrementos en los flujos de capital neto hacia los ME estuvieron asociados con baja aversión al riesgo, holgadas condiciones monetarias internacionales y diferenciales de crecimiento económico entre los ME y las EA. No obstante, la recuperación observada en los ME fue desigual a nivel regional, creciendo fuertemente en la mayoría de las economías de Asia en Desarrollo y de una manera mixta en la región de América Latina y el Caribe - ALC. Ambos resultados compensaron el deterioro de los flujos en la región de Europa Emergente.

Una posible explicación al resurgimiento de los flujos de capital a un ritmo acelerado en la región de ALC, fue la disponibilidad de recursos financieros a menor costo en relación con los obtenidos antes del colapso de Lehman Brothers (Izquierdo, A. y Talvi, 2011). El exceso de ahorro de Asia al no ser absorbido por las EA, estimuló los bajos costos al financiamiento externo y una mayor disponibilidad de crédito para los países de ALC. Sin embargo, los autores señalan que el impacto de la crisis internacional en ALC se desarrolló en dos vías dependiendo del grado de exposición de las economías de la región a la dinámica de la demanda global y de sus socios comerciales. De los resultados del modelo que utilizan los autores, concluyeron que el impacto de la crisis internacional en ALC fue diferente en cada país de acuerdo con las características estructurales a pesar de situarse en la misma región. Las economías exportadoras netas de materias primas con poca exposición comercial con las EA y un mayor grado de respuesta en la inversión en condiciones de baja tasa de interés internacional, aventajaron a las otras economías con características opuestas para enfrentar los choques externos producidos a raíz de la crisis de 2008. Así, economías como la de Brasil, exportadoras netas, registraron expansiones en el consumo privado y la inversión, que compensaron la caída en las exportaciones de materias primas con la crisis global. El aumento en la inversión fue inducido por la caída de las tasas de interés internacionales y por una mayor participación de la inversión en el producto. Por su parte, economías como la mexicana con vínculos comerciales fuertes con las EA e importadora neta de materias primas, registraron contracciones en los todos los componentes de la demanda agregada y los de la oferta.

Adicionalmente, con la crisis internacional de 2008 se ha hablado de un nuevo orden económico según Izquierdo y Talvi (2011) caracterizado por: la mayor contribución de las ME al crecimiento económico mundial en comparación a la de las EA en el periodo de postcrisis; la creación de nuevas relaciones comerciales entre los ME con las EA y la puesta en marcha de nuevas estrategias de negocios para expandir su comercio entre los mismos países emergentes. Todo esto generó un restablecimiento de los flujos al punto en que en 2010 los niveles observados se encontraban por encima del promedio de observado entre 2000 y 2005.

C. Composición de los flujos de capital en los Mercados Emergentes

En esta sección se analiza el comportamiento de los flujos de capital hacia los ME en el período comprendido entre 2004 y 2011; en particular se estudian por tipo de flujo y de acuerdo al origen. Se considera la información entre 2004 y 2007 para analizar cómo venían comportándose los flujos y los cuatro años posteriores para observar el impacto durante y después de la crisis financiera internacional de 2008. En el caso de los ME, el siguiente análisis se enfoca en los países de Asia en Desarrollo y de la región de América Latina y el Caribe - LAC, regiones que recibieron los menores impactos en medio de la crisis y cuyos flujos se recuperaron rápidamente¹⁵.

1. Inversión directa

La inversión directa es la forma de capital extranjero preferida por los ME debido a su mayor permanencia en el país anfitrión, ser menos volátiles frente a otros tipos de inversión y estar asociados con transferencias de tecnología y de desarrollo. El impacto de la crisis y de las fuertes turbulencias financieras observadas en septiembre de 2008, fue tardío y sólo se observaron sus efectos en 2009 teniendo en cuenta que buena parte de la inversión (en 2008) ya había sido realizada o planeada. No obstante, se destaca su incremento significativo durante 2010 y 2011.

1.1 Inversión extranjera directa

Estudios recientes han encontrado que la volatilidad de los flujos de inversión extranjera directa – IED dependen del ciclo económico mundial, de la solvencia macroeconómica de cada país, y de la solidez del sistema financiero¹⁶. Los flujos por IED son más estables que otros flujos hacia los ME, pero más volátiles que en otras EA (John Bluedorn, Rupa, Duttagupta, 2011). Si bien la relación de los ingresos por IED como proporción del PIB para los ME es superior a la de las EA

¹⁵ En el caso de los países de Asia en Desarrollo se incluyen China, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y Vietnam. En el caso de América Latina, se excluyen los países de Centro América y del Caribe, Ecuador, Bolivia, Paraguay, Uruguay y Venezuela.

¹⁶ Capital flows and emerging market economies. Composition of capital flows and financial stability. Bank of international Settlements - BIS, January 2009.

del G7, los montos de IED en el G7 son muy superiores aún en el periodo de crisis (Cuadro 2 y Gráfico 11).

Cuadro 2
Inversión extranjera directa
mm de usd

	2004-2007	2008	2009	2010	2011
Economías Avanzadas G7 1/	614.6	744.9	302.5	414.6	443.9
Economías Avanzadas Asia 2/	79.8	82.8	80.2	125.9	158.8
Latino América y el Caribe 3/	74.1	119.8	77.2	110.7	137.1
Asia en Desarrollo 4/	157.5	266.6	222.8	341.7	351.6

Fuente: Fondo Monetario Internacional - FMI

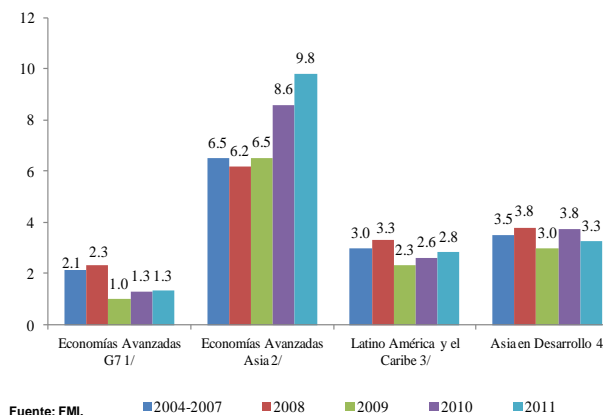
1/ Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido y los Estados Unidos.

2/ Incluyen Hong Kong SAR, Korea, Singapur excepto Taiwan.

3/ Excluyen los países de Centro América y del Caribe, Ecuador, Bolivia, Paraguay, Uruguay y Venezuela.

4/ Incluyen China, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y Vietnam.

Gráfico 11
Inversión extranjera directa (% PIB)



Inicialmente los flujos de capital por IED hacia los ME estaban dirigidos principalmente a suplir la demanda de las EA por productos manufacturados. Los inversionistas extranjeros aumentaron su confianza en los ME atraídos por las favorables expectativas de crecimiento económico, la reducción de los costos de operación, la disminución de restricciones para el establecimiento de empresas sucursales con capital extranjero y la adquisición de empresas nacionales. Esto otorgó a tales economías una mayor contribución al crecimiento del producto global y a la vez impulsó un mayor dinamismo en la demanda mundial orientada hacia bienes básicos (*commodities*) necesarios para la elaboración de productos de exportación y para el consumo doméstico. Al mismo tiempo, al promover el crecimiento se generó un círculo virtuoso en el cual las mejores perspectivas e indicadores macroeconómicos continuaban atrayendo recursos hacia ellas.

Dentro de los ME asiáticos, China e India han sido los mayores receptores de flujos de IED. En el primero de ellos, los flujos de capital por inversión extranjera aumentaron desde los años noventa como consecuencia de la liberación parcial de la cuenta financiera. Este crecimiento se vio obstaculizado por la turbulencia financiera de 2008, cuyo impacto se observó en el año siguiente (Gráfico 11). En 2010 los flujos por inversión extranjera directa de China representaron el 79.9% de los países emergentes de Asia (Cuadro 3).

Cuadro 3**Inversión extranjera directa (participación %)**

	2004-2007	2008pr	2009pr	2010pr	2011pr
China	74.5	70.1	75.0	79.9	77.3
India	8.7	16.3	16.0	7.8	9.2
Indonesia	3.5	3.5	2.2	4.0	5.2
Malasia	4.3	2.8	0.1	2.7	3.1
Filipinas	1.2	0.5	1.2	0.5	0.5
Tailandia	5.9	3.2	2.2	2.8	2.7
Vietnam	1.9	3.6	3.4	2.3	2.1

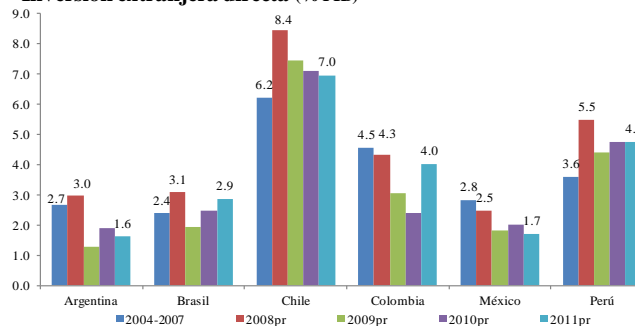
Fuente: FMI. Cálculos de los autores.

En cuanto a América Latina -ALC, el auge de los precios del petróleo, gas, cobre, ferróniquel y oro lideraron el incremento de la inversión extranjera para la extracción de los recursos naturales abundantes desde el inicio de la década hasta el 2007. Estos recursos provenían tanto de países consumidores emergentes (India y China) como por empresas con capital extranjero de las EA que operan en los ME a través de la producción, distribución y exportación directa en mercados rentables en el exterior. Al igual que en las economías asiáticas, en ALC el impacto de la crisis sobre la IED se observó en 2009, cuando los flujos mostraron una caída significativa (Gráfico 12). En particular, México como economía importadora neta de materias primas y por su alto grado de exposición a la dinámica de las EA, perdió participación en la IED frente a las otras economías (Cuadro 4). Adicionalmente, la lenta recuperación de los EEUU afectó el crecimiento de sus flujos por IED.

Cuadro 4**Inversión extranjera directa (participación %)**

	2004-2007	2008pr	2009pr	2010pr	2011pr
Argentina	7.5	8.1	5.2	6.4	5.3
Brasil	31.5	42.3	40.8	48.2	52.2
Chile	11.5	12.6	16.7	13.9	12.6
Colombia	10.0	8.5	9.2	6.2	9.7
México	35.1	22.6	20.9	18.7	14.3
Perú	4.3	5.8	7.2	6.6	6.0

Fuente: FMI. Cálculos de los autores.

Gráfico 12**Inversión extranjera directa (% PIB)**

Fuente: FMI.

Tras el colapso de las economías industrializadas en 2008, estas economías experimentaron nuevas oportunidades de inversión en sectores como los minero-energéticos, cuya producción ha generado mayor rentabilidad a los inversionistas internacionales. Si bien los flujos por IED provenientes de las EA predominan sobre la región de ALC, la IED de origen de los ME juega un papel importante especialmente la de las empresas translatinas¹⁷. Entre los principales receptores de estos recursos se encuentran Brasil, México y Chile (Cuadro 4).

1.2 Inversión en el exterior

En cuanto a los egresos por inversión en el exterior, se destacan los montos en niveles de las EA del G7 frente a las demás economías (Cuadro 5). Por su parte, los países industrializados de Asia además de presentar la relación más alta de inversión en el exterior como proporción del PIB, registran una recuperación más rápida en sus niveles de inversión frente a las EA del G7. En los países de América Latina y de Asia en Desarrollo durante 2010, los niveles de inversión en el exterior estuvieron por encima de los registrados en el periodo de pre crisis 2004-2007, por las nuevas estrategias comerciales implementadas (Gráfico 13).

Cuadro 5
Inversión en el exterior
mm de usd

	2004-2007	2008	2009	2010	2011
Economías Avanzadas G7 1/	835.9	1203.9	635.5	714.5	887.7
Economías Avanzadas Asia 2/	77.1	85.7	100.0	145.0	134.2
Latino América y el Caribe 3/	26.2	39.3	13.9	47.0	26.2
Asia en Desarrollo 4/	39.8	117.1	111.0	126.3	150.7

Fuente: Fondo Monetario Internacional - FMI

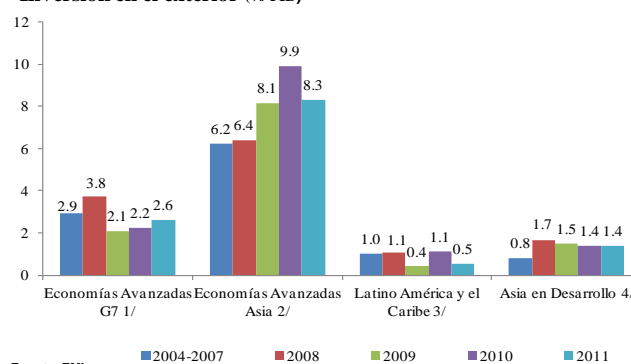
1/ Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido y los Estados Unidos.

2/ Incluyen Hong Kong SAR, Korea, Singapur excepto Taiwan.

3/ Excluyen los países de Centro América y del Caribe, Ecuador, Bolivia, Paraguay, Uruguay y Venezuela.

4/ Incluyen China, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y Vietnam.

Gráfico 13
Inversión en el exterior (% PIB)

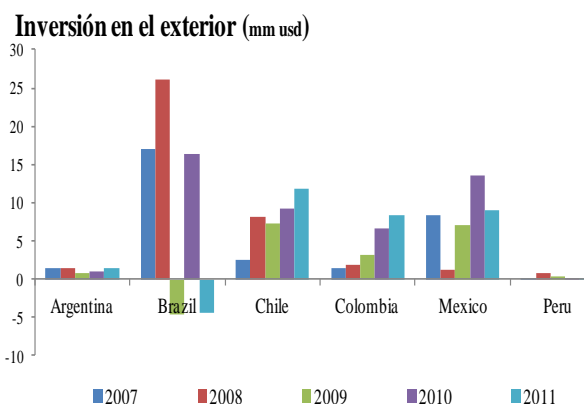


Por ejemplo, las empresas expandieron sus operaciones a otros países emergentes a través de fusiones, adquisiciones y otras alianzas estratégicas para ampliar sus operaciones. Los recursos atraídos se situaron en áreas de actividades financieras, minero-energéticas, alimentos y bebidas,

¹⁷ Ver informe de la CEPAL, la inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe. 2010

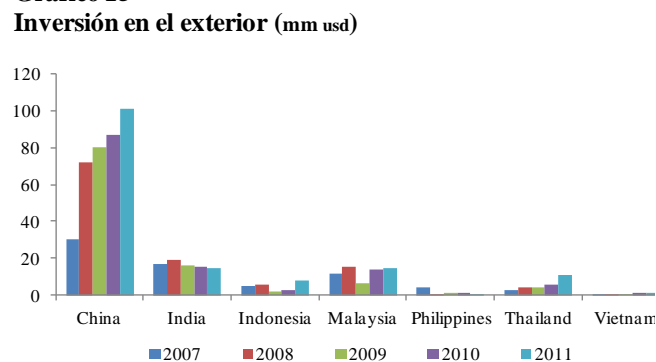
y servicios como telecomunicaciones, distribución de energía eléctrica y desarrollo de software entre otros. Según el informe de la CEPAL para 2010, la inversión en el exterior de América Latina y el Caribe alcanzó una cifra record de 43 mil millones (mm) de dólares. Los países con mayor dinamismo en la inversión dirigida al exterior fueron Brasil, Chile, México y Colombia (Gráfico 14). Sin embargo, el proceso de expansión de las transnacionales ha sido principalmente impulsado por China¹⁸, que durante la crisis internacional de 2008 amplió sus inversiones externas y ha manteniendo su dinamismo de inversión en los siguientes años (Gráfico 15).

Gráfico 14



Fuente: FML.

Gráfico 15



Fuente: FML.

2. Inversión de Portafolio

Los flujos de capital de portafolio tienden a ser más volátiles que otros flujos de inversión según los registros históricos en los ME. En la última década se observó un incremento de dichos flujos en los ME, lo cual permitió a los nuevos agentes que operan en los mercados de capitales, como los fondos de pensiones y compañías de seguros, diversificar su portafolio de inversiones. Sin embargo, al presentarse la crisis en 2008, inmediatamente los recursos abandonaron a estas economías en búsqueda de activos más seguros como los títulos del Tesoro en los EEUU (*Flight to quality*). Luego, con la calma de los mercados financieros internacionales hacia el primer trimestre de 2009, los inversionistas reanimaron su apetito por riesgo y los flujos retornaron de nuevo. Todo ello ratificó la particular volatilidad que exhiben este tipo de recursos; siendo menor

¹⁸ En el 2010, China ocupó el tercer puesto como mayor inversionista en ALC siendo sus principales destinos de inversión los países de Brasil, Argentina y Perú.

en países con un mayor tamaño, grado de competitividad y nivel de desarrollo del sistema financiero doméstico¹⁹.

2.1 Inversión extranjera de portafolio en las ME

La inversión extranjera de portafolio en los ME se fortaleció con las reformas macroeconómicas que facilitaron una mayor participación de inversionistas internacionales en búsqueda de la diversificación de sus activos. La entrada de flujos de capital en forma de portafolio fue impulsada en gran parte por los fondos mutuos de inversión, que comenzaron a operar en un marco de desregulación financiera de las EA, una mejor capacidad de absorción en los ME de los recursos provenientes del exterior y un uso eficiente en los avances tecnológicos. Esto generó mayores interconexiones financieras con las EA.

Igualmente, a través de la oferta pública inicial (o en sus siglas en inglés IPO - initial public offering), las compañías de Asia y en menor medida las de América Latina, participaron del financiamiento externo mediante la inscripción en los mercados financieros internacionales. La creciente entrada de inversiones de capital de portafolio provenientes de las EA hacia los ME se dio en un contexto de liberalización parcial de los mercados financieros y accionarios en algunos países emergentes desde los años noventa. Esto permitió la entrada de nuevos participantes en el mercado, tanto inversionistas locales como internacionales, y la oportunidad para ellos de encontrar fuentes de diversificación de portafolio.

Como se menciona en el informe del BIS (2009)²⁰, el tamaño del mercado accionario en los ME ha excedido el tamaño del mercado crediticio. La mayor participación de los inversionistas internacionales y por tanto el aumento de la liquidez en dichas economías ha contribuido a reducir la volatilidad en el precio de las acciones. De hecho, este auge de recursos elevó el valor de las mismas en un entorno en el cual se tenía mayor confianza hacia esos mercados y mejores perspectivas económicas para los ME. Todo ello aumentó tanto el nivel de emisiones como el nivel de capitalización de los mercados bursátiles, lo cual contribuyó a fortalecer los balances de

¹⁹ Broto, C, J Díaz-Cassou and A Erce-Domínguez : “Measuring and explaining the volatility of capital flows towards emerging countries”, Banco de España Working Paper, No. 0817.

²⁰ Capital flows and emerging market economies. Capital flows and domestic financial markets. Bank of international Settlements - BIS, January 2009.

las compañías mediante la posibilidad de financiación de capital y ampliación de tipo de activos transables.

Sin embargo, en medio de la crisis de 2008 los flujos de portafolio en los ME disminuyeron abruptamente, siendo los capitales más volátiles (Cuadro 6 y Gráfico 16). Por su parte, los recursos destinados a la inversión de portafolio hacia las EA fueron más estables que los dirigidos hacia los ME. En particular, los flujos de portafolio provenientes de los fondos de inversión hacia los ME, se contrajeron en 2008 pero desde mediados de 2009 se recuperaron significativamente, principalmente por acciones y bonos²¹. En términos de composición, en ese último año, se evidencia su importancia en el periodo de recuperación, ya que superaron los flujos por préstamos y otros flujos de capital²².

Cuadro 6

**Inversión extranjera portafolio
mm de usd**

	2004-2007	2008	2009	2010	2011
Economías Avanzadas G7 1/	1989.1	1067.4	1210.0	1337.1	609.3
Economías Avanzadas Asia 2/	53.1	-53.3	58.7	67.1	24.4
Latino América y el Caribe 3/	26.3	-1.6	66.0	132.8	75.1
Asia en Desarrollo 4/	61.9	-31.0	69.0	105.7	31.6

Fuente: Fondo Monetario Internacional - FMI

1/ Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido y los Estados Unidos.

2/ Incluyen Hong Kong SAR, Korea, Singapur excepto Taiwan.

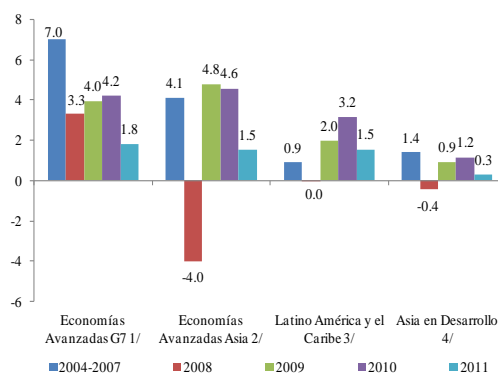
3/ Excluyen los países de Centro América y del Caribe, Ecuador, Bolivia, Paraguay,

Uruguay y Venezuela.

4/ Incluyen China, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y Vietnam.

Gráfico 16

Inversión extranjera portafolio (% PIB)



Fuente: FMI.

Actualmente, los inversionistas han sido atraídos hacia los ME para obtener mayores retornos a su capital contrariamente a las incertidumbres alrededor de a la sostenibilidad del crecimiento económico y las vulnerabilidades financieras que enfrentan las EA luego de la crisis. Durante el 2010 en ALC, la inversión de portafolio se elevó cinco veces por encima del valor promedio obtenido durante 2004-2007, siendo Brasil uno de los mayores receptores de la región.

²¹ Gelos, Gaston. International Mutual Funds, Capital Flows Volatility, and Contagion – A Survey. International Monetary Fund Working Paper, April 2011

²² John Bluedorn, Rupa, Duttgupta (team leader), Jaime Guajardo, and Petia Topalova, World Economic Outlook. Tensions from two speed recovery, unemployment, commodities and capital flows. Capítulo 4, “International capital flows: reliable or fickle?”, IMF April 2011

2.2 Inversiones de portafolio en el exterior

Tanto en las EA como en los ME, los flujos de portafolio hacia el exterior disminuyeron durante 2008 como proporción del PIB (cuadro 7 y Gráfico 17). Las economías del G7 en el 2010 no han alcanzado a registrar los montos obtenidos antes de la crisis. Por el contrario en 2010, las economías industrializadas de Asia y las emergentes de ALC registraron salidas de capital al exterior en forma de inversión de portafolio mayores a las registradas en el periodo de pre crisis. En particular, el dinamismo en esta última región estuvo marcado tanto por el sector público como el privado mediante la adquisición de bonos y otras inversiones realizadas por entidades financieras y del sector real. No obstante, en el 2011 las economías Avanzadas de Asia son las únicas que se mantienen con flujos positivos en relación con las otras economías como consecuencia de los efectos rezagados de la crisis de 2008 y la débil recuperación de las economías industrializadas.

Cuadro 7

Inversión portafolio en el exterior

mm de usd

	2004-2007	2008	2009	2010	2011
Economías Avanzadas G7 1/	1271.0	-255.9	1051.9	830.0	-58.2
Economías Avanzadas Asia 2/	106.4	-24.4	92.0	111.7	46.4
Latino América y el Caribe 3/	18.6	2.1	37.1	29.7	-7.3
Asia en Desarrollo 4/	40.6	-22.2	20.3	13.5	-5.1

Fuente: Fondo Monetario Internacional - FMI

1/ Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido y los Estados Unidos.

2/ Incluyen Hong Kong SAR, Korea, Singapur excepto Taiwan.

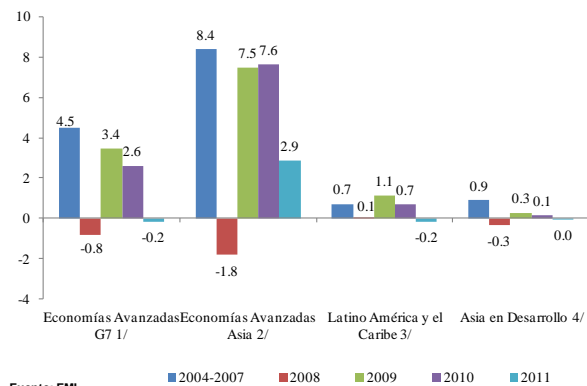
3/ Excluyen los países de Centro América y del Caribe, Ecuador, Bolivia, Paraguay,

Uruguay y Venezuela.

4/ Incluyen China, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y Vietnam.

Gráfico 17

Inversión portafolio en el exterior (% PIB)



3. Préstamos

Buena parte de los flujos de capital internacional provenientes de los países exportadores de petróleo, de la zona del euro y los centros financieros de Asia, se transfirieron en forma de

préstamos hacia los EEUU y los ME²³. Los recursos fueron canalizados a través de las oficinas en el Reino Unido y los centros financieros del Caribe teniendo en cuenta que éstos concentran gran parte de los negocios bancarios a nivel internacional. Como se observa en la Cuadro 8, los niveles alcanzados por préstamos provenientes del exterior en las economías del G7 disminuyeron consecutivamente por dos años después de la crisis financiera de 2008 y pese a que en 2010 se recuperaron, fueron significativamente inferiores a los registrados en el periodo de pre crisis (Gráfico 18)²⁴.

Cuadro 8
Préstamos del exterior
mm de usd

	2004-2007	2008	2009	2010
Economías Avanzadas G7 1/	1557.6	-1318.7	-1108.5	600.9
Economías Avanzadas Asia 2/	98.3	-4.8	15.6	123.8
Latino América y el Caribe 3/	4.5	-7.2	-0.4	41.6
Asia en Desarrollo 4/	18.5	-4.8	3.5	110.7

Fuente: Fondo Monetario Internacional - FMI

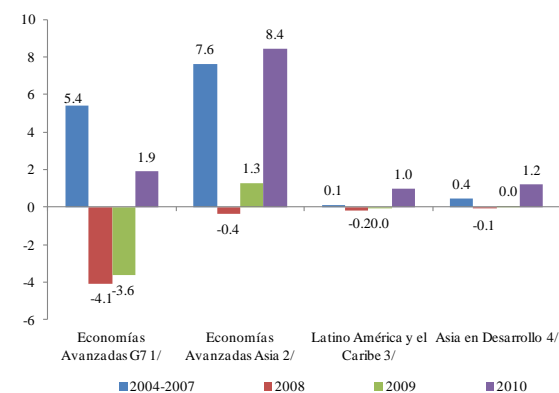
1/ Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido y los Estados Unidos.

2/ Incluyen Hong Kong SAR, Korea, Singapur excepto Taiwan.

3/ Excluyen los países de Centro América y del Caribe, Ecuador, Bolivia, Paraguay, Uruguay y Venezuela.

4/ Incluyen China, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y Vietnam.

Gráfico 18
Préstamos del exterior (% PIB)



Fuente: FMI

La crisis financiera internacional desatada en el año 2008, generó especulaciones en la estabilidad de los flujos intermediados bancariamente hacia los ME, especialmente en el segmento del intercambio de euros con dólares en un mercado cambiario con restricciones²⁵. De particular interés fue el desajuste estructural en los vencimientos de los pasivos denominados en dólares y activos denominados en moneda local²⁶. Todo ello restringió la financiación proveniente del exterior e incrementó los costos internos por endeudamiento. Adicionalmente, con la recesión económica global, las caídas en el precio de los bienes básicos (*commodities*) y

²³ Bank structure, funding risk and the transmission of shocks across countries: concepts and measurement. BIS Quarterly Review, September 2010.

²⁴ El Fondo Monetario Internacional – FMI, en su nueva presentación de las estadísticas del Manual de Balanza de Pagos 6ª Edición, no discrimina la información para los préstamos. Motivo por el cual, para este concepto no fue posible actualizar la información a 2011.

²⁵ Highlights of international banking and financial market activity. BIS Quarterly Review, December 2008.

²⁶ Capital flows and emerging market economies. Global financial crisis and capital flows in 2008: a preliminary assessment. Bank of international Settlements - BIS, January 2009.

de otros activos a nivel mundial, los bancos limitaron las cartas de crédito para la financiación del comercio internacional²⁷.

En general, la estructura de la actividad bancaria altamente dispersa a nivel geográfico por la transformación desarrollada en el sistema financiero a nivel transfronterizo, estimuló los debates relacionados con la transmisión de los choques adversos entre países y del desajuste en los balances bancarios²⁸. Además, la compleja organización de los bancos con sucursales y filiales alrededor del mundo junto con las diferentes formas de financiamiento y otorgamiento de crédito, generaron incertidumbre sobre los posibles desequilibrios desarrollados con estructuras de vencimiento entre activos y pasivos altamente disímiles entre oficinas²⁹.

En cuanto a los egresos por préstamos en el exterior de las economías en estudio presentan resultados mixtos después de la crisis internacional (Cuadro 9). Solo las economías de Asia en Desarrollo presentan a 2010, niveles similares de préstamos en el exterior a los registrados en el periodo de pre crisis (Gráfico 19).

Cuadro 9
Préstamos en el exterior
mm de usd

	2004-2007	2008	2009	2010
Economías Avanzadas G7 1/	1531.8	-761.1	-784.5	738.2
Economías Avanzadas Asia 2/	74.3	11.9	-74.6	67.5
Latino América y el Caribe 3/	6.8	-12.2	11.2	0.5
Asia en Desarrollo 4/	20.4	27.3	-14.7	20.1

Fuente: Fondo Monetario Internacional - FMI

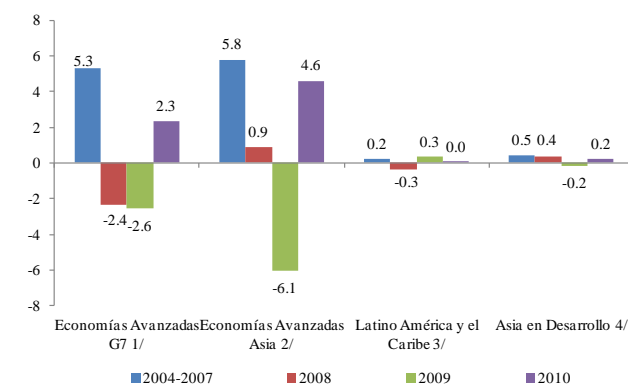
1/ Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido y los Estados Unidos.

2/ Incluyen Hong Kong SAR, Korea, Singapur excepto Taiwan.

3/ Excluyen los países de Centro América y del Caribe, Ecuador, Bolivia, Paraguay, Uruguay y Venezuela.

4/ Incluyen China, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y Vietnam.

Gráfico 19
Préstamos en el exterior (% PIB)



²⁷ Según el BIS, este hecho aumentó los costos del comercio por los retrasos en los pagos y la cancelación de órdenes para la exportaciones. Ver The collapse of international bank finance during the crisis: evidence from syndicated loan markets. BIS Quarterly Review, September 2010.

²⁸ Bank structure, funding risk and the transmission of shocks across countries: concepts and measurement. BIS Quarterly Review, September 2010.

²⁹ Con el recorte de financiamiento global, el ajuste en las sucursales bancarias frente a estos choques se dio a través de operaciones en el mercado interno de las ME particularmente en Asia del Este, América Latina y África

III. Causas y consecuencias de la crisis financiera internacional.

A. Antecedentes y hechos más relevantes.

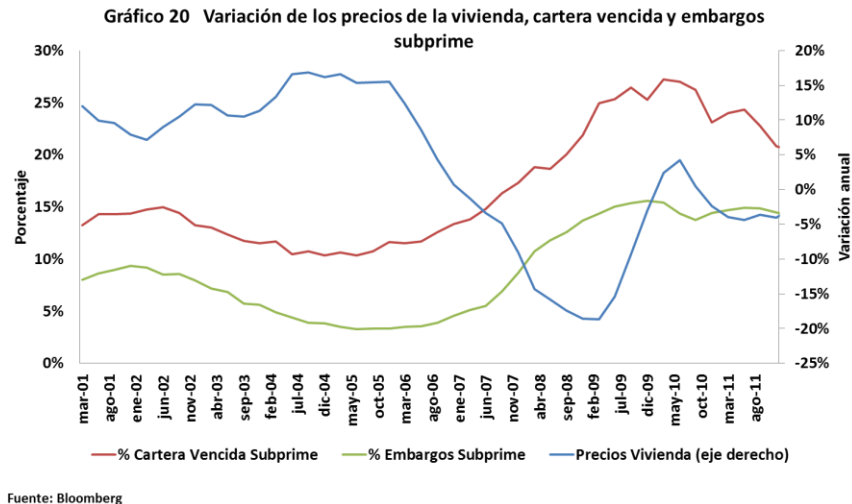
Al inicio de la década del 2000, la economía estadounidense y alguna parte de los países desarrollados sufrieron los estragos de la turbulencia financiera generada por la crisis de las empresas de internet y los problemas asociados a la “contabilidad creativa”. Luego como respuesta a esa crisis las políticas monetarias fueron muy expansivas durante un tiempo prolongado. Al mismo tiempo, países con excesos de ahorro -como los asiáticos y los petroleros- tomaron sus recursos y en la búsqueda de rendimientos más altos los destinaron a inversiones que en su mayor parte fueron dirigidas hacia los mercados financieros desarrollados. Fue así como estos flujos de capital generaron abundante liquidez canalizados a través del mercado de titularizaciones en los EEUU que, junto con otros programas para el sector inmobiliario, permitieron a los hogares de ese país apalancarse significativamente. La mayor demanda de vivienda y las facilidades de crédito, generaron distorsiones en dicho mercado y produjeron un auge insostenible de los precios de la vivienda, que finalmente al estallar la denominada burbuja hipotecaria condujo a la crisis financiera de 2008.

Es difícil determinar exactamente el punto en el tiempo desde donde los tropiezos financieros originaron la peor crisis financiera desde la posguerra³⁰. Se podría decir que los primeros brotes se dieron al iniciar 2007, cuando los precios de la vivienda en los EEUU ya presentaban variaciones anuales negativas y los indicadores asociados a la cartera vencida del sector inmobiliario se encontraban en niveles históricamente altos (Gráfico 20). A mediados de ese mismo año, varios fondos y bancos de inversión que tenían títulos hipotecarios en sus balances, entre ellos Bear Stearns y BNP Paribas, tuvieron serios problemas de liquidez, generando tensiones en los mercados interbancarios internacionales y provocando a los bancos centrales de los países desarrollados responder con inyecciones de liquidez³¹. Adicionalmente se observó un

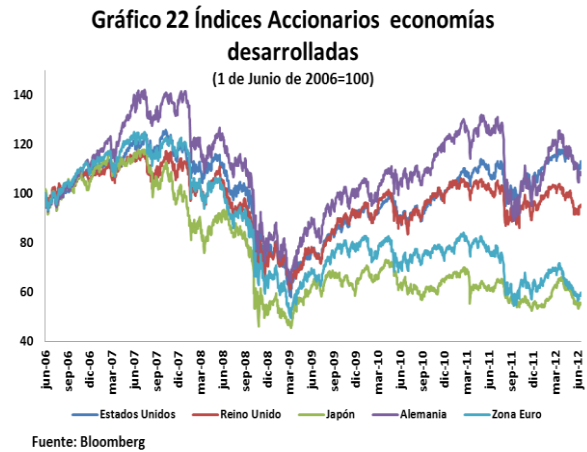
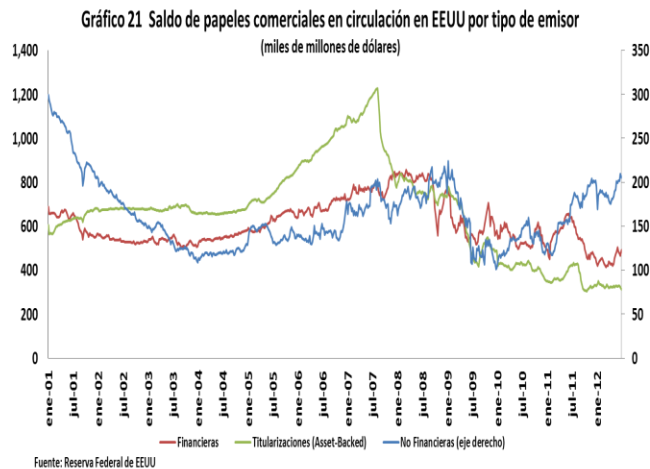
³⁰ De acuerdo con el National Bureau of Economic Research (NBER), la crisis financiera internacional comenzó en el último trimestre de diciembre de 2007.

³¹ Información más detallada sobre los principales hechos que ocurrieron desde el inicio de la crisis se puede encontrar en la Reserva Federal de St Louis, en la sección sobre la crisis financiera. <http://timeline.stlouisfed.org/index.cfm?p=home>

relajamiento en la postura monetaria y por ejemplo la Reserva Federal de los EEUU (Fed) redujo su tasa de referencia por primera vez en septiembre de 2007. Más adelante se enunciarán las medidas adoptadas para soportar la caída de la actividad económica, tanto monetaria como fiscal. Por el momento se discutirán algunos de los hechos más relevantes durante el desarrollo de la crisis.



En un entorno en el cual los precios de la vivienda llevaban más de un año cayendo, los hogares comenzaron a incumplir obligaciones de endeudamiento, y ya se apreciaban brotes de inestabilidad financiera por parte de algunos bancos que presentaban problemas de liquidez. El efecto sobre el precio de otros activos fue inmediato, como es el caso del mercado de titularizaciones hipotecarias y del mercado bursátil, los cuales comenzaron a caer desde 2007 (Gráfico 21 y 22). Las desvalorizaciones generalizadas en los precios de los activos generaron fuertes pérdidas para los bancos, que al reflejarse en sus balances, agudizaron aún más los problemas de liquidez que ya se estaban gestando.



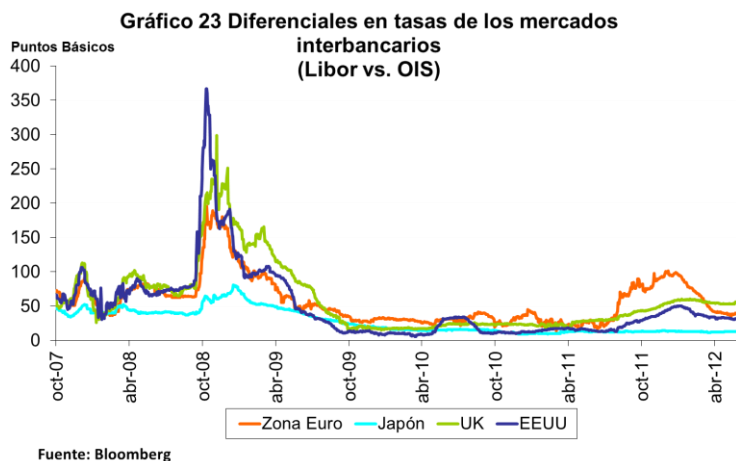
Este círculo vicioso generó mayores problemas de liquidez y condujo a que finalmente el banco de inversión Bear Stearns fuera absorbido por JPMorgan Chase en marzo de 2008. Aunque se evitó su quiebra, este hecho produjo desconfianza respecto al resto de la banca y acrecentó aún más el nerviosismo en los mercados interbancarios. La situación se agravó aún más cuando se originaron los primeros síntomas de contagio hacia otras economías desarrolladas y los inversionistas comenzaron a prever que los efectos podrían verse reflejados en una desaceleración económica sincronizada. Debe tenerse en cuenta que buena parte de la banca en esos países tenía posiciones en activos involucrados en la crisis y estaban fuertemente interconectados financieramente con la banca americana.

Al mismo tiempo, el mercado inmobiliario estadounidense continuaba empeorando significativamente. En particular las dos más importantes compañías de ese sector, Fannie Mae y Freddie Mac³², jugaban el papel de vincular a los prestamistas hipotecarios con los inversores, eran las dueñas o garantizaban alrededor de la mitad del mercado inmobiliario. En momentos de inicio la crisis, se vieron fuertemente afectadas por la espiral negativa de precios de la vivienda, y con el aumento de los impagos y los embargos; a tal punto que exigió la intervención de las autoridades económicas en los EEUU. Aquellas agencias eran muy importantes para el funcionamiento de dicho mercado sosteniendo estrechas relaciones con otros agentes del sistema

³² Fannie Mae es la abreviación de la Federal National Mortgage Association. Freddie Mac es la abreviación de la Federal Home Loan Mortgage Corporation. Estas compañías cotizan en Bolsa y aunque su naturaleza es privada, están patrocinadas por el Congreso para brindar financiamiento en el mercado de la vivienda. Ellas no prestaban directamente a los compradores de vivienda, sino que compraban títulos hipotecarios que eran aprobados por otras entidades bancarias para luego venderlas a los inversionistas, manteniendo el suministro de liquidez a un costo más bajo.

financiero, por lo que controlar su estabilidad disminuía los riesgos sistémicos. Dichas relaciones se presentaban, por un lado, atendiendo los requerimientos de liquidez de los prestamistas hipotecarios (desde Citigroup a bancos locales más pequeños) y por otro, eran las responsables de velar por el cumplimiento de los pagos a los inversionistas que compraban los títulos. En este último caso, cuando los hogares dejaron de pagar, las agencias tuvieron que asumir las obligaciones frente a los inversionistas, con el agravante de no tener una relación directa con el prestatario. De esta forma, durante la crisis respondieron con su propio capital en momentos que enfrentaban fuertes desvalorizaciones tanto por caídas en la bolsa de sus propios precios como por un deterioro marcado del mercado de titularizaciones (Gráfico 21 y 22).

Así, lo que comenzó como un problema asociado con pérdidas generadas en el sector inmobiliario, en particular los títulos asociados a alto riesgo (*subprime mortgage*), que aparentemente afectaba a un reducido grupo de fondos y bancos comerciales del sistema financiero, reveló inmensas fragilidades como el excesivo apalancamiento de los hogares, y la respectiva generación desbalanceada de créditos por parte de los bancos e intermediarios financieros. La elevada incertidumbre generó que las instituciones más afectadas fueran aquellas que estaban más comprometidas con los activos titularizados asociados a las hipotecas de alto riesgo (*subprime*), así como las que presentaban mayores problemas para capitalizarse. Por lo tanto, las fuertes caídas en los precios de las acciones en los mercados bursátiles se concentraron en mayor medida en las entidades financieras. En este entorno, los bancos optaron por invertir en títulos del gobierno en los EEUU y otros países considerados como seguros; mientras que restringían tanto el crédito interbancario como el bancario. Como consecuencia, la tasa *Libor*, a la cual se prestan los bancos entre sí, presentó aumentos significativos que reflejaban el nerviosismo interbancario (Gráfico 23).



Después de ese período de desconfianza e incertidumbre se produjo el hecho quizás más importante y que podría ser considerado como el detonante de la crisis financiera a nivel mundial: la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, uno de los más reconocidos bancos de inversión en los EEUU. Luego de ello, el estrés financiero observado fue mayor y de magnitudes sin antecedentes; el pánico se apoderó de los inversionistas provocando mayores presiones sobre el mercado interbancario y desvalorizaciones en los mercados de capitales. Estas tensiones provocaron fuertes pérdidas de solvencia de las instituciones financieras, que se sumaban a los ya golpeados balances, por lo que la crisis se extendió con rapidez al canal del crédito y de financiamiento que provocaron un riesgo sistémico sin precedentes.

La transmisión financiera se hizo generalizada a nivel mundial³³, donde las economías desarrolladas fueron las más expuestas teniendo en cuenta que sus sistemas bancarios estaban fuertemente ligados al mercado de hipotecas de baja calidad (*subprime*) estadounidense. Similar a lo sucedido en los EEUU, países como Australia, España, Inglaterra y otros europeos también presentaron caídas en los precios de la vivienda³⁴. Todo ello generó mayores pérdidas de la riqueza de los hogares y mayores restricciones para fondearse por parte de las empresas que, al sumarse a los problemas de los bancos, fortalecían aún más el contagio financiero a nivel mundial.

³³ Más adelante se explicarán algunos de los canales de transmisión de la crisis, ya sea a través de vías financieras o el contagio en la actividad real.

³⁴ En estos países también se presentaron incrementos fuertes de los precios de la vivienda producto de los excesos de liquidez, el auge crediticio y programas del gobierno para promover el sector. En esas economías también se observaron altos niveles de apalancamiento, que al transmitirse la crisis, condujeron a la caída de los precios de esos activos.

En efecto, en un entorno en el cual la percepción de riesgo aumentó y las entidades financieras trataban de liquidar sus inversiones de buena calidad con el fin de cubrir las pérdidas originadas en el mercado hipotecario y obtener así mayor solvencia, se agudizó aún más el problema. Esto también afectó a otras entidades financieras que inicialmente tenían una menor exposición al riesgo hipotecario, ya que esta liquidación de activos generó reducciones drásticas en sus precios y pérdidas importantes para los inversionistas en general.

La ruptura del canal de crédito se hizo mayor debido a la liquidación de muchos de esos títulos al incrementarse el costo de financiación de empresas del sector real, que tradicionalmente se financiaban mediante la emisión de papeles comerciales (bonos) (Gráfico 21). La pérdida de confianza y las restricciones crediticias que enfrentaban las empresas generaron caídas en la producción y por ende una menor demanda de trabajo. Así mismo, los menores recursos disponibles para el crédito derrumbaron el comercio mundial. Todo ello, presagiaba una desaceleración sincronizada que finalmente se convirtió en la mayor caída de la demanda mundial desde la posguerra. Más adelante se discutirán los impactos de la crisis sobre el sector real y el sector financiero.

B. ¿Cuáles fueron las causas de la crisis?

La crisis financiera internacional de 2008 generó bastantes controversias tanto en el campo académico como en el ámbito de la política económica, no sólo por tratar de determinar sus causas sino por los sucesos que la desencadenaron y los impactos de las decisiones de política que se tomaron. Aunque en un principio la discusión se centró en determinar sus causas, hasta la fecha no existe un consenso en la academia al respecto. La intención de esta sección es presentar las diferentes posiciones existentes, y sugerirle al lector que aunque no se podría afirmar que una de ellas sea la principal causa de la crisis, la conjunción e interacción de todas generaron el estallido de la misma. Asimismo, algunas de esas razones desempeñaron un mayor papel desestabilizador que otras, exacerbando y amplificando los efectos de la misma.

La manera más sencilla de iniciar la discusión es partiendo de los hechos más relevantes y centrarse en el foco de la crisis. Se podría decir que todo comenzó como un problema de riesgo de crédito, en el cual las hipotecas del sector inmobiliario en los EEUU, en particular las de baja calidad (subprime), empezaron a mostrar mayores niveles de morosidad. Esto elevó la cartera vencida de una manera vertiginosa lo que, junto con una caída en los precios de los activos, generó el continuo incremento de los embargos, conduciendo a la economía a un círculo vicioso.

¿Pero que ocasionó esto?, En primer lugar, se deben mencionar cuáles hechos generaron el auge y la posterior burbuja hipotecaria: i) la política del "Sueño Americano" de la Administración Bush, dirigida hacia los grupos de menores ingresos para la adquisición de vivienda propia mediante préstamos con facilidades como cero colateral, refinanciaciones de créditos y tasas subsidiadas durante los primeros años; ii) los intereses sobre las hipotecas - deducibles de impuestos en los EE.UU beneficiando a los propietarios; iii) la Ley de Reforma Tributaria de 1986 la cual indicaba las reglas para el mercado de hipotecas en los EEUU e impulsaba considerablemente el atractivo de la bursatilización de hipotecas; iv) la exención fiscal sobre las ganancias obtenidas con una vivienda a partir de 1997; y, v) un cambio de paradigma y modelo de negocio de la banca de inversión en los EEUU [Blundell-Wignall, A., Atkinson, P. and Lee, Hoon Se (2008)].

Todos los incentivos mencionados generaron un auge de créditos que facilitaron el endeudamiento y por tanto el apalancamiento de los hogares que deseaban adquirir vivienda. Pero no fue sino hasta el período comprendido entre 2001 y 2006 cuando los préstamos hipotecarios alcanzaron su mayor crecimiento observado en décadas. Ello como consecuencia de la implementación y puesta en marcha de mecanismos como los títulos valores respaldados por hipotecas que junto con las políticas de estímulo antes mencionadas amplificaron el tamaño de estos nuevos mercados (*mortgage back securities*) [Angell y Rowley (2006) y Kiff y Mills (2007)]. Así, los incentivos para los inversionistas que buscaban mayores rendimientos fueron dirigir sus recursos en esos mercados que estaban en desarrollo. Adicionalmente, el desarrollo de nuevos instrumentos financieros³⁵ fomentaron entre los inversionistas una conducta más propicia frente a asumir mayores riesgos.

³⁵ Como por ejemplo, las titularizaciones y sus diferentes modalidades de empaquetamientos de valores.

Por ejemplo, las instituciones financieras transaron cantidades masivas de valores respaldados por hipotecas (MBS), que al mismo tiempo operaban con otros instrumentos financieros siendo su contraparte, como es el caso de las obligaciones de deuda colateralizada (CDO) y los swaps de incumplimiento crediticio (CDS). Estos últimos en teoría proporcionaban una cobertura contra el riesgo inherente en los MBS. El problema fue que la cobertura resultó ser imperfecta y los supuestos de riesgo idiosincrásicos que incorporaban estos productos financieros fueron erróneos. De hecho, los riesgos estaban sistemáticamente muy relacionados, y cuando comenzaron los primeros problemas de las deudas subprime, el mercado de inmediato entró en pánico [Jeong y Kim (2010)]. Esto generó bastantes problemas de liquidez interbancaria a tal punto que grandes bancos de inversión, como por ejemplo Lehman Brothers, tuvieron meses después que declararse en quiebra y que otros bancos pequeños fueran absorbidos por los más grandes.

Cabe mencionar que un factor adicional al desarrollo de estos mercados de titularizaciones y de instrumentos derivados y que influyó en el desarrollo de la crisis, fue el cambio en el modelo que manejaba la industria bancaria. En el nuevo esquema, los bancos financiaban cada vez más sus tenencias de activos con los instrumentos de vencimientos más cortos. Este cambio dejó a los bancos más expuestos a los problemas de liquidez al estrecharse el mercado interbancario [Brunnermeier, M (2009)]. Pero más importante aún, los bancos -crearon un esquema de "originar y distribuir" con el fin de ocultar- los préstamos en sus balances-.

En ese esquema los bancos “empaquetaban” los préstamos generando un título valor³⁶, el cual era vendido en el mercado de titularizaciones, transmitiendo el crédito a los inversionistas financieros³⁷. Así, se liberaban del riesgo crediticio y los préstamos otorgados titularizados no se reflejaban en su balance. Esto generó incentivos para que el banco otorgara mayor número de préstamos sin importar su calidad o viabilidad al ser empaquetados junto con otros créditos y los vendían. Por otra parte, el tenedor del título desconocía realmente el riesgo de lo que había

³⁶ Generaban un solo título valor que estaba compuesto por una canasta de diversos créditos de consumo, hipotecarios, entre otros.

³⁷ En la industria bancaria tradicional el crédito hipotecario que es otorgado por el banco se registra en sus balances; esto incentivaba al banco a hacer un estudio riguroso para otorgar el crédito y al mismo tiempo lo obligaba a estar monitoreando el pago de esas obligaciones para que no le ocasionara algún problema de liquidez o solvencia en el futuro.

comprado, primero, porque el paquete estaba compuesto por varios créditos y segundo, - no eran los encargados de recibir los pagos del crédito ni de monitorear su estado.

Por su parte, las calificadoras de riesgo, encargadas de brindar una opinión respecto a cada título, generaban un indicador que soportaba las decisiones de los inversionistas. Los instrumentos de cubrimiento como los CDS tomaban como referencia ese tipo de criterios, tanto para el activo como para su seguro.³⁸ Todo ello condujo a mediciones del riesgo inexactas que al momento de la crisis detonaron una pérdida de confianza generalizada.

[Keys, Mukherjee, Seru, y Vig (2008) y Purnanandam, A. (2009)] ofrecen evidencia empírica que el aumento de la titularización condujo a una disminución en la calidad crediticia. En el estudio los autores encontraron que los agentes hipotecarios ofrecieron tasas inicialmente bajas, hipotecas sin documentación y en algunos casos eliminaban la necesidad de un pago inicial al punto que se crearon los denominados préstamos NINJA (No Income, No Job or Assets). Todas estas hipotecas fueron concedidas sobre la premisa de que la verificación de antecedentes no era necesaria ante la expectativa de que los precios de la vivienda sólo podían subir, de tal forma que el prestatario podría siempre refinanciar un préstamo con el incremento del valor de la casa.

Al momento de la quiebra de Lehman Brothers, todo lo anteriormente expuesto puso en evidencia la fragilidad del sistema financiero estadounidense y por ende los problemas existentes en términos de regulación y de una medición adecuada del riesgo [De Gregorio (2008), Blundell-Wignall, A., Atkinson, P. and Lee, Hoon Se (2008)]. Esto último también podría considerarse como una causa de la reciente crisis, pues las autoridades reguladoras permitieron la excesiva toma de riesgo y no supervisaron dichos mercados [Allen, F. AND Carletti, E. (2010).].

Ahora, si la causa fue un problema de regulación y de incentivos microeconómicos como los mencionados en los párrafos anteriores, entonces la solución de la crisis radicaba en supervisar la industria de las hipotecas para garantizar que todo el mundo tuviera los incentivos correctos. En principio, la Fed y el departamento del Tesoro trataron de calmar a los mercados asegurando que

³⁸ Algunas críticas surgieron alrededor de este esquema, en cuanto a que los bancos comerciales eran los que pagaban a las calificadoras por asignar una evaluación de los activos, que después los mismos bancos iban a vender. Esto podría generar incentivos a subvaluar la calificación de los títulos.

estos incentivos serían controlados y que habría cambios en la regulación. Al mismo tiempo, soportarían algunos de los problemas de liquidez que se habían presentado. Sin embargo, el contagio ya se había producido, el canal de crédito había colapsado y los efectos de una recesión eran inminentes. Este factor permitió que la situación fuera creciendo de manera “descomunal”, pero no se puede afirmar que fuera la causa principal.

Para tener en cuenta otras causas, cabe mencionar un rasgo característico que precedió la crisis. La abundante liquidez existente desde inicios de la década del 2000, permitió que recursos se destinaran a los mercados inmobiliarios de los EEUU y otras economías desarrolladas. En esta hipótesis aparecen dos líneas de referencia. Algunos autores consideran que el problema proviene de un excesivo relajamiento monetario por parte de la Fed y otros bancos centrales, mientras que otros consideran que la liquidez provenía de otras fuentes, como por ejemplo, excesos de ahorro de países con superávits y búsqueda de rentabilidades de los inversionistas, lo cual no tenía nada que ver con la postura monetaria de los países desarrollados.

[Taylor (2008) y Allen, F. and Carletti, E. (2010)] sugieren que la semilla de la crisis puede atribuirse a las políticas de tasas bajas de interés adoptadas por la Reserva Federal y otros bancos centrales tras el colapso de la burbuja bursátil de las empresas tecnológicas y de internet. Para ellos, esto generó un *boom* de crédito y un aumento significativo de los precios de los activos que finalmente produjeron una burbuja en el mercado de la vivienda. Así mismo, sugieren que mantener una tasa de interés baja por un tiempo prolongado puede también generar esos desequilibrios y en últimas promover desestabilidad financiera.

En línea con esto, [Brunnermeier, M (2009)] sostiene que la economía estadounidense experimentó un período de bajas tasas de interés por dos razones: primero por el relajamiento monetario y segundo por fuertes entradas de capital, especialmente provenientes de los países asiáticos y petroleros. Los primeros, compraban títulos en los EEUU con el fin de sostener su régimen de tasa de cambio y un nivel de exportaciones adecuado. [Caballero (2008 y 2009)] sostiene que la crisis fue causada por una escasez de activos financieros transables y seguros, la cual fue mucho más marcada en los países emergentes que corrieron a comprar activos estadounidenses, tradicionalmente más confiables por la profundidad de su mercado financiero;

de esta manera, el capital fluyó de países con exceso de ahorro hacia países desarrollados con escasez de ahorro durante la última década antes de la crisis de 2008.

[Bernanke, 2005 y 2007] plantea la hipótesis del “exceso de ahorro global”, en la cual se argumenta que los flujos de capital hacia los EEUU desde países en los que el ahorro deseado es muy superior a la inversión -mercados emergentes de Asia y exportadores de materias primas- fueron una razón importante para que los EEUU sostuviera tasas de interés de largo plazo en niveles bajos e inferiores a lo esperado durante la última década antes de desatarse la crisis internacional.

Relacionado con esto, existe un grupo de académicos quienes consideran la crisis producto de la conjunción de algunos desbalances globales que son el resultado de diferencias entre las decisiones de ahorro e inversión en diversos países, reflejándose en desbalances de cuenta corriente y en alguna medida en el comportamiento de los flujos de capital durante los últimos 30 años [Portes (2009), Blanchard y Milesi-Ferretti (2009)]. Esta hipótesis se desarrolló con mayor profundidad en la primera sección de este documento, al hacer una descripción de los mismos, los factores que permitieron su progreso y el rol que ellos desempeñaron en la crisis. Aunque no existe un consenso respecto a esta hipótesis, sí se considera que los desequilibrios acumulados tuvieron un efecto amplificador de la crisis, independientemente de los factores que la desencadenaron.

Por último, y retomando la primera parte de esta sección, no se puede establecer cuál de las anteriores hipótesis fue la causa principal de la crisis financiera de 2008. Todo lo anterior sugiere que el origen y el impacto de la crisis se explican por la conjunción de muchos factores que amplificaron su efecto catastrófico sobre la economía mundial. De hecho, como lo ratifican autores como [Bernanke et al 2011] los factores internos como bajas tasas de interés, falta de una mejor supervisión, una deficiencia en la evaluación del riesgo y en los estándares de otorgamiento de crédito, son los principales factores que dieron origen a la burbuja inmobiliaria y la crisis en los EEUU. Sin embargo, encuentran que los cambios en el patrón de flujos internacionales de capital impactaron de manera significativa los rendimientos de los activos en

los EEUU, los cuales acentuaron los efectos de las distorsiones internas y contribuyeron a la dinámica de la crisis³⁹.

C. Impacto de la crisis financiera internacional sobre las economías desarrolladas.

A continuación se describirán brevemente los canales a través de los cuales la crisis financiera se transmitió y los efectos que ésta tuvo sobre las economías desarrolladas⁴⁰. Más adelante se discutirán los impactos sobre las economías emergentes.

1. Efectos sobre el sistema financiero.

La crisis se originó en el sector financiero, así que primero podrían identificarse los siguientes cinco canales de transmisión que amplificaron los efectos sobre la economía mundial.

1. El canal de la hoja de balance de los prestatarios: cuando los precios de los activos como vivienda y acciones cayeron, presionaron los balances de los bancos al deteriorar su capital. Adicionalmente, los bancos elevaron sus estándares de otorgamiento de crédito y por lo tanto los márgenes de ganancia también se redujeron. Ambos efectos generaron problemas de liquidez, por lo que ellos se vieron obligados a liquidar activos que incluso no estaban comprometidos en las deudas *subprime*; con lo cual la tendencia bajista de los precios se agudizó y al mismo tiempo se endureció el fondeo interbancario.
2. La ruptura del canal del crédito generó preocupaciones en los bancos por el acceso a los mercados de capitales en un futuro con bastante incertidumbre, y por tanto los condujo a acumular fondos en el presente, que a su vez reducía los recursos para el crédito destinado al gasto de consumo o inversión.
3. Corridas bancarias, como lo que ocurrió con Bear Stearns, Lehman Brothers o Washington Mutual, que causaron paradas súbitas de capital hasta el punto de llevar a los bancos a la quiebra o a ser absorbidos por otros.

³⁹ Esos desbalances macroeconómicos y la cuantificación de dichos flujos de capital se discutieron en las primeras partes de este documento.

⁴⁰ Para información detallada sobre los aspectos coyunturales o principales hechos que sucedieron antes, durante y después de la crisis se recomiendan los informes anuales del BIS y los informes del World Economic Outlook del FMI. Para ver los impactos sobre los flujos de capital hacia las economías emergentes se recomiendan también los informes Global Economic Prospects del Banco Mundial.

4. Conectividad y riesgo sistémico, efecto asociado a las interrelaciones existentes entre las instituciones financieras. En particular, alguna entidad podría ser al mismo tiempo prestamista y prestatario, por lo que al momento de presentarse algún problema de liquidez o solvencia, podría afectar el sistema de pagos.
5. Flujos de capital, en un entorno de volatilidad e incertidumbre sin precedentes, los recursos destinados a financiar inversión en portafolio y los relacionados con el sistema bancario prácticamente desaparecieron durante un par de meses. Esto se observó en los flujos entre economías desarrolladas, y entre éstas y las emergentes. En general, muchos de esos flujos se reasignaron en inversiones de deuda pública de países con alta calificación, como los títulos del Tesoro de los EEUU.

Todos los precios de los bonos se desplomaron durante la crisis financiera, no sólo los precios de los bonos de alto riesgo que estaban relacionados con los problemas iniciales de no pago. Los descensos de los precios se agudizaron y crearon pánico bancario, contexto en el que los inversores y las empresas se negaron a renovar acuerdos de venta y recompra (repos) que se utilizan para contar con liquidez [Gordon, (2010)]. Cabe mencionar que las garantías o el colateral de las recompras eran en gran medida los bonos de titulación. En ese entorno, las empresas se vieron obligadas a vender activos, amplificando el impacto sobre las caídas de los precios de los bonos y finalmente creando pérdidas adicionales. Los bancos tradicionales no prestaban su dinero y el crédito, que es esencial para la creación de empleo, no se generó.

La combinación de estos impactos generó bastante incertidumbre en los mercados financieros y como resultado elevó los costos de financiamiento y las primas de riesgo, y acentuó la fuerte caída de los mercados de activos como vivienda y acciones. Al mismo tiempo, la mayor percepción de riesgo promovió preocupaciones sobre la interacción entre la economía real y el sistema financiero. Luego, los problemas de liquidez y la consiguiente ruptura del canal de crédito endurecieron el financiamiento del gasto de las empresas y los hogares. Finalmente, la producción disminuyó y por ende el empleo, todo lo cual generó un perjudicial círculo vicioso.

2. Efectos sobre la actividad real.

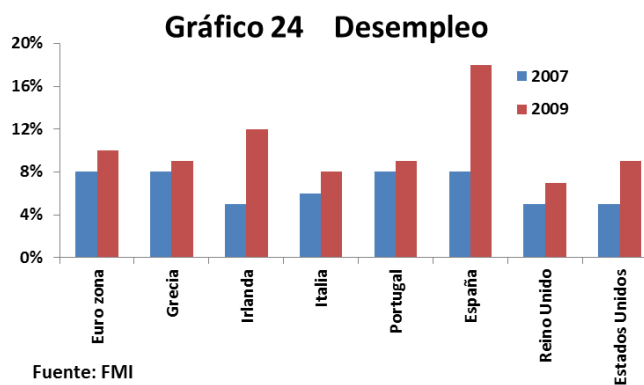
A pesar de que su origen fue financiero, la gravedad de los problemas y las conexiones e interrelaciones entre la parte real y financiera hizo que los efectos de un sector se expandieran rápidamente de uno al otro, de tal forma que la crisis financiera se trasladara a una crisis de producción y de empleo. Antes de abordar los canales a través de los cuales la crisis se transmitió a la parte real debemos recordar que en los EEUU la tasa de ahorro disminuyó, y en la década del 2000 se ubicó alrededor de cero, lo que motivó a los hogares a endeudarse para financiar su consumo. Adicionalmente, luego de la crisis de las empresas de internet al inicio de esta década, las compañías elevaron sus niveles de producción y también financiaron buena parte de su inversión. Así, durante este período las tasas de apalancamiento de los hogares y de las empresas empezaron a elevarse hasta ubicarse en niveles históricamente altos.

A continuación se identifican algunos hechos a través de los cuales la crisis se profundizó en la actividad real:

- El nivel de apalancamiento y el balance de los hogares y de las empresas: Cuando se produjo la caída en los precios de la vivienda y se observó un aumento del incumplimiento de los pagos, los hogares se vieron enfrentados a una situación en la que el colateral de sus préstamos caía, su nivel de apalancamiento era elevado y como su nivel de ahorro era bajo, se vieron obligados a comenzar a restringir su consumo para pagar sus deudas y tratar de aumentar o mantener sus activos. Algo similar sucedió con las empresas.
- Pérdidas de la riqueza: La caída de los precios de activos como la vivienda o las acciones bursátiles generó una pérdida de la riqueza generalizada, con lo cual los hogares y las empresas tenían menores activos que les permitieran financiar su consumo e inversión en el futuro.
- Restricciones crediticias: En un entorno en el cual la ruptura del canal del crédito fue evidente, y prácticamente el crédito se detuvo, los hogares y las empresas tuvieron más complicaciones para financiar sus gastos o inversiones.

- **Confianza:** la incertidumbre generada en los mercados financieros y las bajas perspectivas económicas de las economías desarrolladas condujo a los hogares y a las empresas a posponer sus decisiones de gasto e inversión precavido futuras complicaciones en la actividad económica.
- **Precios de los bienes básicos (commodities):** la volatilidad de los precios de alimentos y de energéticos afectó las decisiones de consumo e inversión de las empresas. Por ejemplo, en EEUU el consumo presenta una gran sensibilidad al precio de la gasolina, y cuando el precio del crudo llegó a estar alrededor de US\$ 140 dólares, el impacto sobre ese gasto fue considerable.
- **Comercio:** los mayores costos de financiamiento junto con las mayores restricciones crediticias y una caída en la demanda mundial, generó que el comercio mundial disminuyera drásticamente.
- **Flujos de capital:** aunque los flujos que más fuerte y rápidamente se vieron afectados fueron los financieros, los destinados a Inversión (IED) se redujeron significativamente en 2009. Esto implicó para muchos países una menor fuente de financiación para la inversión interna.

Todos estos efectos combinados generaron un menor consumo e inversión, que se vio reflejado en una menor demanda y por ende menor producción. Ante ello, las empresas decidieron realizar despidos masivos para ajustarse a la situación, lo que representaba para los hogares menores ingresos por pérdidas de empleo (Gráfico 24). Al tener menores ingresos, los hogares podían consumir menos, reforzando el círculo vicioso en que entró la economía estadounidense y otras desarrolladas.

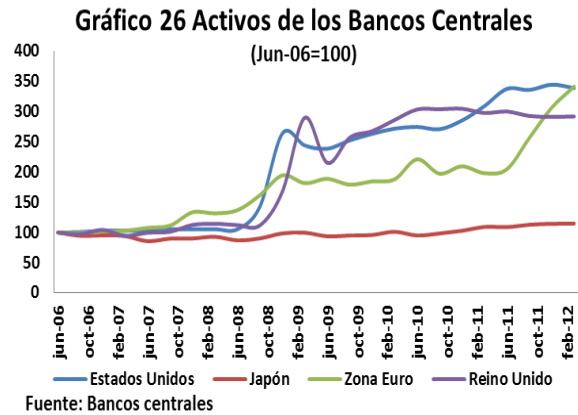
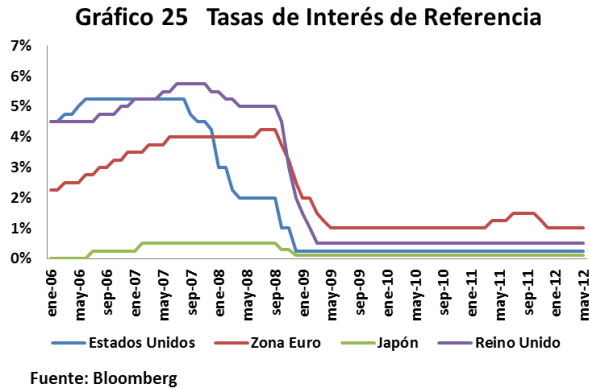


[Reinhart, C y Rogoff, K. (2009)] encuentran que el debacle de los mercados de activos son profundos y prolongados cuando el origen de la crisis es financiero. Comparando la crisis de 2008 con otros episodios anteriores similares encuentran que los precios de la vivienda real caen en promedio de 35 por ciento y la situación se extiende a lo largo de seis años, mientras que el precio promedio de la acciones se desploman un 55 por ciento en la recesión y perdura alrededor de tres años y medio. Asimismo, el estudio halla que las consecuencias de las crisis bancarias están asociadas con profundas caídas en la producción y el empleo. La tasa de desempleo se eleva en un promedio de 7 puntos porcentuales en la fase bajista del ciclo, que dura en promedio más de cuatro años. El producto cae (de pico a valle) en promedio, alrededor de 9 por ciento.

Para finalizar, es complicado para cualquier agente de la economía tomar decisiones a mediano y largo plazo en entornos de alta volatilidad e incertidumbre. Frente a esto, una posible decisión fue posponer ciertas decisiones de gasto en un contexto de desconfianza generalizada, lo cual agudizó aún más la situación del consumo y la inversión. En muchos países, las ventas de bienes de consumo duraderos como autos y bienes de capital como máquinas herramientas se estancaron. El comercio mundial también se derrumbó, ya que este tipo de bienes representan una gran proporción de las exportaciones e importaciones.

D. Políticas adoptadas por las autoridades en los países desarrollados para afrontar la crisis.

Para atenuar las consecuencias de la crisis, las autoridades económicas de los países desarrollados ejecutaron fuertes y agresivas políticas tanto monetarias como fiscales. En septiembre de 2007, la Fed tomó el liderazgo y comenzó a bajar su tasa de interés gradualmente, sin embargo con el pasar de los meses y al presentarse la quiebra de Lehman Brothers todos actuaron enérgicamente. Un trimestre después de ese evento, las tasas de interés oficiales de muchos bancos centrales se encontraban cercanas a cero (Gráfico 25). Al mismo tiempo, y al agotarse el instrumento de tasa de interés, la Fed adoptó una política más agresiva al expandir su balance. Más tarde, el Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo (BCE) hicieron lo mismo (Gráfico 26).



En particular, la Fed creó una serie de programas en la cual realizó una recomposición de su hoja de balance y expansión de sus activos dentro de la misma. Entre los más destacados en medio de la crisis se encuentran los siguientes: 1) Term Auction Facility - TAF que permite a los bancos comerciales obtener préstamos a un mes a cambio de un colateral, 2) Primary Dealer Credit Facility –PDCF el cual ofrece préstamos a un día a cambio de un colateral para las instituciones financieras que tienen relación directa con la FED 3) Asset Backed Money Lending Facility - AMLF que es una facilidad de crédito que provee fondeo a las entidades depositantes y a los holdings bancarios para financiar sus compras de papeles comerciales respaldados en título de alta calidad, 4) Commercial Paper Funding Facility - CPFF a través del cual la FED financia la compra de papeles comerciales con un plazo de vencimiento no mayor a 3 meses y 5) Term Asset-Backed Securities Loan Facility –TALF que buscaba reactivar el crédito de consumidores y pequeñas empresas ya que los bancos no deseaban prestar dinero. Además, creó líneas de crédito para Bear Stearns, American International Group (AIG) y otras entidades que requirieron en su momento liquidez, al tiempo que generó líneas de swap de monedas para irrigar liquidez a otros bancos centrales.

Tanto la Fed como los demás bancos centrales de economías desarrolladas continuaron, durante 2010 y 2011, realizando expansiones de su hoja de balance a través de diversos programas. En general, todos ellos han tratado de calmar a los mercados mediante políticas más agresivas, que buscaban otorgar liquidez a través de nuevos mecanismos como la compra de títulos de deuda soberana de sus propios países. En el caso de la Fed, esto ha contribuido a bajar las tasas de largo plazo con el fin de reactivar el sector inmobiliario y tratar de parar ese círculo vicioso. En el caso

del BCE, los programas de compras de títulos comenzaron casi un año después como respuesta a una posterior crisis de deuda en algunos países de Europa como Grecia, España, Italia, Portugal, entre otros. Las medidas buscaban calmar a los mercados que castigaron fuertemente los bonos de aquellos países, ya que la percepción de riesgo hacia ellos era mayor y por ende también lo eran las tasas a las cuales se negociaba su deuda.

En general, en el plano monetario, desde 2008 hasta 2011, los bancos centrales trataron de otorgar la liquidez necesaria para que el mercado interbancario no sufriera de nuevo los mismos problemas de liquidez durante la crisis financiera, y con ello también trataron de reactivar el canal de crédito, el cual es beneficioso para impulsar la actividad económica.

En el plano fiscal, los esfuerzos en medio de la crisis fueron significativos y estuvieron concentrados en dos tipos de acciones: el gasto público que buscaba asegurar la recuperación económica en el corto plazo mediante la estabilización del sector bancario y el gasto público tradicional, de mediano plazo, destinado a crear nueva infraestructura y estimular el consumo y la inversión. Se implementaron programas como reducción de impuestos, subsidios al consumo y la inversión que implicara el uso de tecnologías limpias, entre otros.

Para estabilizar el sistema financiero, el Departamento del Tesoro garantizó la solvencia y liquidez para las gigantescas agencias hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac⁴¹. Así mismo, luego de la quiebra de Lehman, y tras la gran inestabilidad y volatilidad financiera presenciada en octubre de 2008, también lanzó el Troubled Asset Relief Program (TARP) por US\$700mm. De la totalidad de recursos del TARP, la administración autorizó la compra de activos con el fin de garantizar solvencia y liquidez de varios bancos, la recapitalización de AIG y Citigroup y el rescate de las algunas automotrices estadounidenses. En ese momento, muchos analistas trataron de contabilizar el total de las inyecciones establecidas por diversas autoridades económicas para rescatar el sistema financiero y la actividad económica. Las estimaciones hechas muestran que aproximadamente US\$9 billones habrían sido asignados para 2008 y los siguientes dos años, de los cuales se habrían ejecutado US\$3,6bl durante 2008⁴².

⁴¹ Durante 2008, las compras que efectuó el gobierno de obligaciones y acciones emitidas por dichas entidades llegaban a US\$85mil millones.

⁴² Cabe señalar que el PIB de estadounidense en 2008 fue de US\$14,4 bl aproximadamente.

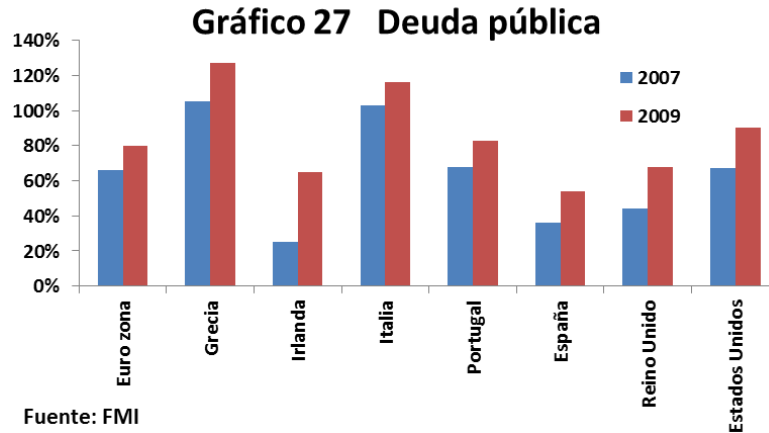
Algo similar sucedió en Europa, en donde los gobiernos respaldaron a la banca con el fin de estabilizar las presiones de solvencia y liquidez que se presentaban. Sin embargo, estos gobiernos en contraprestación exigieron ciertas condiciones, por ejemplo el gobierno francés sugirió la concesión de nuevos préstamos en el mercado nacional para reactivar el canal de crédito. En Alemania las inyecciones de capital estaban condicionadas a colocar límites al pago de dividendos ordinarios, mientras que sólo el Reino Unido incluyó la prohibición explícita del reparto de dividendos ordinarios mientras las acciones preferentes del Gobierno siguieran en circulación. En general, los gobiernos respaldaron instituciones financieras claves para el funcionamiento del sistema bancario mediante la compra de activos problemáticos o asegurando pérdidas en determinadas carteras⁴³. En algunos casos, los gobiernos se vieron obligados a asumir el control de los mismos, es decir, se enfrentaron una serie de nacionalizaciones de la banca. Se estimó que en su momento los gobiernos de los países desarrollados asumieron gran parte de las pérdidas potenciales de una determinada cartera (normalmente, entre el 80% y el 90%)⁴⁴.

Si bien estas políticas contracíclicas adoptadas contuvieron una recesión peor en el corto plazo, el crecimiento luego de más de dos años de la crisis sigue enfrentando problemas para ser autosostenido y la incertidumbre en los mercados financieros aunque es menor que en la crisis de 2008 nunca ha desaparecido del panorama mundial. De hecho, en algunos casos las medidas adoptadas atentaron contra su estabilidad macroeconómica y desataron una nueva crisis: la de deuda pública. En particular, algunos países europeos que tenían un nivel de deuda alto y tuvieron que realizar esfuerzos de gasto adicionales en medio de la crisis de 2008 (Gráfico 27), hoy enfrentan serios problemas de deuda pública que tiene en vilo a los mercados financieros⁴⁵. Por todo lo anterior, es probable que haya que esperar a que los desbalances macroestructurales de las economías desarrolladas se ajusten para observar una recuperación sostenida del crecimiento de dichos países y del mundo.

⁴³ El Banco Nacional de Suiza (SNB) compró a UBS activos derivados de hipotecas. Los gobiernos británico, estadounidense y holandés aseguraron los activos de los siguientes bancos: ING, RBS, Lloyds TSB, Bank of America y Citigroup.

⁴⁴ BIS. Banco de Pagos Internacionales. 79º Informe Anual. 1 de abril de 2008–31 de marzo de 2009

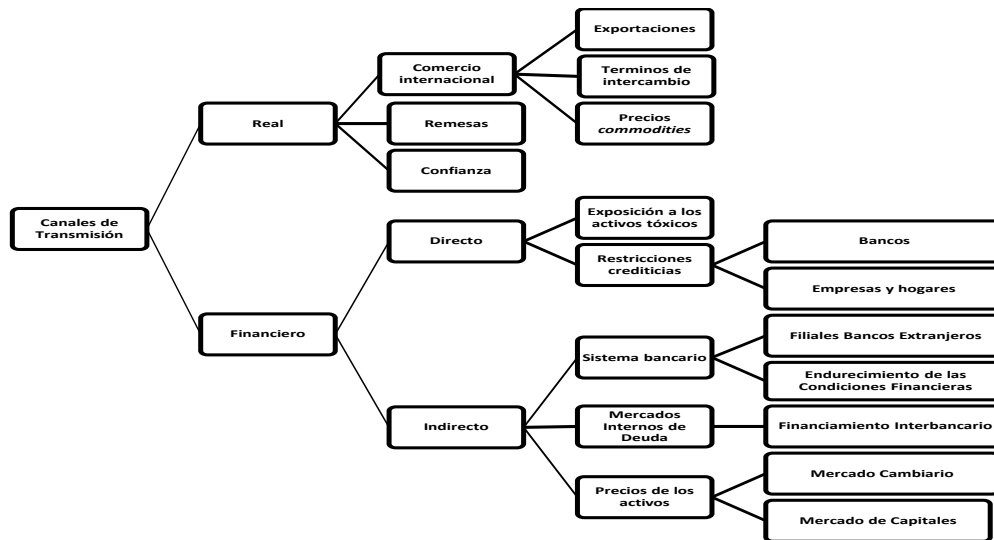
⁴⁵ Hoy en día se habla de una crisis de deuda pública como una consecuencia o una segunda fase de la crisis financiera internacional de 2008.



E. Impactos sobre las economías emergentes.

Al inicio de la crisis se hablaba de algún grado de desacoplamiento entre el mercado emergente y el desarrollado debido a que los problemas que se originaron en los mercados hipotecarios en los EEUU y otros países desarrollados no tenían alguna conexión directa sobre el sistema bancario de países en desarrollo. Sin embargo, como se mencionó en la segunda parte del documento los flujos de capital disminuyeron significativamente, con lo cual los efectos sobre el sector financiero y el real también fueron considerables; y por tanto el impacto sobre economías emergentes debía verse reflejado. Estos efectos podían darse ya sea de forma directa o indirecta y a nivel financiero o real. En el **Esquema 1** se muestran los principales canales a través de los cuales la crisis se transmitió a los mercados emergentes, muchos de ellos relacionados con el comportamiento de los flujos de capital.

Esquema 1



Fuente: Informe al congreso marzo de 2009, Banco de la República. Ampliación propuesta por los autores.

Se podría decir que la crisis se transmitió hacia los países emergentes principalmente por:

- i. El retiro de fondos de las instituciones financieras de los países desarrollados que requerían liquidez y que tenían filiales ubicadas en las economías emergentes. Los problemas de solvencia y la necesidad de reconstruir capital limitó la disponibilidad de recursos hacia las filiales, lo que restringió también la financiación en dólares para muchos bancos de países en desarrollo.
- ii. La ruptura del canal de crédito produjo fuertes restricciones de los flujos de capital destinados a crédito bancario y los del mercado de bonos de deuda pública y privada. Se crearon fuertes tensiones financieras en algunos países en donde este tipo de flujos tenía gran importancia, como es el caso de Europa oriental. Los flujos de cartera y los de portafolio también se redujeron e impactaron los mercados de valores de las economías emergentes que contaban con un mercado de capitales más abierto y desarrollado.
- iii. El comercio internacional de los países emergentes se vio afectado por tres fuentes, primero por las mismas restricciones crediticias descritas anteriormente, segundo, por la debilidad de la demanda de los países desarrollados que en muchos casos eran los principales socios comerciales de esos países; y tercero, por las desvalorizaciones de los precios de las materias primas (*commodities*) que afectó adicionalmente, vía precio, el nivel de las exportaciones. Adicionalmente, esto último desfavoreció el ingreso de las

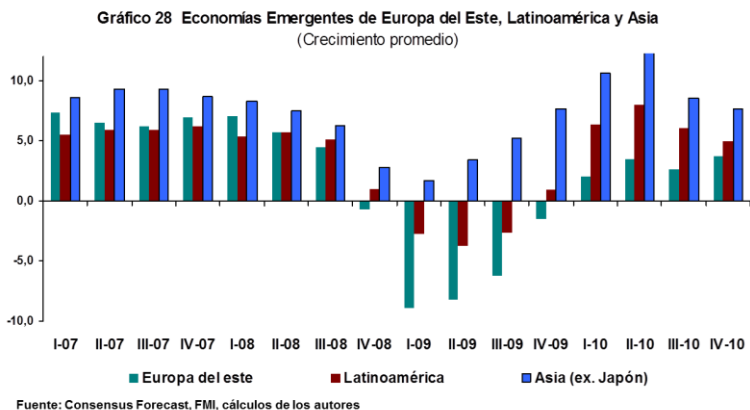
economías productoras mediante una caída en los términos de intercambio. Por último, cabe mencionar que el comercio mundial presentó caídas sin precedentes desde la posguerra y los emergentes no fueron ajenos a ellas.

- iv. Las remesas, que son una importante fuente de ingresos de los países emergentes, se vieron afectadas negativamente en el momento en que los países desarrollados entraron en una profunda caída de la actividad económica que aumentó el desempleo.
- v. Los flujos de capital se redujeron drásticamente, en primer lugar los destinados a inversión de portafolio y los de crédito bancario, y luego los de inversión extranjera directa. Los primeros asociados con movimientos de más corto plazo, impactaron significativamente las monedas de los emergentes y la estabilidad financiera en algunos de ellos, todo en un entorno de gran volatilidad e incertidumbre. Los segundos, redujeron la disponibilidad de recursos para la inversión y por ende, un menor financiamiento de proyectos que les permitiría crecer más.
- vi. Por último, la confianza desempeñó un papel importante puesto que el pánico y la incertidumbre desatada afectaron las decisiones de consumo e inversión de los hogares y firmas. En muchos casos ante el panorama sombrío que se avecinaba, las decisiones fueron posponer consumo o reducir inversión y, por ende, se generó menor producción y menor empleo.

Un rasgo relevante de la crisis de 2008 fue la diferenciación en términos de impacto entre regiones, en donde unas experimentaron fuertes y mayores golpes que otras, con lo cual la recuperación también se produjo a velocidades dispares. En particular, las economías emergentes más afectadas por la crisis fueron las europeas, mientras que en esta oportunidad Latinoamérica resultó bien librada.

Aunque la turbulencia financiera y las mayores pérdidas de confianza de consumidores y empresas se apreciaron durante el tercer trimestre de 2008, su impacto, en términos de actividad económica, sobre los emergentes fue más significativo en la primera mitad de 2009; cuando el contagio había evidenciado sus efectos a nivel mundial. Por ejemplo, se destaca cómo el crecimiento económico de las economías emergentes asiáticas a pesar de sufrir fuertes desaceleraciones nunca se contrajo, mientras que por el contrario las económicas de Europa del

Este registraron contracciones anuales que en promedio superaban el 5 por ciento (Gráfico 28). Así mismo, la recuperación se presentó a niveles dispares siendo mucho más evidente en Asia y Latinoamérica, mientras que Europa emergente no pudo alcanzar sus niveles de crecimiento previos a la crisis. A continuación se resumirán los hechos más relevantes que podrían explicar lo anterior.

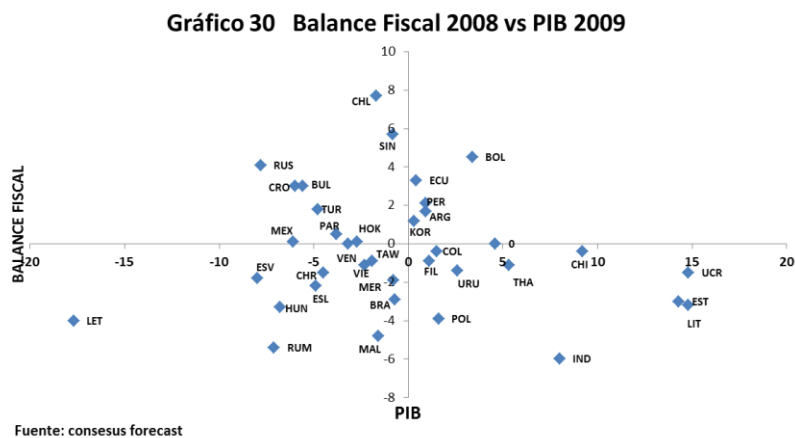
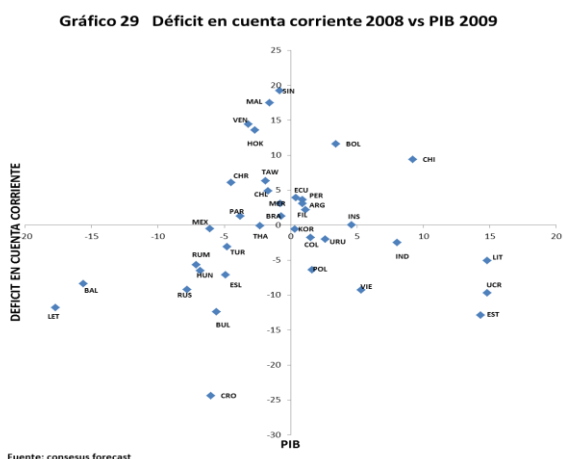


Al momento de estallar la crisis de 2008, las economías de Europa emergente se encontraban en una posición bastante vulnerable puesto que registraban grandes déficit de cuenta corriente (Gráfico 29), altos niveles de endeudamiento y dependían en gran medida de los flujos financieros. A esto se sumaba el hecho de que muchas de ellas tenían un régimen de tasa de cambio fijo que empeoró la situación en medio de la crisis y limitó sus respuestas ante el choque externo. Estas economías presentaron fuertes contracciones de la actividad económica y su recuperación fue mucho más lenta⁴⁶.

En el caso de las economías asiáticas, la crisis llegó en un momento en que la mayoría de países no presentaban grandes debilidades y externamente estaban balanceados; contaban con niveles altos de ahorro y sus sistemas financieros eran saludables y no estaban expuestos a los activos en problemas por la crisis *subprime*. Sin embargo, se desaceleraron en buena parte porque sus motores de crecimiento son las exportaciones, las cuales se vieron afectadas por la caída de la demanda mundial.

⁴⁶ Las economías emergentes de Europa presentaban una mayor integración económica y financiera con el sistema bancario de países desarrollados europeos, lo cual les generó un alto grado de dependencia respecto al crédito externo. Mientras que emergentes como América Latina mostraban un sistema financiero más sólido debido a fortalecimiento de los bancos locales y la entrada de bancos extranjeros en un contexto de fijación de regulaciones prudenciales y mayor control, supervisión y monitoreo.

Las economías latinoamericanas, al igual que las asiáticas, contaban con buenos indicadores macroeconómicos, sus sistemas financieros estaban saneados y su exposición financiera era reducida. Sin embargo, la caída de los precios internacionales de las materias primas, la disminución de la demanda externa y de las remesas, las restricciones crediticias y los efectos sobre la confianza de hogares y empresas produjo estragos en el consumo y la inversión, que afectó a su vez la producción y el empleo. Las menores vulnerabilidades observadas en la región están asociadas con las políticas macroeconómicas coherentes realizadas en los últimos años. En particular, muchas de ellas adoptaron esquemas de inflación objetivo con flexibilidad cambiaria que les permitió implementar políticas contracíclicas. Así mismo, el déficit de cuenta corriente se encontraba en niveles sostenibles y las tasas de ahorro habían aumentado respecto a los noventa en la mayoría de países (Gráfico 29 y 30).



En general, las economías emergentes de Asia y Latinoamérica que contaban con menores desbalances macroeconómicos, mejores perspectivas económicas, sistemas financieros saludables, entre otros mejores indicadores, lograron sobrellevar las consecuencias de la crisis financiera internacional de 2008. Las lecciones que se aprendieron de los años noventa, generaron varias fortalezas tanto en la parte institucional como en la de políticas macroeconómicas. Aunque todas las economías sufrieron las consecuencias de la caída de la demanda mundial, luego de dos años ellas mostraban crecimientos favorables e incluso en algunos casos por encima de su potencial.

IV. Síntesis

Los flujos de capital entre las economías desarrolladas y entre éstas y las emergentes crecieron significativamente en la última década como resultado de los procesos de globalización financiera y comercial, los cuales se dieron en un entorno de liberalización del comercio, privatizaciones, innovación e integración de los sistemas bancarios y financieros. Adicionalmente, los desbalances globales caracterizados por los excesos de ahorro en China y varias economías petroleras del medio oriente, dieron lugar a importantes flujos de capital que en su mayor parte se dirigieron hacia los Estados Unidos. Durante 2008 estos flujos fueron fuertemente impactados, en particular los destinados a inversión de portafolio y de préstamos bancarios comerciales. Por su parte, la IED se vio afectada sólo hasta el año siguiente debido a que en el momento del choque la inversión ya había sido realizada o planeada. Lo anterior se explica por la naturaleza de cada tipo de flujo, de tal forma que como la crisis tuvo su origen en el sector financiero, los flujos relacionados con esta actividad sufrieron mayores perturbaciones.

La crisis financiera internacional no sólo tuvo efectos en términos financieros, afectando los flujos de capital mediante restricciones de liquidez y reducciones en el financiamiento externo, sino además en términos reales con contracciones en el comercio, reducción en la producción mundial y altos niveles de desempleo. No obstante, la transmisión de la crisis fue más acentuada entre economías desarrolladas debido a la mayor profundización comercial y financiera. En el caso de las economías emergentes, las europeas fueron fuertemente afectadas al momento del

estallido de la crisis por su mayor exposición ante vulnerabilidades macroeconómicas⁴⁷ y porque sus sistemas financieros estaban más integrados con los de los países desarrollados. En ese entorno, Asia y Latinoamérica también sufrieron los impactos de la crisis pero en menor medida, lo cual se explica por sus mejores indicadores macroeconómicos, mayores perspectivas económicas, la solidez y menor exposición de sus sistemas financieros, así como la posibilidad de sus autoridades de realizar políticas contracíclicas agresivas, que les permitieron recuperarse rápidamente.

Por último, luego de observar los efectos nocivos que tuvo la crisis de 2008 sobre la economía mundial, es importante y relevante entender los mecanismos a través de los cuales se dio la transmisión tanto a nivel financiero como real y las causas de la misma. Al respecto, en este escrito se planteó que la crisis financiera fue el resultado de la conjunción de factores como la falta de una regulación más adecuada asociada al desconocimiento de nuevos instrumentos financieros en el mercado de capitales; el exceso de apalancamiento y el apetito por el riesgo; la abundante liquidez relacionada con las posturas monetarias en economías avanzadas; y los abundantes flujos de capital generados por economías superavitarias y con excesos de ahorro resultantes de diferencias entre las decisiones de inversión y ahorro a nivel global.

⁴⁷ Por ejemplo, grandes déficits de cuenta corriente, alto grado de apalancamiento de hogares y empresas y en algunos casos del sector público, sistemas de tasa de cambio fijo, sistemas financieros más expuestos al choque externo, entre otros.

Referencias

- Allen, F. AND Carletti, E. (2010). An Overview of the Crisis: Causes, Consequences, and Solutions. *International Review of Finance*, 10:1, 2010: pp. 1–26
- Angell, Cynthia, and Clare D. Rowley, (2006), Breaking new ground in U.S. mortgage lending, *FDIC: Outlook*. Summer 2006. Federal Deposit Insurance Corporation.
- Bank of international Settlements – BIS. Bank health and lending to emerging markets. *Quarterly Review*, December 2008.
- Bank of international Settlements – BIS. Bank structure, funding risk and the transmission of shocks across countries: concepts and measurement. *Quarterly Review*, September 2010.
- Bank of international Settlements – BIS. Capital flows and emerging market economies, January 2009.
- Bank of international Settlements – BIS. Highlights of international banking and financial market activity. *Quarterly Review*, December 2008.
- Bank of international Settlements – BIS. The collapse of international bank finance during the crisis: evidence from syndicated loan markets. *Quarterly Review*, September 2010.
- Beim, D and Calomiris, Ch. *Emerging financial markets*. McGraw Hill International edition. 2001.
- Bernanke, Ben S. (2005). “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit” Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, March 10, 2005
- Bernanke, Ben S. (2007). “Global Imbalances: Recent Developments and Prospects” speech delivered at the Bundesbank Lecture, Berlin, Germany September 11, 2007
- Bernanke, Ben S. (2011). “Global Imbalances: Links to Economic and Financial Stability” speech delivered at the Banque de France Financial Stability Review Launch Event, Paris, France. February 18, 2011
- Blanchard, O. and Milesi-Ferretti, G. M. *Global Imbalances: In Midstream?* Dec 22, 2009. IMF Note. SPN/09/29
- Blanchard, O; Milesi-Ferretti, G.M. (2009). “Global Imbalances: In Midstream?”. IMF Staff Position Note SPN/09/29.
- Blundell-Wignall, A., Atkinson, P. and Lee, Hoon Se (2008). “The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues.”. *Financial Market Trends*. OECD, 2008
- Borio, Claudio y Disyatat Piti (2011). “Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or no Link?” BIS working papers No 346. May, 2011
- Broto, C, J Díaz-Cassou and A Erce-Domínguez : “Measuring and explaining the volatility of capital flows towards emerging countries”, Banco de España Working Paper, No. 0817.
- Brunnermeier, M . 2009. Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008.. *Journal of Economic Perspectives*—Volume 23, Number 1—Winter 2009—Pages 77–100

Caballero, R. J. (2009). “The Other Imbalance and the Financial Crisis”, preparado para la Conferencia Paolo Baffi, pronunciada en la Banca d’Itali el 10 de diciembre de 2009.

Caballero, R. J.; Farhi E.; Gourinchas, P. O. (2008). “Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances”. NBER Working Paper.

Caballero, R., Farhi, E. y Gourinchas, P. “An Equilibrium Model of “Global Imbalances” and Low Interest Rates. August 2007.

Corbo, V. (2006). “Los Desbalances Globales y los Riesgos en la Economía Mundial”. Banco Central de Chile.

Council of Economic Advisers (2009). Economic Report of the President, January 2009, Washington D.C.

De Gregorio, J. (2008). “Las tensiones de la economía mundial. Documentos de política económica”. Banco Central de Chile.

Dunaway, Steven (2009). “Global Imbalances and the Financial Crisis”. Council Special Report No 44. Council on Foreign Relations- Center for Geoeconomic Studies- March 2009

Eichengreen, B and A Mody (1998): “Interest rates in the North and capital flows to the South: is there a missing link?”, *International Finance*, vol 1(1), pp 35–57.

Eichengreen, Barry (2006). “Global Imbalances: the New Economy, the Dark Matter, the Savvy Investor, and the Standard Analysis. University of California, Berkeley, March 2006

Fernández-Arias, E (1996): “The new wave of private capital inflows: push or pull?”, *Journal of Development Economics*, vol 48, pp 389–418.

Ferrucci G, V Herzberg, F Soussa, A Taylor (2004): “Understanding capital flows to emerging market economies within a push/pull framework?”, *Bank of England Financial Stability Review*, June.

Fratzscher, M (2011). Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis. Working paper series No. 1364. European Central Bank.

Gelos, Gaston (2011). International Mutual Funds, Capital Flows Volatility, and Contagion – A Survey. International Monetary Fund Working Paper, April 2011

Gorton, G (2010). Questions and Answers about the Financial Crisis. NBER Working Paper No. 15787. February 2010.

Hausmann, Ricardo and Federico Sturzenegger (2005), “Dark Matter Makes the U.S. Deficit Disappear,” *Financial Times* (8 December).

Informe de la CEPAL. La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe. 2010

Izquierdo, A. y Talvi, E. Coordinadores One Region, Two Speeds? Challenges of the New Global Economic Order for Latin America and the Caribbean. Banco Interamericano de Desarrollo. Marzo 2011

Jeong, Kap-young; Kim, Euysung (2010). "The Global Financial Crisis: New Implications and Perspectives for Emerging Economies". Global Economic Review, Vol. 39, No. 1, 1-13.

John Bluedorn, Rupa, Duttagupta (team leader), Jaime Guajardo, and Petia Topalova, World Economic Outlook. Tensions from two speed recovery, unemployment, commodities and capital flows. Capítulo 4, "International capital flows: reliable or fickle?", IMF April 2011.

Keys, Benjamin J., Tanmoy K. Mukherjee, Amit Seru, and Vikrant Vig. (2010). "Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans." The Quarterly Journal of Economics, 125 (1): 307-362.

Kiff, John, and Paul Mills (2007). Money for nothing and checks for free: Recent developments in U.S. subprime mortgage markets, IMF working paper.

Krugman, Paul (2009). "Revenge of the Glut". The New York Times. 1 March 2009

Lane, P. and Milesi-Ferreti, G.M. The drivers of financial globalization. American Economic Review. 2008

Mendoza, E., Quadrini, V. y Rios-Rull, J.V. Financial Integration, financial deepness and global imbalances. NBER. Cambridge, MA 02138. February 2007

Portes, R. (2009). "Global Imbalances". Documento interno London Business School y CEPR.

Purnanandam, A. (2009), 'Originate-to-Distribute Model and the Subprime Mortgage Crisis', Working Paper, University of Michigan.

Reinhart, C y Rogoff, K. 2009. "The aftermath of financial crises". Working Paper 14656. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH

Taylor, J. (2009). "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", NBER Working Paper No. w14631.