

1. FLUJOS DE CAPITALES, LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL Y LOS DESBALANCES MACROECONÓMICOS

Jorge Hernán Toro Córdoba
Rocío Mora Quiñones
Daniel Parra Amado*

La integración financiera internacional constituye un factor fundamental que estimula el crecimiento económico sostenible. Los flujos de capitales complementan el ahorro interno, con lo cual reducen las restricciones financieras para la inversión en proyectos productivos y suavizan las fluctuaciones del consumo. También estimulan la diversificación de riesgos de inversión, promueven el comercio internacional y contribuyen a desarrollar los mercados financieros. Además, 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 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 producto interno bruto (PIB) y constituyó así 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, se han identificado los peligros para la estabilidad económica que 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. Más aún, si dichos flujos se presentan en la forma de endeudamiento externo, podrían tornarse insostenibles, en particular ante la ocurrencia de un choque externo

* Los autores son, respectivamente, Subgerente de Estudios Económicos del Banco de la República, profesional experto del Departamento Técnico y de Información Económica y profesional especializado del Departamento de Programación e Inflación. Los puntos de vista expresados en el capítulo son de exclusiva responsabilidad de los autores y no representan los del Banco de la República ni los de su Junta Directiva.

negativo, en especial 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 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 2007-2009 fue el fuerte y sostenido incremento de los flujos de capital hacia ese país que se dio durante la primera década de este siglo.

Los vínculos entre los flujos de capital durante dicha década y la crisis de 2007-2009 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 de la balanza de pagos, 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 muchas más posibilidades de endeudamiento externo, como en efecto lo hizo a lo largo de la década.

El propósito de este artículo es ofrecerle 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 su crecimiento y les permitieron a los países desarrollados, principalmente a 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.

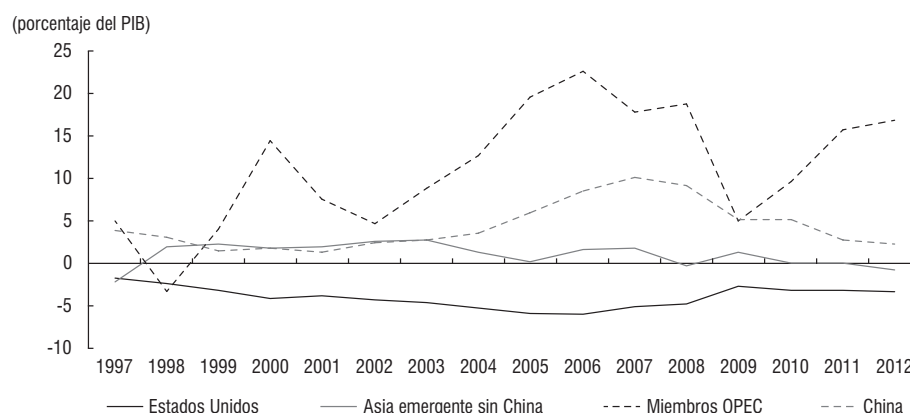
Por último, en la tercera parte del capítulo se hace una descripción de la crisis financiera mundial, acentuando sus causas y consecuencias sobre las economías avanzadas y emergentes. También se analizan las políticas adoptadas por las autoridades en los países desarrollados para afrontar la crisis. 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 esta. Es un ejercicio necesario, pues logra poner en perspectiva el papel de los flujos de capital, el cual otros artículos de este libro ampliarán más adelante.

1. DESBALANCES GLOBALES Y LA CRISIS ECONÓMICA MUNDIAL DE 2008

Una de las principales explicaciones del origen de la crisis económica mundial se atribuye a los desbalances globales. Estos 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 pagos (Bernanke 2005, 2007 y 2011; Blanchard y Milesi-Ferreti, 2009; Council of Economic Advisers, 2009; Dunaway, 2009; Eichengreen, 2006; Krugman 2009 y Portes, 2009). Al respecto se muestra cómo en los Estados Unidos aumentó el déficit en cuenta corriente, al tiempo que en las economías emergentes de Asia (en especial China) y los países exportadores de petróleo del Oriente Medio se generaron superávits crecientes (Gráfico 1).

Gráfico 1
Balance en cuenta corriente



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI).

De acuerdo con este enfoque, el exceso de ahorro sobre inversión en numerosas economías emergentes (*saving glut*¹) dio origen a importantes flujos de capital que se dirigieron hacia las economías avanzadas, y fueron los Estados Unidos el principal receptor de los mismos. Tales flujos contribuyeron a reducir las tasas de interés mundiales y a gene-

1 Término acuñado por el gobernador de la Reserva Federal, Ben Bernanke. Véase, por ejemplo: “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit”, discurso pronunciado el 10 de marzo de 2005 ante la asociación de Economistas de Richmond (Virginia).

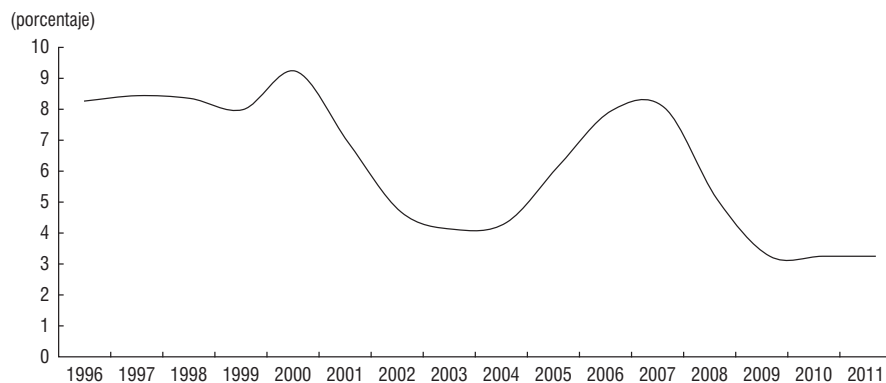
rar una fuerte expansión del crédito, que estimularon de forma considerable el consumo y la inversión de los países avanzados, en particular en los Estados Unidos (Cuadro 1 y Gráfico 2).

Cuadro 1
Flujos de capital neto, Estados Unidos (porcentaje del 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.

Gráfico 2
Tasa de préstamos de buena calidad (*prime*)



Fuente: FMI.

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 Estados Unidos 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 Estados Unidos aumentó la tasa de crecimiento en ese país, lo que a su vez estimuló la actividad económica en el resto del mundo mediante 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 (tras los excesos de inversión que se dieron a finales de los noventa) las condujo a incrementar el ahorro nacional y a elevar sus superávits externos. En especial en China, a pesar de haberse producido un aumento de la inversión, el ahorro nacional aumentó mucho más, como reflejo del mejoramiento en la posición fiscal del Gobierno y del crecimiento del ahorro empresarial.

Los crecientes superávits externos produjeron fuertes presiones a la apreciación del tipo de cambio, las cuales se resistieron mediante 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 noventa (Dunaway, 2009)². El resultado fue impedir la corrección del superávit de cuenta corriente, que se hubiera podido producir de haberse permitido la apreciación.

Además, los superávits de cuenta corriente de los países exportadores de petróleo en el Oriente Medio también aumentaron porque la creciente demanda mundial continuó presionando al alza los precios del crudo. A su turno, numerosos países en desarrollo también canalizaron sus superávits externos hacia los Estados Unidos. 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 aquel país. Por último, aquellas valorizaciones mejoraron las utilidades y atrajeron flujos adicionales de capital hacia esa economía. Con ello los desbalances globales comenzaron a reforzarse de manera mutua.

1.1. Factores que facilitaron los desbalances globales

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

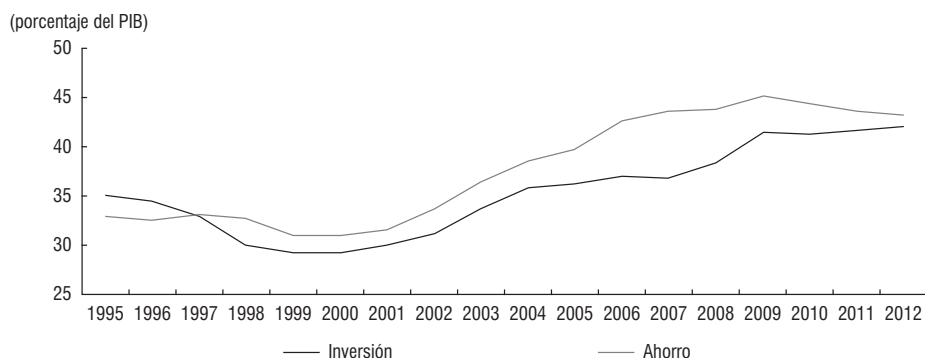
Tampoco se han dado las fuerzas de ajuste que los propios desequilibrios en la cuenta corriente generan, para mantenerse en niveles sostenibles. Por ejemplo, países con déficits en su cuenta corriente encuentran cada vez más difícil y costoso obtener financiamiento. En condiciones normales esta situación debe inducir un ajuste por medio de presiones al alza de las tasas 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; en este caso, las presiones hacia

2 En el caso de China, el superávit de la cuenta corriente alcanzó niveles muy elevados y las reservas internacionales subieron a niveles récord. Además, las presiones competitivas de este país 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.

la apreciación de la tasa de cambio real y la elevada actividad económica constituyen las principales fuerzas que promueven el ajuste del superávit. Nada de esto parece haberse producido durante la década de 2000, período en el cual los desbalances globales no se corrigieron, e incluso crecieron.

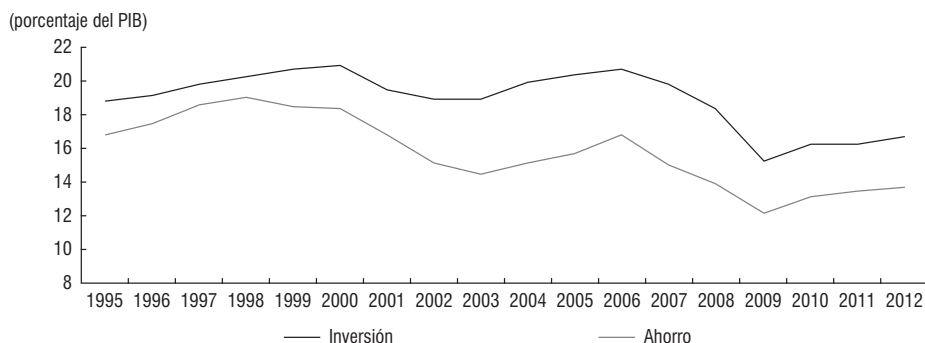
Blanchard y Milesi-Ferretti (2009) examinan la evolución de los desbalances globales y sugieren agrupar lo sucedido en tres períodos. En el primero, que va de 1996 a 2000, el auge tecnológico, mayores expectativas por productividad y la búsqueda de rentabilidades más elevadas en los Estados Unidos permitieron un aumento de la inversión en ese país, lo que dio lugar a un incremento de su déficit en la cuenta corriente. De forma simultánea 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).

Gráfico 3
Asia emergente



Fuente: FMI.

Gráfico 4
Estados Unidos



Fuente: FMI.

En el segundo, que abarca de 2001 a 2004, los Estados Unidos registraron de nuevo un déficit de la 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 2007, los Estados Unidos siguieron presentado un bajo nivel de ahorro y un amplio déficit en la 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. De manera simultánea, los Estados Unidos y otros países desarrollados presentaron fuertes caídas en el consumo e inversión privados por 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 disminución en el déficit de países importadores, como los Estados Unidos. Todo esto ocasionó una reducción importante en los desbalances globales y permitió realizar 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 les permitieron a los países demorar o no emprender su corrección. Se pueden identificar tres factores que desincentivaron los ajustes que debían producirse:

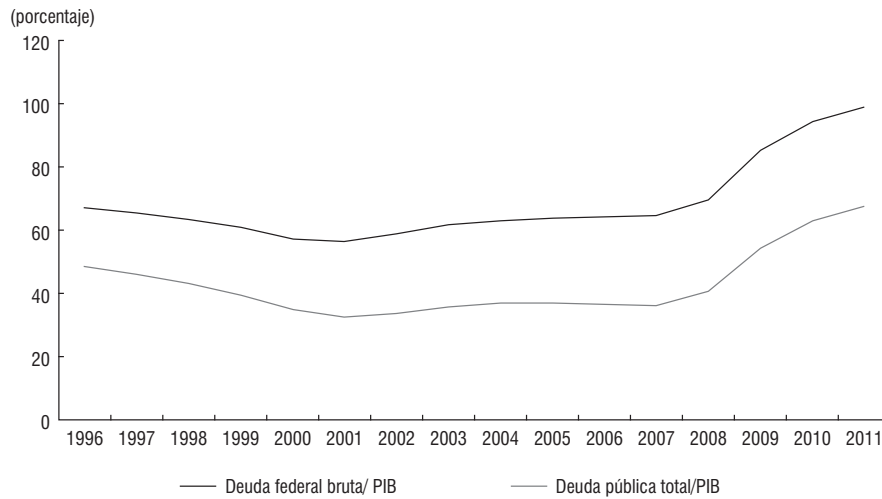
- 1) Por su condición de ser un país que emite activos de reserva, los Estados Unidos pudieron financiar su déficit de la cuenta corriente por un período extendido a un bajo costo.

Después de 2001 el incremento del déficit de la cuenta corriente de los Estados Unidos 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 Estados Unidos de esta financiación fue relativamente bajo gracias a la prima que los gobiernos extranjeros estaban dispuestos a pagar para obtener del gobierno estadounidense títulos considerados 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 subraya que este debe ser en extremo líquido y que la volatilidad de su valor debe ser baja.

La disponibilidad de financiamiento externo barato les permitió a los Estados Unidos 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

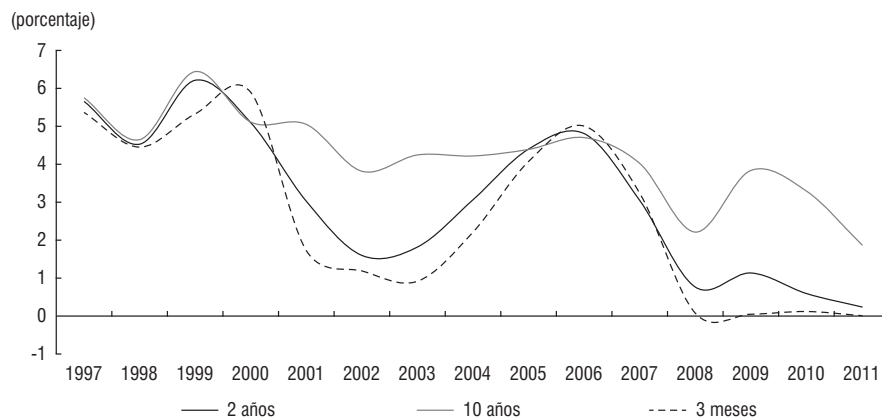
penalizado por una disminución del apetito por su deuda. Por el contrario, los inversionistas aceptaron menores rendimientos por los títulos del gobierno estadounidense.

Gráfico 5
Deuda Estados Unidos



Fuente: Presidents FY2012 budget.

Gráfico 6
Tasas de los títulos del Tesoro de los Estados Unidos

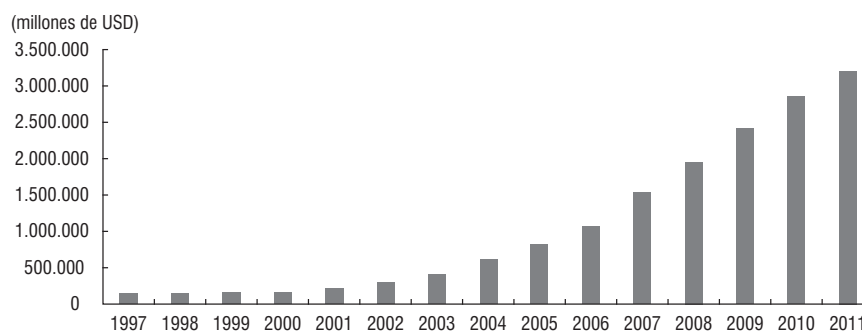


Fuente: Bloomberg.

- 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 se basa en un modelo que se apoya principalmente en las exportaciones, el cual le ha permitido 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 el motor del crecimiento. Para mantener una tasa de cambio subvaluada, aun 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). Además, para moderar las entradas de capitales y contener los costos de la intervención esterilizada, China acudió a los controles de capitales y a medidas administrativas para regular la expansión del crédito. Aquellas medidas influyeron en otros países del este asiático, que buscaron limitar la apreciación de sus monedas en respuesta a la depreciación competitiva de China, acumulando también montos importantes de reservas.

Gráfico 7
Reservas internacionales de China (excluyen oro)

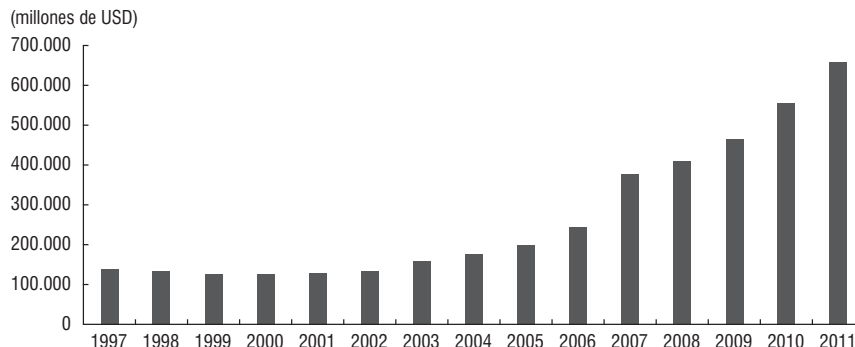


Fuente: FMI.

Por su parte, hacia finales de 2003 numerosas economías latinoamericanas comenzaron también a experimentar presiones hacia la apreciación de sus monedas, a pesar de que en algunos países se presentaban déficits en la cuenta corriente con superávits 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, le añadió mayores fuentes de financiamiento a la economía estadounidense.

- 3) Falta de consenso en los Estados Unidos 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.

Gráfico 8
Reservas internacionales de América Latina



Fuente: FMI.

Tres argumentos hicieron carrera durante la década de 2000 en los Estados Unidos 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).

1.1.1. La nueva economía

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

De acuerdo con Eichengreen (2006), esta visión tenía varios problemas que creaban dudas sobre su validez, a saber: 1) para que la razón deuda/PIB no aumentara de forma explosiva, al financiar de manera consecutiva 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 Estados Unidos; 2) la productividad en aquella economía crecía menos que en China, que era su principal fuente de financiamiento, y por tanto le restaba ventaja como destino atractivo para la inversión; 3) las tasas de retorno de las inversiones extranjeras en los Estados Unidos no eran más altas que las que se podían obtener en otros países.

1.1.2. La materia oscura

Hausmann y Sturzenegger (2005) sostuvieron un segundo argumento que cuestionaba la necesidad de hacer un ajuste de la cuenta corriente en los Estados Unidos. Estos autores

ponían en duda que este país hubiera 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 USD 30.000 millones en 2005, lo que significaba que las inversiones de los Estados Unidos en el exterior deberían exceder las inversiones de los extranjeros en este país³. Puesto que el valor de los intereses netos no había disminuido significativamente durante veinticinco años hasta 2005, tampoco lo deberían haber hecho el valor de las inversiones estadounidenses en el exterior, adecuadamente valoradas. En cierto sentido esto significaba que los Estados Unidos no habían mantenido 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 Estados Unidos (señoreaje), servicios de aseguramiento (inversiones seguras) y servicios de conocimiento (capacidad organizativa 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 Estados Unidos. Entre las objeciones a esta posición señaladas por Eichengreen (2006) está que la economía estadounidense había mantenido los intereses artificialmente bajos durante la década de 2000, contribuyendo a generar un flujo neto positivo de intereses.

1.1.3. El inversionista sabio

El tercer argumento afirmaba que no se requería un ajuste del déficit externo, porque los Estados Unidos podían atender una elevada deuda externa sin excesiva dificultad gracias a que los activos externos de ese país ganaban un retorno significativamente más alto que el costo de sus pasivos. Esto ocurría porque los inversionistas estadounidenses 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 estadounidenses en el exterior frente a las de extranjeros en los Estados Unidos. Además anota el hecho de que este argumento se contradice con el de la nueva economía, que se basa en suponer elevados retornos a las inversiones en los Estados Unidos como una razón para que continúe llegando capital que pueda financiar el déficit externo en ese país.

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

Borio y Disyatat (2011) cuestionan la visión de los desbalances globales como una de las causas fundamentales de la crisis, al haber generado grandes flujos de capital hacia los Estados Unidos, y con ello una excesiva expansión del crédito, burbujas en el precio de

3 Ambas valoradas de manera adecuada para reflejar su capacidad de generación de ingreso.

los activos y bajas tasas de interés. Estos autores controvierten la hipótesis del enfoque de los desbalances, que sostiene que las expansiones de crédito en los Estados Unidos y otros países avanzados se financiaron con flujos netos de capitales provenientes de los países con cuentas corrientes superavitarias. También cuestionan el argumento según el cual el aumento *ex ante* en el ahorro global relativo a la inversión *ex ante* en los países con superávits externos haya sido el origen de la caída de las tasas de interés mundiales, en particular 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 capitales 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 de capitales netos revelan muy poco acerca del financiamiento.

Esto se debe a que los balances de la cuenta corriente y los flujos de capitales netos solo 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 desempeña 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 capitales en las condiciones financieras locales. Los autores anotan que al observar los flujos de capitales 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 la 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 entenderse mejor como un determinante de la tasa de interés *natural*, más que de la tasa de interés de mercado, que en esencia 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. Así las cosas, 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 la tasa natural y la 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 solo a los flujos de capitales netos, 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 de capitales brutos 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: 1)

la expansión de los flujos de capitales brutos globales fueron significativamente mayores que las posiciones en la cuenta corriente y se dieron sobre todo entre países desarrollados; 2) los balances de la cuenta corriente de los Estados Unidos no tuvieron un papel dominante en determinar los flujos financieros hacia ese país antes de la crisis; 3) aunque las discusiones de los desbalances globales han subrayado el papel de los flujos públicos, la mayoría de los flujos brutos hacia los Estados Unidos tuvo su origen en el sector privado; 4) la distribución geográfica de los flujos de capitales brutos hacia los Estados Unidos antes de la crisis es difícilmente consistente con lo que sostiene la visión del *exceso de ahorro*. El origen más importante de flujos de capitales hacia los Estados Unidos fue ante todo Europa y no las economías emergentes; 5) los desequilibrios en la cuenta corriente solo se redujeron levemente en 2008, mientras que los flujos de capitales brutos colapsaron, sobre todo a causa de la drástica reducción de flujos de capitales entre las economías avanzadas, y 6) las tenencias extranjeras de títulos estadounidenses pertenecían en su mayoría a residentes europeos, las cuales llegaron a representar casi la mitad del acervo de títulos de los Estados Unidos en manos de extranjeros antes de comenzar la crisis financiera. En particular, las tenencias de títulos respaldados con hipotecas se concentraron casi todas 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 diferente del papel de los desbalances globales como origen de la crisis, el cual aún es un tema de debate.

2. CUANTIFICACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITALES HACIA LOS MERCADOS EMERGENTES ANTES DE LA CRISIS INTERNACIONAL DE 2007, DURANTE ESTA Y DESPUÉS, Y SU TAMAÑO RELATIVO RESPECTO A LOS FLUJOS HACIA LAS ECONOMÍAS AVANZADAS

Para comprender la importancia de los flujos de capital en las diferentes economías del mundo y tener una referencia de su evolución antes de la reciente crisis financiera internacional y durante ella, a continuación se aborda el estudio de la cuantificación de dichos flujos a partir de tres puntos de vista: 1) la integración macroeconómica y financiera con las economías avanzadas (EA); 2) las tendencias de los flujos de capital, y 3) la composición de los flujos de capital discriminados de acuerdo con el origen y el tipo de flujo.

2.1. Integración macroeconómica y financiera

El ritmo acelerado en la globalización financiera en las últimas décadas se ha caracterizado por la liberalización de las cuentas de capitales de varios mercados emergentes (ME) y la desregulación de los sistemas financieros (Lane y Milesi-Ferreti, 2008). La participación de inversionistas extranjeros en mercados locales de esas economías, el mayor suministro de liquidez 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 desarrollar

el mercado de capitales. Así mismo 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 acciones⁴ (Beim y Calomiris, 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 tanto los ME sufrieron paradas súbitas de capitales, 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 capitales de corto a largo plazo, con el fin de reducir la vulnerabilidad externa.

De 2000 a 2005, en los ME se dio comienzo a una mayor adopción 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. En esencia, las empresas de capital extranjero fueron atraídas por dichas facilidades y por las favorables expectativas de crecimiento económico que se comenzaban a vislumbrar en ellas⁵. 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.

Además, estas economías mostraron una disminución de sus obligaciones de deuda con bancos del exterior en un proceso de *desapalancamiento* que junto con la entrada de estos en los sistemas financieros locales facilitaron el aumento del endeudamiento interno en moneda nacional. Así mismo, 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 financieros (BIS, 2009). Factores tanto internos como externos también favorecieron el financiamiento mediante 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. Así, entre 2004 y 2007 se observó un aumento significativo de los flujos de capitales hacia las primeras, comportamiento que se generalizó entre las diferentes regiones⁶. Sin embargo, al declararse la bancarrota de Lehman, los flujos se vieron muy afectados y como resultado de las estrechas conexio-

4 USD36 y USD45 miles de millones (mm) en 1992 y 1993, respectivamente.

5 Los flujos de capitales se han concentrado en sectores económicos como el financiero, el manufacturero, de comunicaciones, el minero-energético y el de transporte.

6 En general, en la última década los intermediarios financieros han desempeñado un papel importante en la canalización y diversificación de portafolios, que junto con las innovaciones en los medios de pago han facilitado los canales por medio de los cuales los capitales fluyen con mayor eficiencia entre países.

nes financieras y comerciales los ME recibieron el impacto de la recesión que se produjo en las EA. Con posterioridad, los flujos se recuperaron pero variaron en composición y direccionamiento regional, cuestiones que se discutirán más adelante.

Así, el patrón en los flujos de capitales y la fuerte conectividad de los últimos años entre países y regiones trajeron nuevos desafíos a las autoridades monetarias, crediticias y cambiarias. En particular, la composición de los flujos de capitales y la evaluación de la persistencia, volatilidad y duración de estos han sido cruciales para comprender los mecanismos de transmisión de la política monetaria y la estabilidad financiera de los países⁷. Los temas más relevantes del análisis se han concentrado en preocupaciones como el manejo de desajustes pronunciados de la tasa de cambio, la sobrevaloración de los activos locales y auges crediticios, los cuales repercuten 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 avanzadas (Lane y Milesi-Ferreti, 2008)⁸. 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 EA⁹ (Medoza, Quadrini y Ríos-Rull, 2007). Por otro lado, existe 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 heterogéneo (Lane y Milesi-Ferreti, 2008)¹⁰.

2.2. Tendencias de los flujos de capitales

En la última década, el crecimiento de los flujos de capitales 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 mayor grado de credibilidad y sostenibilidad en el mercado de bonos, lo cual aumentó el comercio de activos entre ellas (Lane y Milesi-Ferreti, 2008). A partir de 2005 se registró un aumento de los flujos de capitales en

7 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 capitales extranjeros mediante el análisis de los beneficios y los costos.

8 De acuerdo con estos autores, 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%.

9 Según el *Reporte de desarrollo financiero* para el 2011, el índice de desarrollo financiero más alto se situó en Hong Kong SAR, seguido de los Estados Unidos, Reino Unido, Singapur, Australia, Canadá, Holanda, Japón, Suiza y Noruega. Este indicador incluye 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.

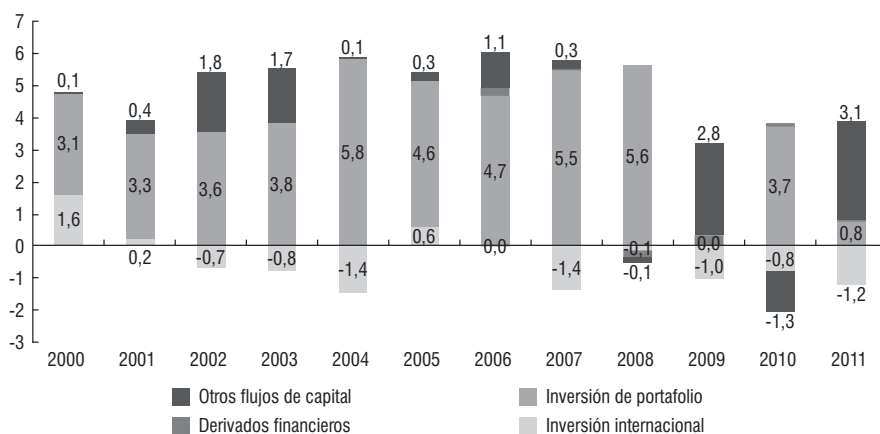
10 Dado que las relaciones comerciales facilitan otras formas de financiación para suplir la demanda de importaciones y la oferta de exportaciones de bienes y servicios.

el cual los préstamos y otros flujos asociados al sector financiero proporcionaron la mayor forma de financiamiento externo.

El estudio de Caballero, Farhi y Gourinchas (2007) sugiere que los flujos de capitales 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 local aumentaron la demanda por activos financieros que se ofrecían en las EA. Uno de los argumentos 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 de 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 precios de los activos.

En los Estados Unidos se observó cómo la inversión extranjera directa (IED) perdió participación mientras que las compras de bonos del Tesoro y bonos corporativos sobresalieron desde 2000 hasta años previos a la crisis. La consolidación de las entradas de capitales hacia este país estuvo liderada por el sector privado internacional mediante dos vías: la primera, por medio de crecientes inversiones por adquisiciones de bonos corporativos, acciones y derivados, y la segunda, mediante el aumento 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 crecimiento 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 netos de capital, Estados Unidos (porcentaje del PIB)



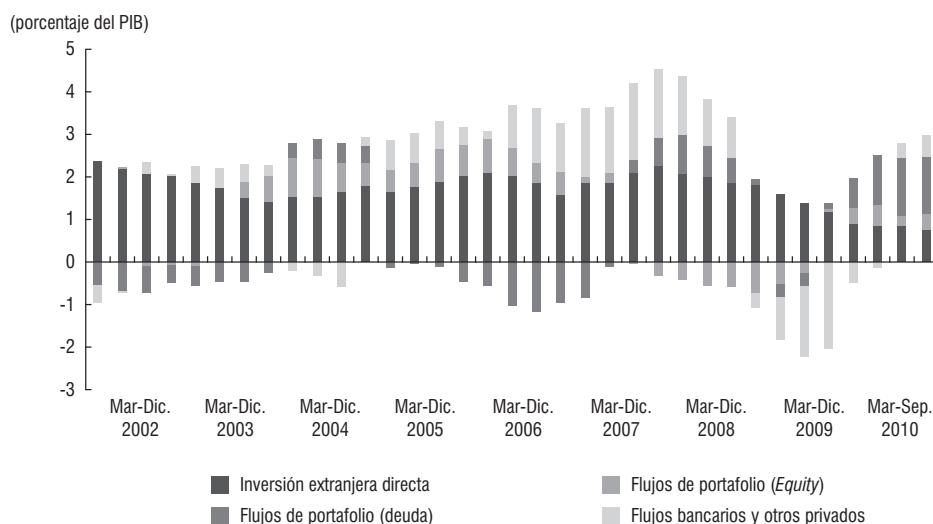
En el caso de los países emergentes la tendencia de los flujos de capitales ha sido dominada por lo que la academia ha denominado factores de expulsión (*push factors*) y factores de atracción (*pull factors*). Los primeros se asocian a factores externos como el ciclo

económico de los países industrializados, las tasas de interés de los Estados Unidos y otros desarrollados, el acceso al crédito externo y la aversión al riesgo global, entre otros; mientras que los segundos se relacionan 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 aspectos (Fernández-Arias, 1996; Eichengreen y Mody, 1998; Ferrucci, Herzberg y Soussa, 2004; Fratzscher, 2011).

Así mismo, la volatilidad de los flujos de capitales hacia los 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 país (BIS, 2009). 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.

Entre 2000 y 2007, los flujos netos de capital hacia los ME se correlacionaron de manera muy fuerte con las condiciones financieras globales y aumentaron de forma notoria durante los períodos de tasas de interés internacionales relativamente bajas y reducida aversión al riesgo (Bluedorn, Duttagupta, Guajardo, y Topalova, 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 de los destinados a préstamos y otros flujos de capitales y de las inversiones de portafolio. Ante la quiebra de Lehman, los flujos más afectados fueron los de origen financiero como los bancarios, de deuda y de portafolio, mientras que la IED mostró una reducción solo hasta el año siguiente (Gráfico 10).

Gráfico 10
Composición de los flujos de capital netos de las economías emergentes



Fuente: FMI.

Luego los diferentes analistas internacionales notaron con sorpresa la recuperación de flujos de capitales netos hacia los ME en menor tiempo al observado en otros períodos de poscrisis y a un mayor ritmo (Bluedorn *et al.*, 2011). Los analistas encontraron que los fuertes aumentos en los flujos de capitales netos hacia los ME se asociaron a baja aversión al riesgo, holgadas condiciones monetarias internacionales y diferenciales de crecimiento económico entre los ME y las EA. No obstante, la recuperación regional observada en los ME fue desigual, 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 la 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 y Talvi, 2011). El exceso de ahorro de Asia al no ser absorbido por las EA estimuló los bajos costos al financiamiento externo y 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, según el 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, 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 una 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. 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. El aumento en la inversión fue inducido por la caída de las tasas de interés internacionales y por 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, de acuerdo con Izquierdo y Talvi (2011), existiría un nuevo orden económico internacional, caracterizado por: la mayor contribución de los ME al crecimiento económico mundial comparado con la de las EA en el período de poscrisis, 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 hasta tal punto que en 2010 los niveles observados se encontraban por encima del promedio observado entre 2000 y 2005.

2.3. Composición de los flujos de capitales en los mercados emergentes (ME)

En esta sección se analiza el comportamiento de los flujos de capitales hacia los ME en el período comprendido entre 2004 y 2011; en particular se estudian por tipo de flujo y de acuerdo con el origen. Se considera la información entre 2004 y 2007 para analizar cómo

venían comportándose los flujos y los cuatro años posteriores para observar el efecto durante la crisis y después de ella. 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 las menores repercusiones en medio de la crisis y cuyos flujos se recuperaron con rapidez¹¹.

2.3.1. Inversión directa

Es la forma de capital extranjero preferida por los ME, gracias a su mayor permanencia en el país anfitrión, ser menos volátil frente a otros tipos de inversión y asociarse a transferencias de tecnología y desarrollo. El efecto de la crisis y las fuertes turbulencias financieras observadas en septiembre de 2008 fue tardío y solo se observaron sus consecuencias en 2009, teniendo en cuenta que buena parte de la inversión (en 2008) ya se había realizado o planeado. No obstante, destaca su aumento significativo durante 2010 y 2011.

2.3.1.1. Inversión extranjera directa

Estudios recientes han encontrado que la volatilidad de los flujos de IED dependen del ciclo económico mundial, de la solvencia macroeconómica de cada país y de la solidez del sistema financiero (BIS, 2009). Los flujos de IED son más estables que otros flujos hacia los ME, pero más volátiles que en las EA (Bluedorn *et al.*, 2011). Si bien la relación de los ingresos por IED como proporción del PIB para los ME es superior a la de los países del G7, los montos de IED en el G7 son muy superiores aún en el período de crisis (Cuadro 2 y Gráfico 11).

Cuadro 2
Inversión extranjera directa (miles de millones de dólares)

	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
Latinamérica 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

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

2/ Incluyen Hong Kong SAR, Corea y Singapur, excepto Taiwán.

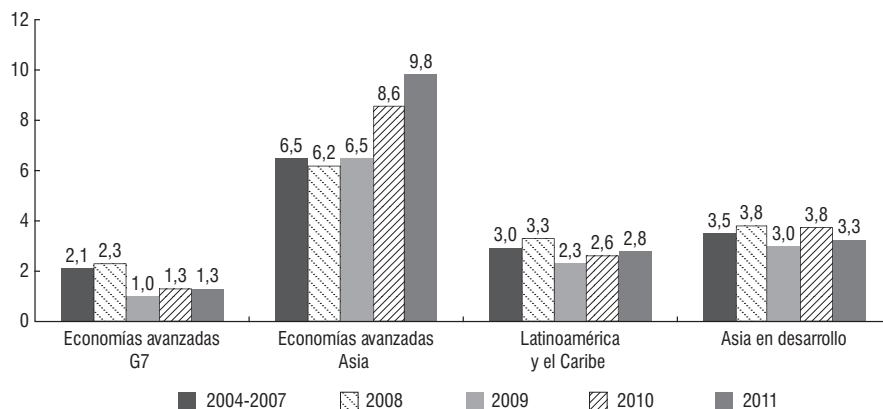
3/ Excluyen los países de Centroamérica y del Caribe, Ecuador, Bolivia, Paraguay, Uruguay y Venezuela.

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

Fuente: FMI.

11 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 Centroamérica y del Caribe, Ecuador, Bolivia, Paraguay, Uruguay y Venezuela.

Gráfico 11
Inversión extranjera directa (porcentaje del PIB)



Fuente: FMI.

En un principio, los flujos de capitales de IED hacia los ME se dirigían sobre todo 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. Lo anterior otorgó a tales economías mayor contribución al crecimiento del producto global y a la vez impulsó mayor dinamismo en la demanda mundial orientada hacia *commodities* necesarios para elaborar productos de exportación y para el consumo local. 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 liberalización parcial de la cuenta financiera de la balanza de pagos. Este crecimiento se vio obstaculizado por la turbulencia financiera de 2008, cuyo efecto se observó en el año siguiente (Gráfico 11). En 2010 los flujos de IED de China representaron el 79,9% de los países emergentes de Asia (Cuadro 3).

En cuanto a ALC, el auge de los precios del petróleo, gas, cobre, ferrocromo y oro lideraron el aumento de la inversión extranjera para la extracción de los recursos naturales abundantes desde el comienzo de la década hasta 2007. Estos recursos provenían tanto de países consumidores emergentes (India y China) como de empresas con capital extranjero de las EA que operan en los ME mediante la producción, distribución y exportación directa en mercados rentables en el exterior. Al igual que en las economías asiáticas, en ALC la repercusión 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). Además, la lenta recuperación de los Estados Unidos afectó el crecimiento de sus flujos de IED.

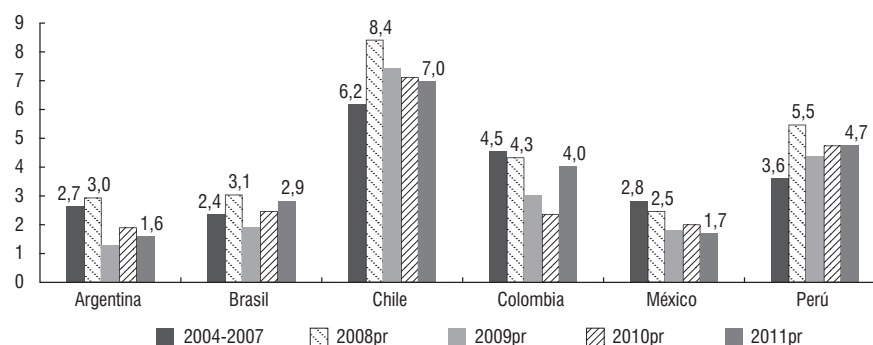
Cuadro 3
Inversión extranjera directa (porcentaje de participación)

	2004-2007	2008(pr)	2009(pr)	2010(pr)	2011(pr)
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

(pr) preliminar.

Fuente: FMI. Cálculos de los autores.

Gráfico 12
Inversión extranjera directa (porcentaje del PIB)



Fuente: FMI.

Cuadro 4
Inversión extranjera directa (porcentaje de participación)

	2004-2007	2008(pr)	2009(pr)	2010(pr)	2011(pr)
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

(pr) preliminar.

Fuente: FMI. Cálculos de los autores.

Tras el colapso de las economías industrializadas en 2008, sus inversionistas vislumbraron nuevas oportunidades en sectores como los minero-energéticos, cuya producción

ha generado mayor rentabilidad a sus inversiones. Si bien los flujos de IED provenientes de las EA predominan sobre ALC, la IED de origen de los ME ha comenzado a tener un papel importante (Cepal, 2010). Entre los principales receptores de estos recursos se encuentran Brasil, México y Chile (Cuadro 4).

2.3.1.2. Inversión en el exterior

En cuanto a la inversión en el exterior, destacan los montos 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 período de precrisis 2004-2007, por las nuevas estrategias comerciales adoptadas (Gráfico 13).

Cuadro 5
Inversión en el exterior (miles de millones de dólares)

	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
Latinoamérica 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

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

2/ Incluyen Hong Kong SAR, Corea y Singapur, excepto Taiwán.

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

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

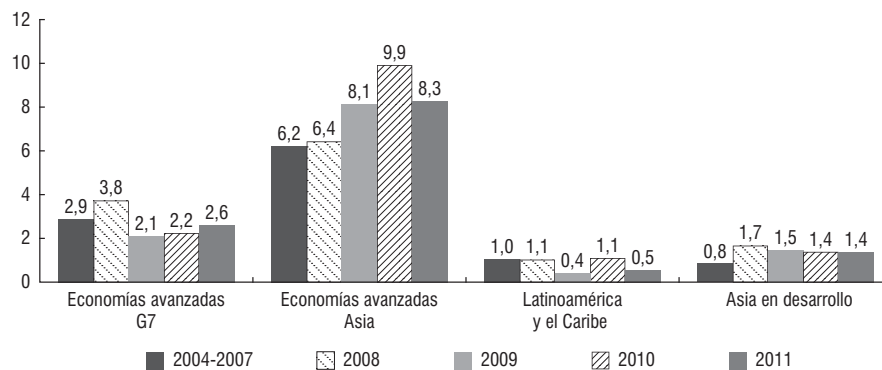
Fuente: FMI.

Por ejemplo, las empresas expandieron sus operaciones a otros países emergentes mediante 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 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 récord de USD 43 mm. 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 China¹², que durante la crisis amplió

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

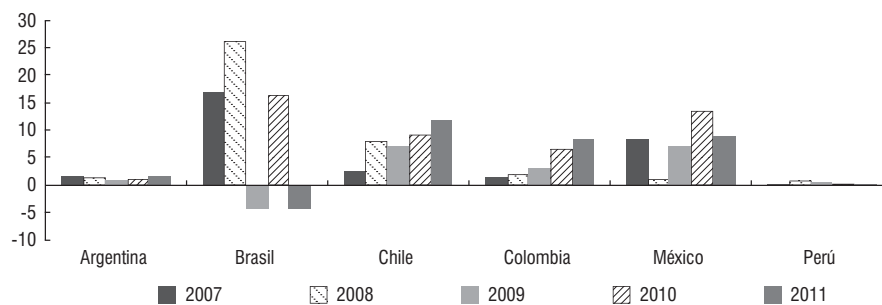
sus inversiones externas y ha manteniendo su dinamismo de inversión en los siguientes años (Gráfico 15).

Gráfico 13
Inversión en el exterior (porcentaje del PIB)



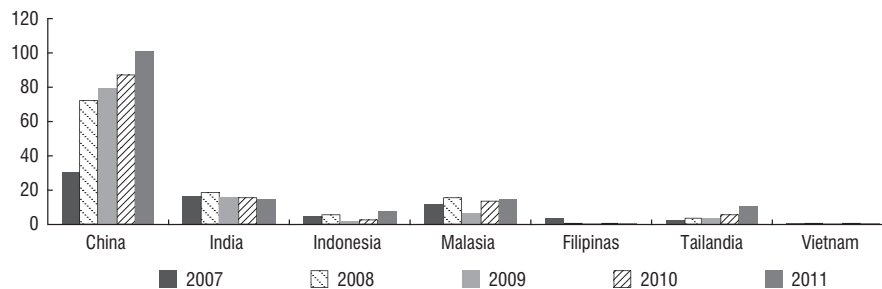
Fuente: FMI.

Gráfico 14
Inversión en el exterior (miles de millones de dólares)



Fuente: FMI.

Gráfico 15
Inversión en el exterior (miles de millones de dólares)



Fuente: FMI.

2.3.2. Inversión de portafolio

Los flujos de portafolio tienden a ser más volátiles que otros flujos de capitales. En la última década se observó un aumento de dichos flujos hacia y desde los ME, lo cual les permitió a los nuevos agentes locales que operan en los mercados de capitales, como los fondos de pensiones y compañías de seguros, diversificar su portafolio de inversiones. Sin embargo, ante la quiebra de Lehman, los recursos externos abandonaron estas economías en búsqueda de activos más seguros, como los títulos del Tesoro de los Estados Unidos (*flight to quality*). Luego, con la calma de los mercados financieros internacionales hacia el primer trimestre de 2009, los inversionistas extranjeros 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 en países de mayor tamaño, grado de competitividad y nivel de desarrollo del sistema financiero nacional (Broto, Díaz-Cassou y Erce-Domínguez, 2008).

2.3.2.1. Inversión extranjera de portafolio en los 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.

Así mismo, por medio de la oferta pública inicial (IPO: *initial public offering*, por sus siglas en inglés), 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 capitales 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), el tamaño del mercado accionario en los ME ha excedido el 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. En efecto, este auge de recursos elevó el valor de estas en un entorno en el cual se tenía mayor confianza en esos mercados y mejores perspectivas económicas para los ME. Todo ello aumentó tanto el nivel de emisiones como el de capitalización de los mercados bursátiles, lo cual contribuyó a fortalecer los balances de las compañías mediante la posibilidad de financiación de capital y ampliación de activos transables.

Sin embargo, en medio de la crisis los flujos de portafolio en los ME disminuyeron de forma abrupta, 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 de manera significativa, principalmente por acciones y bonos (Gelos, 2011). En términos de composición, en ese último año se evidencia su importancia en el período de recuperación, ya que superan los flujos por préstamos y otros flujos de capital (Bluedorn *et al.*, 2011).

Cuadro 6
Inversión extranjera portafolio (miles de millones de dólares)

	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
Latinoamérica 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

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

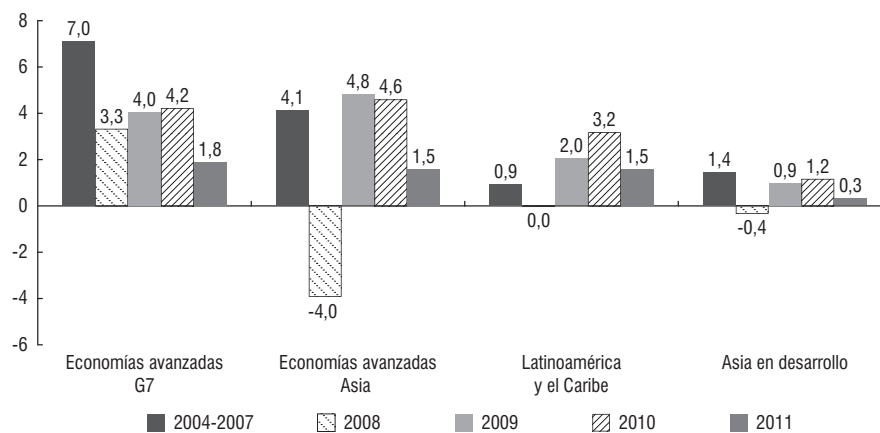
2/ Incluyen Hong Kong SAR, Corea y Singapur, excepto Taiwán.

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

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

Fuente: FMI.

Gráfico 16
Inversión extranjera portafolio (porcentaje del PIB)



Fuente: FMI.

En la actualidad, los inversionistas han sido atraídos hacia los ME para obtener mayores retornos a su capital, al contrario de las incertidumbres alrededor de la sostenibilidad del crecimiento económico y las vulnerabilidades financieras que enfrentan las EA tras la crisis. Durante 2010 en ALC, la inversión de portafolio quintuplicó el valor promedio obtenido durante 2004-2007, y fue Brasil uno de los mayores receptores de la región.

2.3.2.2. 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 2010 no han alcanzado a registrar los montos obtenidos antes de la crisis. Por el contrario, en 2010 los emergentes “avanzados” de Asia y las emergentes de ALC registraron salidas de capital al exterior en forma de inversión de portafolio mayores que las registradas en el período de precrisis. 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 2011 los emergentes “avanzados” 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 y la débil recuperación de las economías del G7.

Cuadro 7
Inversión portafolio en el exterior (miles de millones de dólares)

	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
Latinoamérica 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

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

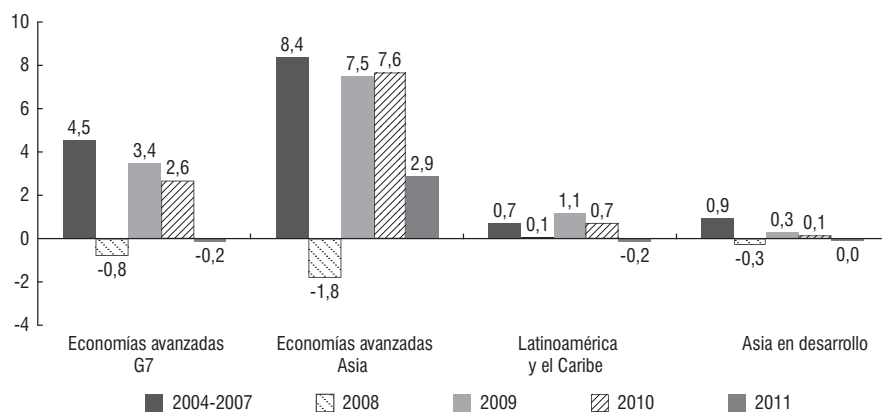
2/ Incluyen Hong Kong SAR, Corea y Singapur, excepto Taiwán.

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

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

Fuente: FMI.

Gráfico 17
Inversión portafolio en el exterior (porcentaje del PIB)



Fuente: FMI.

2.3.3. 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 a los Estados Unidos y los ME (BIS, 2010). Los recursos se canalizaron por mediación de las oficinas en el Reino Unido y los centros financieros del Caribe teniendo en cuenta que estos concentran gran parte de los negocios bancarios de carácter internacional. Como se observa en el Cuadro 8, los niveles alcanzados por préstamos provenientes del exterior en las economías del G7 disminuyeron de manera consecutiva por dos años desde 2008, y pese a que en 2010 se recuperaron, fueron muy inferiores a los registrados en el período de precrisis (Gráfico 18)¹³.

Cuadro 8
Préstamos del exterior (miles de millones de dólares)

	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
Latinoamérica y el Caribe 3/	4,5	-7,2	-0,4	41,6
Asia en desarrollo 4/	18,5	-4,8	3,5	110,7

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

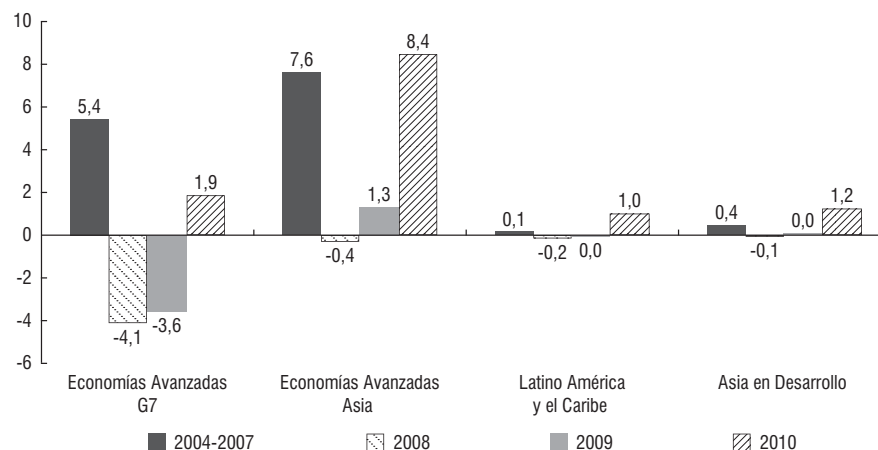
2/ Incluyen Hong Kong SAR, Corea y Singapur, excepto Taiwán.

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

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

Fuente: FMI.

Gráfico 18.
Préstamos del exterior (porcentaje del PIB)



Fuente: FMI.

13 El FMI, en su nueva presentación de las estadísticas del *Manual de balanza de pagos*, 6ª edición, no discrimina la información para los préstamos. Por tal motivo, para este concepto no fue posible actualizar la información a 2011.

La crisis financiera internacional generó especulaciones en la estabilidad de los flujos intermediados por los bancos hacia los ME, en especial en el segmento del intercambio de euros con dólares en un mercado cambiario con restricciones (BIS, 2008b). De particular interés fue el desajuste estructural en los vencimientos de los pasivos denominados en dólares y activos denominados en moneda local (BIS, 2009). Todo ello restringió la financiación proveniente del exterior y aumentó los costos internos por endeudamiento. Además, con la recesión económica global, las caídas en el precio de los *commodities* y de otros activos en mercados globales, los bancos limitaron las cartas de crédito para la financiación del comercio internacional (BIS, 2010c)¹⁴.

En general, la estructura de la actividad bancaria bastante dispersa en el aspecto geográfico por la transformación desarrollada en el sistema financiero transfronterizo estimuló los debates relacionados con la transmisión de los choques adversos entre países y del desajuste en los balances bancarios (BIS, 2010a). 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, generó incertidumbre sobre los posibles desequilibrios desarrollados con estructuras de vencimiento entre activos y pasivos muy disímiles entre oficinas¹⁵.

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

Cuadro 9
Préstamos en el exterior (miles de millones de dólares)

	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
Latinoamérica y el Caribe 3/	6,8	-12,2	11,2	0,5
Asia en desarrollo 4/	20,4	27,3	-14,7	20,1

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

2/ Incluyen Hong Kong SAR, Corea y Singapur, excepto Taiwán.

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

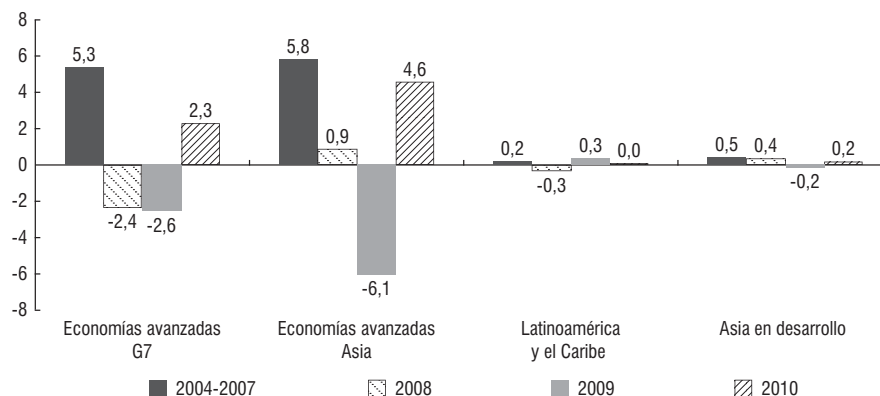
4/ Incluyen China, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y Vietnam.

Fuente: FMI.

14 Según el BIS, este hecho aumentó los costos del comercio por los retrasos en los pagos y la cancelación de órdenes para las exportaciones.

15 Con el recorte de financiamiento global, el ajuste en las sucursales bancarias frente a estos choques se dio mediante operaciones en el mercado interno de los ME, en particular en Asia del Este, América Latina y África.

Gráfico 19
Préstamos en el exterior (porcentaje del PIB)



Fuente: FMI.

3. CAUSAS Y CONSECUENCIAS DE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL

3.1. Antecedentes y hechos más relevantes

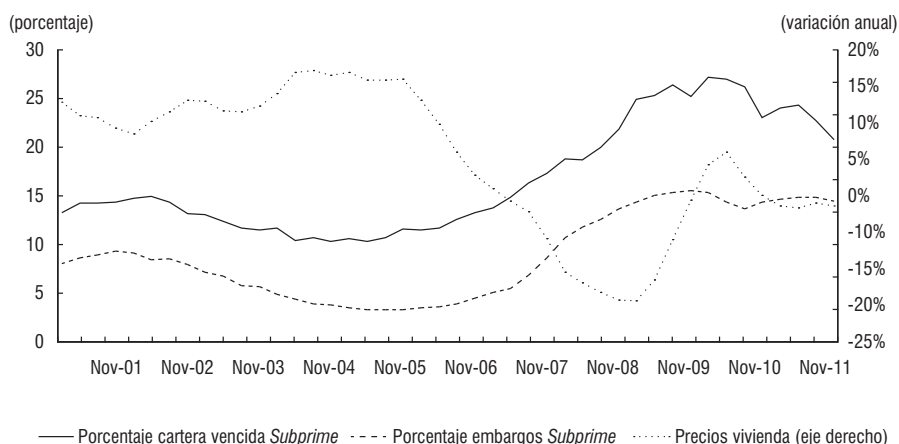
Al comienzo de la década de 2000 la economía estadounidense y otras economías avanzadas sufrieron los estragos de la turbulencia financiera generada por la crisis de las empresas de internet y los problemas asociados a la “contabilidad creativa”. Luego, como respuesta a esa crisis las políticas monetarias fueron muy expansivas durante un período prolongado. Al mismo tiempo, países con excesos de ahorro —como los asiáticos y los petroleros— en la búsqueda de rendimientos más altos destinaron sus recursos a inversiones que en su mayor parte se dirigieron a los mercados financieros desarrollados. Así estos flujos de capital generaron abundante liquidez canalizados por medio del mercado de titularizaciones en los Estados Unidos que, junto con otros programas para el sector inmobiliario, permitieron a los hogares de ese país apalancarse de forma significativa. 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 al final, al estallar la denominada burbuja hipotecaria, condujo a la crisis financiera.

No hay consenso sobre el momento exacto desde cuando los tropiezos financieros originaron la peor crisis financiera desde la posguerra¹⁶. Se podría decir que los primeros brotes se dieron al empezar 2007, cuando los precios de la vivienda en los Estados Unidos ya presentaban variaciones anuales negativas y los indicadores asociados a la cartera vendida 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 y generaron tensiones en los mercados interbancarios internacionales que

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

obligaron a los bancos centrales de los países desarrollados a responder con inyecciones de liquidez¹⁷. También se observó un relajamiento en la postura monetaria y por ejemplo la Reserva Federal de los Estados Unidos (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.

Gráfico 20
Variación de los precios de la vivienda, cartera vencida y embargos *subprime*



Fuente: Bloomberg.

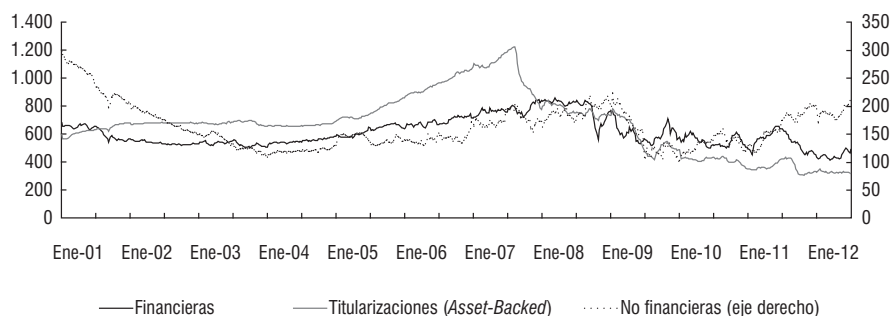
En un entorno en el cual los precios de la vivienda llevaban más de un año cayendo, los hogares comenzaron a incumplir obligaciones de endeudamiento y ya se apreciaban brotes de inestabilidad financiera de algunos bancos que presentaban problemas de liquidez. El efecto sobre el precio de otros activos fue inmediato, como es el caso del mercado de titularizaciones hipotecarias y del mercado bursátil, los cuales comenzaron a caer desde 2007 (gráficos 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 causó que finalmente el banco de inversión Bear Stearns fuera absorbido por JP Morgan 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

17 Información más detallada sobre los principales hechos que ocurrieron desde el comienzo 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>.

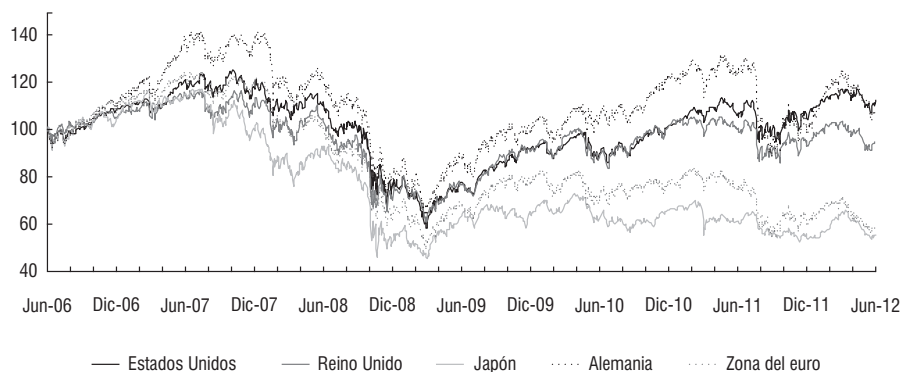
que buena parte de la banca en esos países tenía posiciones en activos involucrados en la crisis y estaba bastante interconectada financieramente con la banca estadounidense.

Gráfico 21
Saldo de papeles comerciales en circulación en los Estados Unidos por tipo de emisor (miles de millones de dólares)



Fuente: Reserva Federal de EUA.

Gráfico 22
Índices accionarios economías desarrolladas (1° de junio de 2006 = 100)



Fuente: Bloomberg.

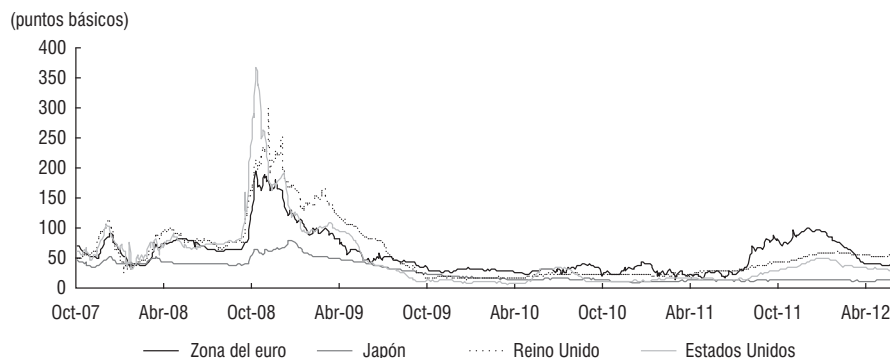
Al mismo tiempo, el mercado inmobiliario estadounidense continuaba empeorando de manera significativa. En particular, las dos más importantes compañías de ese sector, Fannie Mae y Freddie Mac¹⁸, desempeñaban el papel de vincular a los prestamistas hipotecarios con los inversores, eran las dueñas o garantizaban alrededor de la mitad del mercado

18 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 les prestaban directamente a los compradores de vivienda, sino que compraban títulos hipotecarios que eran aprobados por otras entidades bancarias para luego venderlos a los inversionistas, manteniendo el suministro de liquidez a un costo más bajo.

inmobiliario. Al comienzo de la crisis se vieron muy afectadas por la espiral negativa de precios de la vivienda y el aumento de los impagos y los embargos, a tal punto que exigió la intervención de las autoridades económicas de los Estados Unidos. Aquellas agencias eran muy importantes para el funcionamiento de dicho mercado sosteniendo estrechas relaciones con otros agentes del sistema 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 en que enfrentaban fuertes desvalorizaciones tanto por caídas de sus propios precios en la bolsa como por un deterioro marcado del mercado de titularizaciones (gráficos 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 en apariencia 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 de parte de los bancos e intermediarios financieros. La elevada incertidumbre causó que las instituciones más afectadas fueran las que estaban más comprometidas con los activos titularizados asociados a las hipotecas de alto riesgo (*subprime*) y las que presentaban mayores problemas para capitalizarse. Por 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 de los Estados Unidos y otros países considerados 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).

Gráfico 23
Diferenciales en tasas de los mercados interbancarios (Libor frente a OIS)



Fuente: Bloomberg.

Después de ese período de desconfianza e incertidumbre se produjo el hecho quizás más importante y que podría considerarse el detonante de la crisis financiera mundial: la quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008, uno de los más reconocidos bancos de inversión en los Estados Unidos. Con posterioridad, 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 de crédito y al de financiamiento, que provocaron un riesgo sistémico sin precedentes.

La transmisión financiera fue global¹⁹, las EA fueron las más expuestas teniendo en cuenta que sus sistemas bancarios estaban muy ligados al mercado estadounidense de hipotecas de baja calidad (*subprime*). De manera similar a lo sucedido en los Estados Unidos, países como Australia, España, Inglaterra y otros europeos también presentaron caídas en los precios de la vivienda²⁰. 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 mundial.

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 en un comienzo tenían 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 a causa de la liquidación de muchos de esos títulos al aumentarse el costo de financiación de empresas del sector real, que tradicionalmente se financiaban emitiendo 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 menor demanda de trabajo. Así mismo, los menores recursos disponibles para el crédito derrumbaron el comercio mundial. Todo ello presagiaba una desaceleración sincronizada que a la postre se convirtió en la mayor caída de la demanda mundial desde la posguerra. Más adelante se discutirán las repercusiones de la crisis sobre el sector real y el financiero.

19 Más adelante se explicarán algunos de los canales de transmisión de la crisis, ya sea por medio de vías financieras o el contagio en la actividad real.

20 En estos países también se presentaron aumentos drásticos de los precios de la vivienda a causa 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.

3.2. ¿Cuáles fueron las causas de la crisis?

La crisis financiera internacional generó bastantes controversias tanto en el campo académico como en el ámbito de la política económica, no solo por tratar de determinar sus causas sino por los sucesos que la desencadenaron y los efectos 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, la conjunción y la interacción de todas generaron el estallido. Así mismo, algunas de esas razones desempeñaron un mayor papel desestabilizador que otras, exacerbando y ampliando sus efectos.

La manera más sencilla de comenzar 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 Estados Unidos, en particular las de baja calidad, empezaron a mostrar mayores niveles de morosidad. Estos elevaron la cartera vencida de una manera vertiginosa y, junto con una caída en los precios de los activos, generaron el continuo aumento de los embargos, fenómeno que lanzó a la economía a un círculo vicioso.

¿Pero qué lo ocasionó? En primer lugar, se deben mencionar cuáles hechos generaron el auge y la posterior burbuja hipotecaria: 1) la política del “Sueño Americano” de la administración Bush, dirigida a 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; 2) los intereses sobre las hipotecas, deducibles de impuestos, en los Estados Unidos que beneficiaban a los propietarios; 3) la Ley de Reforma Tributaria de 1986, la cual indicaba las reglas para el mercado de hipotecas en los Estados Unidos e impulsaba de manera considerable el atractivo de la bursatilización de hipotecas; 4) la exención fiscal sobre las ganancias obtenidas con una vivienda a partir de 1997, y 5) un cambio de paradigma y modelo de negocio de la banca de inversión en los Estados Unidos (Blundell-Wignall, Atkinson y 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, 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 mencionadas ampliaron el tamaño de estos nuevos mercados (*mortgage back securities*) (Angell y Rowley, 2006; Kiff y Mills, 2007). Así, los incentivos para los inversionistas que buscaban mayores rendimientos consistieron en dirigir sus recursos en esos mercados que estaban en crecimiento. Además, el desarrollo de nuevos instrumentos financieros²¹ fomentó entre los inversionistas una conducta más propicia a asumir mayores riesgos.

Por ejemplo, las instituciones financieras transaron cantidades masivas de valores respaldados por hipotecas (MBS, por sus siglas en inglés), que al mismo tiempo operaban

21 Por ejemplo, las titularizaciones y sus diferentes modalidades de empaquetamientos de valores.

con otros instrumentos financieros siendo su contraparte, como las obligaciones de deuda colateralizada (CDO, por sus siglas en inglés) y los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS, por sus siglas en inglés). Estos últimos, en teoría, proporcionaban una cobertura contra el riesgo inherente en las MBS. El problema fue que la cobertura resultó ser imperfecta y los supuestos de riesgo idiosincrásicos que incorporaban estos productos financieros fueron erróneos. En efecto, 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 problemas de liquidez interbancaria, a tal punto que grandes bancos de inversión, como Lehman Brothers, tuvieron que declararse en quiebra meses después y otros bancos pequeños fueron absorbidos por los más grandes.

Cabe mencionar que un factor adicional al desarrollo de estos mercados de titulaciones 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, 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 valor²², el cual se vendía en el mercado de titularizaciones, traspasando el crédito a los inversionistas financieros²³. 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 que importara 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 comprado, primero, porque el paquete estaba compuesto de 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 seguro²⁴. 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 (2010) y Purnanandam (2011) ofrecen evidencia empírica de que el aumento de la titularización condujo a una disminución en la calidad credi-

22 Generaban un solo título valor compuesto de una canasta de diversos créditos de consumo, hipotecarios, entre otros.

23 En la industria bancaria tradicional el crédito hipotecario 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 monitorear de forma constante el pago de esas obligaciones para que no le ocasionara algún problema de liquidez o solvencia en el futuro.

24 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.

ticia. 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 hasta el punto de que se crearon los denominados prestamos Ninja (*No Income, No Job or Assets*). Todas estas hipotecas se concedieron sobre la premisa de que la verificación de antecedentes no se necesitaba ante la expectativa de que los precios de la vivienda solo podían subir, de tal forma que el prestatario podría siempre refinanciar un préstamo con el aumento del valor de la casa.

Al momento de la quiebra de Lehman Brothers, todo lo expuesto puso en evidencia la fragilidad del sistema financiero estadounidense y por ende los problemas existentes a partir de regulación y de una medición adecuada del riesgo (De Gregorio, 2008; Blundell-Wignall *et al.*, 2008). Esto último también podría considerarse una causa de la reciente crisis, pues las autoridades reguladoras permitieron la excesiva toma de riesgo y no supervisaron dichos mercados (Allen y Carletti, 2010).

Ahora bien, 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 Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) y el departamento del Tesoro trataron de calmar los mercados asegurando que estos incentivos serían controlados y que habría cambios en la regulación. Al mismo tiempo, resolverían 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 le permitió a la situación crecer de manera “descomunal”, pero no se puede afirmar que fuera la causa principal.

Para tener en cuenta otras causas, conviene mencionar un rasgo característico que precedió la crisis. La abundante liquidez existente desde principios de la década de 2000 permitió que recursos se destinaran a los mercados inmobiliarios de los Estados Unidos y otras economías desarrolladas. En esta hipótesis aparecen dos líneas de referencia. Algunos autores consideran que el problema proviene de un excesivo relajamiento monetario de parte de la Fed y otros bancos centrales, mientras que otros consideran que la liquidez provenía de otras fuentes, como 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 (2009) y Allen y Carletti (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. Según 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 también pudo generar esos desequilibrios y en últimas promover desestabilidad financiera.

En esta línea, Brunnermeier (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, en especial provenientes de los países asiáticos y petroleros. Los primeros compraban títulos en los Estados Unidos con el fin de sostener su régimen de tasa de cambio y un nivel de exportaciones adecuado.

Caballero (2009) y Caballero, Farhi y Gourinchas (2008) sostienen 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, por tradición más confiables por la profundidad de su mercado financiero; de esta manera, el capital fluyó de países con exceso de ahorro a países desarrollados con escasez de ahorro durante la última década antes de la crisis de 2008.

Bernanke (2005, 2007) plantea la hipótesis del “exceso de ahorro global”, en la cual se argumenta que los flujos de capital hacia los Estados Unidos 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 Estados Unidos sostuvieran tasas de interés de largo plazo en niveles bajos e inferiores a lo esperado durante la última década antes de desatarse la crisis internacional.

Respecto de este hecho, un grupo de académicos considera a la crisis el producto de la conjunción de algunos desbalances globales que son el resultado de diferencias entre las decisiones de ahorro e inversión en diversos países en desbalances de cuenta corriente y en alguna medida en el comportamiento de los flujos de capitales durante los últimos treinta años (Portes, 2009; Blanchard y Milesi-Ferretti, 2009). Esta hipótesis se desarrolló con mayor profundidad en la primera sección del capítulo, al hacer una descripción de ellos, los factores que permitieron su progreso y el papel que 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, con independencia 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. Todo lo anterior sugiere que su origen y repercusión se explican por la conjunción de muchos factores que ampliaron su efecto catastrófico en la economía mundial. En efecto, como lo ratifican autores como Bernanke (2011), factores internos como bajas tasas de interés, falta de una mejor supervisión y deficiencia en la evaluación del riesgo y en los estándares de otorgamiento de crédito son los principales elementos que dieron origen a la burbuja inmobiliaria y la crisis en los Estados Unidos. Sin embargo, encuentran que los cambios en el patrón de flujos internacionales de capitales afectaron de manera significativa los rendimientos de los activos en dicho país, los cuales acentuaron los efectos de las distorsiones internas y contribuyeron a la dinámica de la crisis.

3.3. Impacto de la crisis financiera internacional en las economías avanzadas

A continuación se describirán brevemente los canales mediante los cuales la crisis financiera se transmitió y los efectos que tuvo en las economías avanzadas²⁵. Más adelante se discutirán las repercusiones sobre las economías emergentes.

25 Para información detallada sobre los aspectos circunstanciales o principales hechos que sucedieron antes de la crisis, durante esta y después, se recomienda consultar los informes anuales del BIS y los informes del World Economic Outlook del FMI. Para ver las repercusiones en los flujos de capital hacia las economías emergentes se recomienda también consultar los informes *Global Economic Prospects* del Banco Mundial.

3.3.1. 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 expandieron los efectos a 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. Además, los bancos elevaron sus estándares de otorgamiento de crédito y por tanto los márgenes de ganancia también se redujeron. Ambos efectos generaron problemas de liquidez, por lo que 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 consiguiente 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 la 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.
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 prestataria, por lo que al momento de presentarse algún problema de liquidez o solvencia, podría afectar el sistema de pagos.
5. Flujos de capitales: 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 avanzadas y entre estas 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 Estados Unidos.

Todos los precios de los bonos se desplomaron durante la crisis financiera, no solo los precios de los bonos de alto riesgo 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, ampliando 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, esencial para crear empleo, no se generó.

La combinación de estos factores 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. Por último, la producción disminuyó y por ende el empleo, todo lo cual generó un perjudicial círculo vicioso.

3.3.2. 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 la financiera hizo que los efectos de un sector se expandieran con rapidez al otro de tal forma que la crisis financiera se trasladara a una de producción y de empleo. Antes de abordar los canales mediante los cuales la crisis se transmitió a la parte real, debemos recordar que en los Estados Unidos la tasa de ahorro disminuyó y en la década de 2000 se situó alrededor de cero, lo que motivó a los hogares a endeudarse para financiar su consumo. Además, tras la crisis de las empresas de internet al comienzo de esta década, las compañías elevaron sus niveles de producción y 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 situarse en niveles históricamente altos.

A continuación se identifican algunos hechos por medio de los cuales la crisis se trasladó a la actividad real:

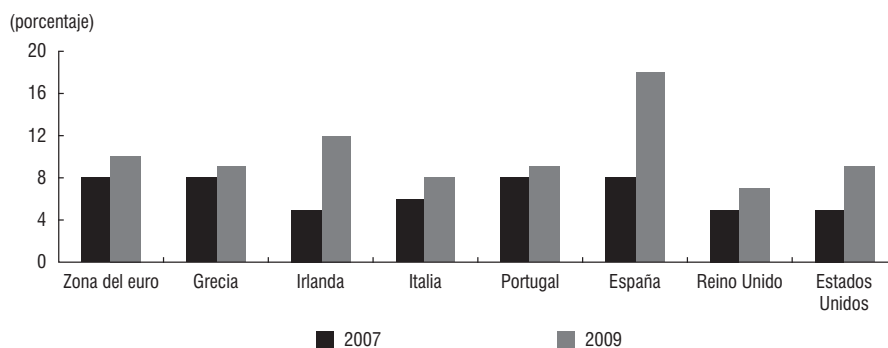
- El nivel de apalancamiento y el balance de los hogares y de las empresas: cuando se produjo la caída en los precios de la vivienda y se observó un aumento del incumplimiento de los pagos, los hogares se vieron enfrentados a una situación en la que el colateral de sus préstamos caía, su nivel de apalancamiento era elevado y como su nivel de ahorro era bajo, se vieron obligados a 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 EA obligaron a los hogares y a las empresas a posponer sus decisiones de gasto e inversión precavando futuras complicaciones en la actividad económica.
- Precios de los bienes básicos: la volatilidad de los precios de alimentos y de energéticos afectó las decisiones de consumo e inversión de las empresas. Por ejemplo, en Estados Unidos el consumo presenta una gran sensibilidad al precio de la

gasolina, y cuando el precio del crudo llegó a situarse alrededor de USD 140, el efecto 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 de forma drástica.
- Flujos de capitales: aunque los flujos que con más fuerza y rapidez se vieron afectados fueron los financieros, los destinados a IED se redujeron de manera significativa en 2009. Esto implicó para muchos países una menor fuente de financiación para la inversión interna.

Todos estos efectos combinados generaron menor consumo e inversión, que se vieron reflejados en una menor demanda y por ende en 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 avanzadas.

Gráfico 24
Desempleo



Fuente: FMI.

Reinhart y Rogoff (2009) encuentran que el desastre de los mercados de activos son profundos y prolongados cuando el origen de la crisis es financiero. Comparando la crisis con otros episodios anteriores similares, encuentran que los precios de la vivienda real caen en promedio 35 % y la situación se extiende a lo largo de seis años, mientras que el precio promedio de las acciones se desploma 55 % en la recesión y perdura alrededor de tres años y medio. Así mismo, el estudio halla que las consecuencias de las crisis bancarias se asocian 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 %.

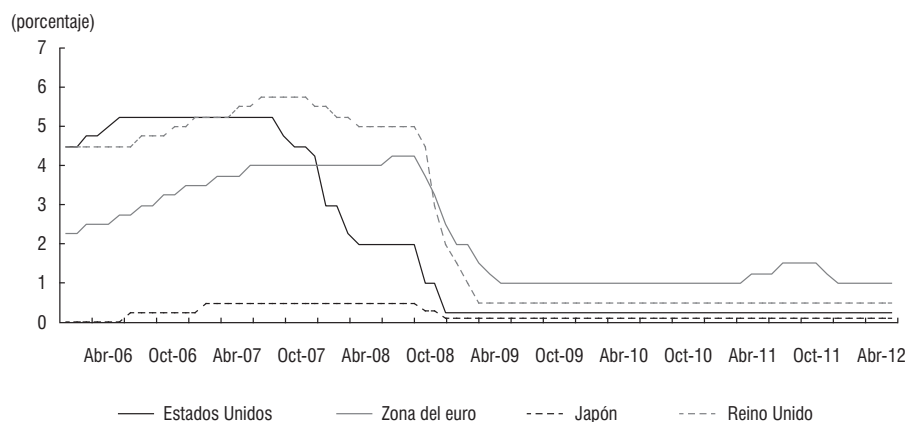
Para finalizar, es complicado para cualquier agente de la economía tomar decisiones a medio y a largo plazo en entornos de alta volatilidad e incertidumbre. Frente a esto, una posible decisión fue posponer ciertas decisiones de gasto en un contexto de desconfianza

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.

3.4. Políticas adoptadas por las autoridades en las economías avanzadas para afrontar la crisis

Para atenuar las consecuencias de la crisis, las autoridades económicas de las EA 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 de forma gradual; 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).

Gráfico 25
Tasas de interés de referencia

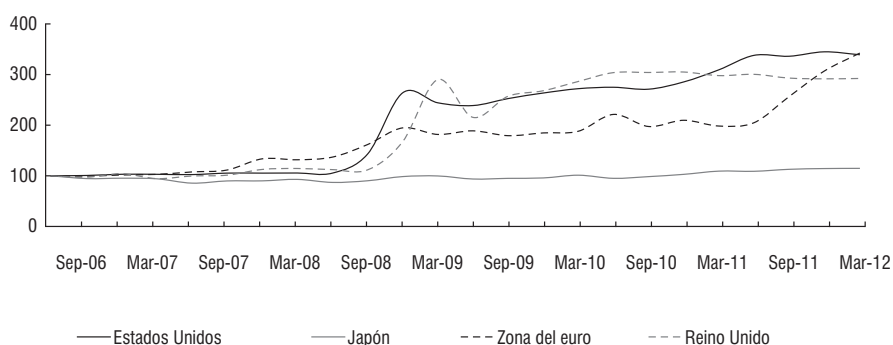


Fuente: Bloomberg.

En particular, la Fed creó una serie de programas en los cuales realizó una recomposición de su hoja de balance y expansión de sus activos dentro de ella. 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), por medio del cual la Fed financia la compra de papeles comerciales con un plazo de vencimiento no mayor de tres 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.

Gráfico 26
Activos de los bancos centrales (junio 6 = 100)



Fuente: bancos centrales.

Tanto la FED como los demás bancos centrales de las EA continuaron realizando expansiones de su hoja de balance por medio de diversos programas durante 2010 y 2011. En general, todos ellos trataron de calmar los mercados mediante políticas más agresivas que buscaban otorgar liquidez valiéndose de nuevos mecanismos como la compra de títulos de deuda soberana de sus propios países. En el caso de la Fed, esto contribuyó 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 y Portugal, entre otros. Las medidas buscaban calmar los mercados que castigaron con fuerza 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 se centraron 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 pusieron en funcionamiento programas como reducción de impuestos, subsidios al consumo y la inversión, 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 Mac²⁶. Así mismo, con posterioridad a la quiebra de Lehman, y tras la gran inestabilidad y volatilidad financieras presenciadas en octubre de 2008, también lanzó el Troubled Asset Relief Program (TARP) por USD 700 mm. 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 algunas empresas 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 cerca de USD 9 billones (b) habrían sido asignados para 2008 y los siguientes dos años, de los cuales se habrían ejecutado USD 3,6 b durante 2008²⁷.

Algo similar sucedió en Europa, 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 ponerle límites al pago de dividendos ordinarios, mientras que solo 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 clave para el funcionamiento del sistema bancario comprando activos problemáticos o asegurando pérdidas en determinadas carteras²⁸. En algunos casos se vieron obligados a asumir el control de ellos, es decir, enfrentaron una serie de nacionalizaciones de la banca. Se estimó que en su momento los gobiernos de las EA asumieron gran parte de las pérdidas potenciales de determinada cartera (normalmente, entre el 80 % y el 90 %)²⁹.

Si bien estas políticas contracíclicas adoptadas contuvieron una recesión peor en el corto plazo, el crecimiento tras más de dos años de la crisis sigue enfrentando problemas para ser autosostenido y la incertidumbre en los mercados financieros, aunque es menor que durante la crisis, nunca ha desaparecido del panorama mundial. En realidad, 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 (Gráfico 27) hoy enfrentan serios problemas de deuda

26 Durante 2008, las compras que efectuó el gobierno de obligaciones y acciones emitidas por dichas entidades llegaban a USD 85 mm.

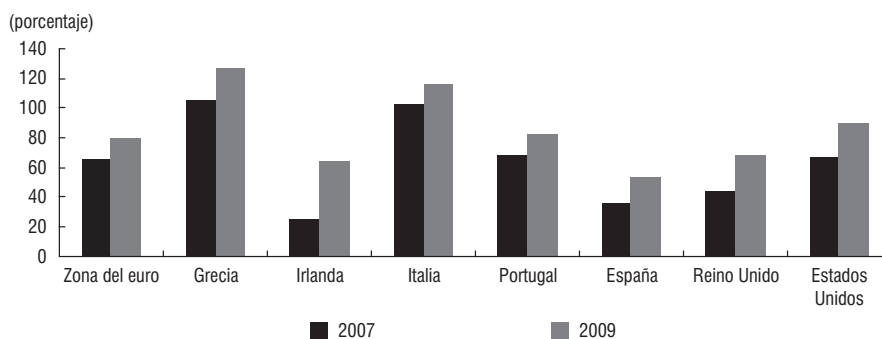
27 Cabe señalar que el PIB estadounidense en 2008 fue de unos USD 14,4 b.

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

29 BIS. *79° Informe Anual*, 1° de abril de 2008–31 de marzo de 2009.

pública que tiene en vilo a los mercados financieros³⁰. Por tanto, es probable que haya que esperar a que los desbalances macroestructurales de las EA se ajusten para observar una recuperación sostenida del crecimiento de dichos países y del mundo.

Gráfico 27
Deuda pública



Fuente: FMI.

3.5. Repercusiones sobre los mercados emergentes

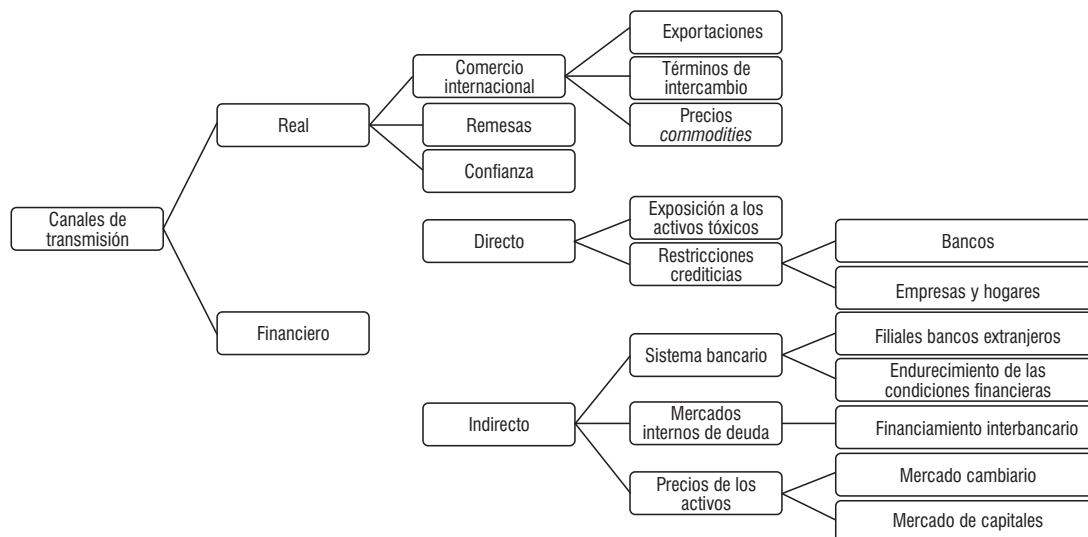
Al comienzo de la crisis se hablaba de algún grado de desacoplamiento entre el mercado emergente y las EA porque los problemas que se originaron en los mercados hipotecarios en los Estados Unidos y otros países avanzados no tenían alguna conexión directa con el sistema bancario de los ME. Sin embargo, como se mencionó en la segunda parte del capítulo, los flujos de capital disminuyeron bastante, con lo cual los efectos sobre el sector financiero y el real también fueron considerables y por tanto el efecto sobre los ME debía verse reflejado. Estos efectos podían darse ya sea de forma directa o indirecta y en el aspecto financiero o el real. En el Diagrama 1 se muestran los principales canales mediante los cuales la crisis se transmitió a los mercados emergentes, muchos de ellos relacionados con el comportamiento de los flujos de capitales.

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

- El retiro de fondos de las instituciones financieras de las EA que requerían liquidez y que tenían filiales situadas en los ME. Los problemas de solvencia y la necesidad de reconstruir capital limitaron la disponibilidad de recursos hacia las filiales, lo que restringió también la financiación en dólares para muchos bancos de los ME.

30 Hoy día se habla de una crisis de deuda pública como una consecuencia o una segunda fase de la crisis financiera internacional de 2007-2009.

Diagrama 1



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

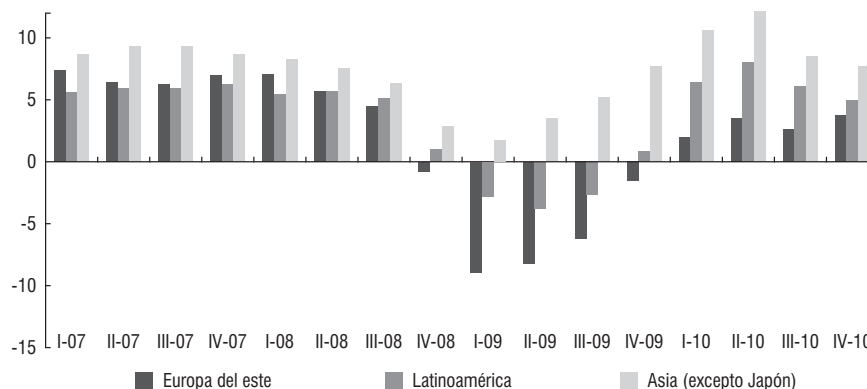
- La ruptura del canal de crédito produjo fuertes restricciones de los flujos de capitales destinados a crédito bancario y los del mercado de bonos de deudas pública y privada. Se crearon fuertes tensiones financieras en algunos países en donde este tipo de flujos tenía gran importancia, como los de Europa Oriental. Los flujos de cartera y los de portafolio también se redujeron y afectaron los mercados de valores de los ME que contaban con un mercado de capitales más abierto y desarrollado.
- El comercio internacional de los ME se vio afectado por tres fuentes: primero por las mismas restricciones crediticias descritas; segundo, por la debilidad de la demanda de las EA que en muchos casos eran los principales socios comerciales de esos países; y tercero, por las desvalorizaciones de los precios de los *commodities* que afectaron además, por medio del precio, el nivel de las exportaciones. Más aún, tal afectación desfavoreció el ingreso de las economías productoras mediante una caída de los términos de intercambio. Por último, cabe mencionar que el comercio mundial presentó bajas sin precedentes desde la posguerra y los ME no fueron ajenos a ellas.
- Las remesas, que son una importante fuente de ingresos de los ME, se vieron afectadas de forma negativa en el momento en que las EA entraron en una profunda caída de la actividad económica que aumentó el desempleo.
- Los flujos de capitales se redujeron de manera drástica, en primer lugar los destinados a inversión de portafolio y los de crédito bancario, y luego los de IED. Los primeros, asociados con movimientos de más corto plazo, afectaron de forma significativa las monedas de los ME y la estabilidad financiera en algunos de ellos, 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.

- Por último, la confianza desempeñó un papel importante puesto que el pánico y la incertidumbre desatados 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 reciente crisis fue la diferenciación en su efecto entre regiones, con consecuencias más graves en unas que en otras, con lo cual la recuperación también se produjo a velocidades dispares. En particular, los ME más afectados por la crisis fueron los europeos, mientras que en esta oportunidad Latinoamérica resultó bien librada.

Aunque la turbulencia financiera y las mayores pérdidas de confianza de consumidores y empresas se observaron durante el tercer trimestre de 2008, su impacto sobre los emergentes, en términos de la actividad económica, fue más significativa en la primera mitad de 2009, cuando el contagio había evidenciado sus efectos mundiales. Por ejemplo, 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 economías de Europa del Este registraron contracciones anuales que en promedio superaban el 5% (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 tal hecho.

Gráfico 28
Economías emergentes de Europa del Este, Latinoamérica y Asia
(crecimiento promedio)

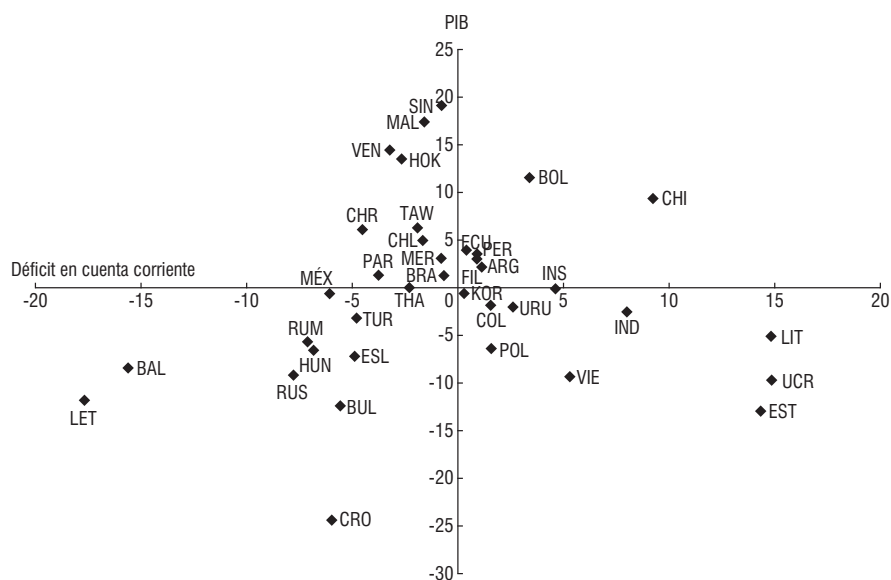


Fuente: FMI.

Al momento de estallar la crisis, las economías de Europa emergente se encontraban en una posición bastante vulnerable puesto que registraban grandes déficits 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 lenta³¹.

Gráfico 29
Déficit en cuenta corriente 2008 frente a PIB 2009



Fuente: Consensus Forecast.

En el caso de las economías asiáticas, la crisis llegó en un momento en que la mayoría de los 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.

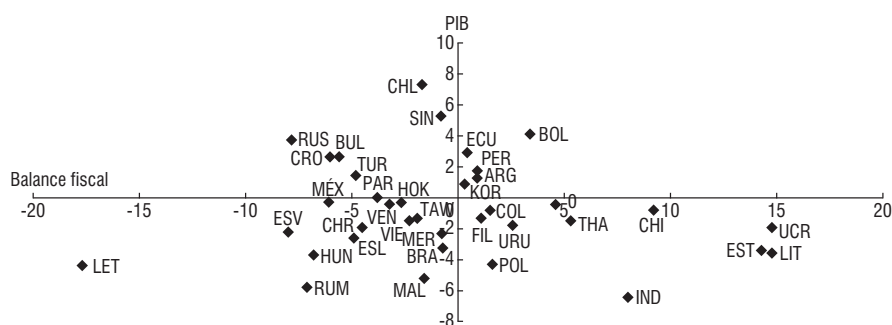
Las economías latinoamericanas, al igual que las asiáticas, contaban con buenos indicadores macroeconómicos, sus sistemas financieros estaban saneados y su exposición financiera era reducida. Sin embargo, la caída de los precios internacionales de las materias primas, la disminución de la demanda externa y de las remesas, las restricciones crediticias y los efectos sobre la confianza de hogares y empresas produjeron estragos en el consumo y la inversión, que afectaron a su vez la producción y el empleo. Las menores vulnerabilidades observadas en la región se asocian a las políticas macroeconómicas coherentes realizadas en los últimos años. En particular, muchas de ellas adoptaron

31 Los ME de Europa presentaban mayor integración económica y financiera con el sistema bancario de las EA europeas, lo cual les generó un alto grado de dependencia respecto al crédito externo. Entre tanto, los emergentes de América Latina mostraban un sistema financiero más sólido gracias al fortalecimiento de los bancos locales y la entrada de bancos extranjeros en circunstancias de fijación de regulaciones prudenciales y mayor control, supervisión y monitoreo.

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 años noventa en la mayoría de los países (gráficos 29 y 30).

En general, los ME de Asia y Latinoamérica que contaban con menores desbalances macroeconómicos, mejores perspectivas económicas y sistemas financieros saludables, entre otros mejores indicadores, lograron sobrellevar las consecuencias de la crisis. 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, después de dos años mostraban crecimientos favorables e incluso en algunos casos por encima de su potencial.

Gráfico 30
Balance fiscal 2008 frente a PIB 2009



Fuente: Consensus Forecast.

4. SÍNTESIS

Los flujos de capitales entre las EA y entre estas y los ME crecieron de manera significativa 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. Además, los desbalances globales caracterizados por los excesos de ahorro en China y varias economías petroleras del Oriente Medio dieron lugar a importantes flujos de capitales que en su mayor parte se dirigieron hacia los Estados Unidos. Durante 2008 estos flujos resultaron muy afectados, en particular los destinados a inversión de portafolio y de préstamos bancarios comerciales. Por su parte, la IED se vio afectada solo hasta el año siguiente porque en el momento del choque la inversión ya se había realizado o planeado. 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 de 2007-2009 no solo tuvo efectos en términos financieros, afectando los flujos de capitales 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, su transmisión fue más acentuada entre los EA a causa de la mayor profundización comercial y financiera. En el caso de los emergentes, los europeos resultaron muy afectados al momento del estallido de la crisis por su mayor exposición ante vulnerabilidades macroeconómicas³² y porque sus sistemas financieros estaban más integrados con los de las EA. En ese entorno, Asia y Latinoamérica también sufrieron los efectos 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 y la posibilidad de sus autoridades de realizar políticas contracíclicas agresivas, que les permitieron recuperarse con rapidez.

Por último, después de observar los efectos nocivos que tuvo la crisis sobre la economía mundial, es importante entender los mecanismos mediante los cuales se dio la transmisión tanto financiera como real y sus causas. Al respecto, en este capítulo 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 las EA y los abundantes flujos de capitales generados por economías superavitarias y con excesos de ahorro resultantes de diferencias entre las decisiones de inversión y ahorro globales.

REFERENCIAS

- Allen, F.; Carletti, E. “An Overview of the Crisis: Causes, Consequences, and Solutions”, *International Review of Finance*, vol. 10, núm. 1, pp. 1-26, 2010.
- Angell, C.; Rowley, C. D. “Breaking New Ground in U.S. Mortgage Lending”, FDIC: Outlook. Summer 2006. Federal Deposit Insurance Corporation, consultado en http://www.fdic.gov/bank/analytical/regional/ro20062q/na/2006_summer04.html.
- Bank of International Settlements (BIS). “Bank Health and Lending to Emerging Markets”, *Quarterly Review*, diciembre 2008a.
- Bank of International Settlements (BIS). “Highlights of International Banking and Financial Market Activity”, *Quarterly Review*, diciembre 2008b.
- Bank of International Settlements (BIS). “Capital Flows and Emerging Market Economies”, enero 2009.
- Bank of International Settlements (BIS). “Bank Structure, Funding Risk and The Transmission of Shocks Across Countries: Concepts and Measurement”, *Quarterly Review*, septiembre 2010a.
- Bank of International Settlements (BIS). “The Collapse of International Bank Finance During the Crisis: Evidence from Syndicated Loan Markets”, *Quarterly Review*, septiembre 2010b.

32 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 y sistemas financieros más expuestos al choque externo, entre otros.

- Bank of International Settlements (BIS). “Bank Structure, Funding Risk and the Transmission of Shocks Across Countries: Concepts and measurement”, *Quarterly Review*, septiembre, 2010c.
- Beim, D.; Calomiris, Ch. *Emerging Financial, Boston, Markets*, McGraw Hill International, 2001.
- Bernanke, B. S. “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit”, Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, marzo 10, 2005.
- Bernanke, B. S. “Global Imbalances: Recent Developments and Prospects”, speech delivered at the Bundesbank Lecture, Berlin, Germany, septiembre 11, 2007.
- Bernanke, B. S. “Global Imbalances: Links to Economic and Financial Stability” speech delivered at the Banque de France Financial Stability Review Launch Event, Paris, France, febrero 18, 2011.
- Blanchard, O.; Milesi-Ferretti, G. M. “Global Imbalances: In Midstream?”, IMF Note. SPN/09/29, diciembre 22, 2009.
- Blanchard, O.; Milesi-Ferretti, G. M. “Global Imbalances: In Midstream?”. IMF Staff Position Note SPN/09/29, 2009.
- Bloomberg. Base de datos de acceso directo, consultado el 28 de enero de 2013.
- Bluedorn, J.; Duttagupta, R.; Guajardo, J.; Topalova, P. “International Capital Flows: Reliable or Fickle?”, *World Economic Outlook. Tensions from Two Speed Recovery, Unemployment, Commodities and Capital Flows*, IMF abril 2011.
- Blundell-Wignall, A.; Atkinson, P.; Hoon Se, L. “The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues”, *Financial Market Trends*, OECD, 2008.
- Borio, C.; Disyatat, P. “Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or no Link?”, *BIS Working Paper*, núm. 346, mayo, 2011.
- Broto, C.; Díaz-Cassou, J.; Erce-Domínguez, A. “Measuring and Explaining the Volatility of Capital Flows Towards Emerging Countries”, Banco de España *Working Paper*, núm. 0817, 2008.
- Brunnermeier, M. “Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, núm. 1, pp. 77-100, 2009.
- Caballero, R. J. “The Other Imbalance and the Financial Crisis”, preparado para la Conferencia Paolo Baffi, pronunciada en la Banca d’Italia el 10 de diciembre de 2009.
- Caballero, R. J.; Farhi E.; Gourinchas, P. O. “Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances”, *NBER Working Paper*, 2008.
- Caballero, R. J.; Farhi E.; & Gourinchas, P. O. “An Equilibrium Model of “Global Imbalances” and Low Interest Rates,” *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 98, núm. 1, pp. 358-93, marzo, 2008.
- Cepal, Naciones Unidas. La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe. Documento informativo, 2010.
- Corbo, V. “Los desbalances globales y los riesgos en la economía mundial”. Presentación en el Seminario de Estudios Públicos, Banco Central de Chile, 26 de julio de 2006.
- Council of Economic Advisers. “Economic Report of the President”, Washington D. C., enero, 2009,
- De Gregorio, J. “Las tensiones de la economía mundial”, *Documentos de política económica*, Santiago, Banco Central de Chile, 2008.

- Dunaway, S. "Global Imbalances and the Financial Crisis", Council Special Report, núm. 44, Council on Foreign Relations-Center for Geoeconomic Studies, marzo, 2009.
- Eichengreen, B.; Mody, A. "Interest Rates in the North and Capital Flows to the South: Is There a Missing Link?", *International Finance*, vol. 1, núm. 1, pp. 35-57, 1998.
- Eichengreen, B. *Global Imbalances: The New Economy, the Dark Matter, the Savvy Investor and the Standard Analysis*, Berkeley: University of California, 2006.
- Fernández-Arias, E. "The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull?", *Journal of Development Economics*, vol. 48, pp. 389-418, 1996.
- Ferrucci G.; Herzberg, V.; Soussa, F.; Taylor, A. "Understanding Capital Flows to Emerging Market Economies Within a Push/Pull Framework?", *Bank of England Financial Stability Review*, junio, 2004, pp. 89- 97.
- Fondo Monetario Internacional. 1995. Manual de balanza de pagos. 5.^a ed.
- Fratzscher, M. "Capital Flows, Push versus Pull Factors and The Global Financial Crisis", European Central Bank, *Working Paper Series*, núm. 1364, 2011.
- Gelos, G. "International Mutual Funds, Capital Flows Volatility, and Contagion. A Survey", *International Monetary Fund Working Paper*, abril 2011.
- Gorton, G. "Questions and Answers About the Financial Crisis", *NBER Working Paper*, num. 15787, febrero 2010.
- Hausmann, R.; Sturzenegger, F. "Dark Matter Makes the U.S. Deficit Disappear", *Financial Times*, 2005 (8 de diciembre).
- Izquierdo, A.; Talvi, E. *One Region, Two Speeds? Challenges of the New Global Economic Order for Latin America and the Caribbean*, Washington, Banco Interamericano de Desarrollo, 2011.
- Kap-Young, J.; Euysung, K. "The Global Financial Crisis: New Implications and Perspectives for Emerging Economies", *Global Economic Review*, vol. 39, núm. 1, pp. 1-13, 2010.
- Kys, B.; Tanmoy, J.; Mukherjee, K.; Seru, A.; Vikrant, V. "Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 125, núm. 1, pp. 307-362, 2010.
- Kiff, J.; Mills, P. "Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets", *IMF Working Paper*, 2007.
- Krugman, P. "Revenge of the Glut", *The New York Times*, 1 marzo 2009.
- Lane, P. R.; Milesi-Ferretti, G. M. "The Drivers of Financial Globalization," *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 98(2), pp. 327-32, mayo, 2008.
- Mendoza, E.; Quadrini, V.; Ríos-Rull, J. V. Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances. *NBER*. WP núm. 12909, Cambridge, MA 02138. febrero, 2007.
- Portes, R. "Global Imbalances", Documento interno London Business School y CEPR, 2009.
- Purnanandam, A. "Originate-to-Distribute Model and the Subprime Mortgage Crisis", *Review Financial Studies* (2011) vol. 24, núm. 6, pp. 1881-1915.,
- Reinhart, C.; Rogoff, K. "The Aftermath of Financial Crises", *NBER Working Paper*, núm. 14656, 2009.
- Taylor, J. "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", *NBER Working Paper*, núm. w14631 2009.