



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales (ICADE)

¿FUERON LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES LA CAUSA DE LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL DE 2007-2008?

TRABAJO FIN DE GRADO

Autor: Iñigo Girón Lafuente

Director: Alfredo Arahetes García

RESUMEN

El presente trabajo estudia y analiza los desequilibrios globales como causa detonante de la Crisis Financiera Global de 2007-2008. Para ello, se explican y justifican las corrientes que se posicionan tanto a favor como en contra de este fenómeno. En este sentido, se desarrolla un estudio sobre el origen y las principales consecuencias de la crisis financiera global, haciendo especial hincapié en el fenómeno de la innovación financiera y sus efectos en la economía mundial. Todo ello, nos permite deducir aquellas características defendidas por los distintos economistas las cuales ofrecen una visión clara sobre las posibles soluciones a implementar en las deficiencias económicas actuales.

Por medio de este estudio, hemos sustraído aquellos conceptos y factores comunes analizados por autores pertenecientes a ambas corrientes. Asimismo, se ha concluido que las corrientes más representativas de la realidad económica son aquellas que se posicionan en contra de los desequilibrios globales. Concretamente, aquellas que defienden que los factores más relevantes a evaluar son el comportamiento de los inversores en el mercado, los sistemas económico y financiero, la falta de regulación y supervisión legal, además de la creciente deuda de las principales economías del mundo y la expansión en la concesión de créditos.

PALABRAS CLAVE

Crisis financiera global, desequilibrios globales, Bretton Woods II, *Global Saving Glut*, activos financieros, economías en desarrollo, economías emergentes.

ABSTRACT

This paper studies and analyzes global imbalances as a triggering cause of the Global Financial Crisis of 2007-2008. To this end, it explains and justifies the trends that are positioned both for and against this phenomenon. Likewise, this research develops a study on the origin and main consequences of the global financial crisis, with special emphasis on the phenomenon of financial innovation and its effects on the world economy. All of this allows us to infer those characteristics defended by the different economists which offer a clear vision on the possible solutions to be implemented in the current economic deficiencies.

Through this study, we have subtracted those concepts and factors analyzed by authors belonging to both trends. Likewise, it has been concluded that the most representative currents of the economic reality are those that position themselves against global imbalances. Specifically, those that defend that the most relevant factors to evaluate are the behavior of investors in the market, the economic and financial systems, the lack of regulation and legal supervision, in addition to the growing debt of the world's main economies and the expansion in the granting of credit.

KEY WORDS

Global financial crisis, global imbalances, Bretton Woods II, Global Saving Glut, financial assets, developing economies, emerging economies.

ÍNDICE

Índice de abreviaturas	5
Índice de gráficos y tablas	5
CAPITULO I: INTRODUCCIÓN	6
I. OBJETIVO DE LA INVESTIGACIÓN	6
II. METODOLOGÍA UTILIZADA	6
III. ESTADO DE LA CUESTIÓN.....	7
IV. ESTRUCTURA DEL TRABAJO.....	7
CAPITULO II: REVISIÓN DE LA LITERATURA Y MARCO TEÓRICO.....	9
I. LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL	9
1. La innovación financiera.....	13
II. LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES EN LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL	16
1. Perspectivas a favor de la influencia de los desequilibrios globales en la crisis financiera global.....	16
<i>1.1 Bretton Woods II.....</i>	<i>17</i>
1.1.1 Interdependencia financiera entre Estados Unidos y China	20
1.1.2 Principales consecuencias.....	22
<i>1.2 The Global Saving Glut</i>	<i>24</i>
<i>1.3 Escasez de activos financieros seguros</i>	<i>30</i>
2. Detractores sobre la influencia de los desequilibrios globales como causa de la crisis financiera global	33
CAPÍTULO III: ANÁLISIS Y DISCUSIÓN SOBRE LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES Y SU INFLUENCIA EN LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL.....	36
I. ASPECTOS COMUNES.....	36
II. HIPÓTESIS DEL EXCESO DE CRÉDITO Y FALTA DE REGULACIÓN.....	37
CAPÍTULO IV: CONCLUSIONES	41
BIBLIOGRAFÍA	44

ÍNDICE DE ABREVIATURAS

APA	<i>American Psychological Association</i>
AIG	<i>American International Group</i>
CDO	<i>Collateralized Debt Obligation</i>
CEPS	Centro de Estudios de Política Europea
CFMA	<i>Commodity Futures Modernization Act</i>
EE. UU	Estados Unidos
FMI	Fondo Monetario Internacional
IFS	<i>International Financial Statistics</i>
IMF	<i>International Monetary Fund</i>
MBIA	<i>Municipal Bond Insurance Association</i>
MBS	<i>Mortgage-Backed Securities</i>
NINJA	<i>No Income No Job or Assets</i>
PIB	Producto Interior Bruto
ROC	<i>Return On Capital</i>
WEO	<i>World Economic Outlook</i>

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS

Gráfico I. Evolución del balance por cuenta corriente estadounidense (2000-2020).....	25
Tabla I. Balances por cuenta corriente globales (1980-2006).....	28

CAPITULO I: INTRODUCCIÓN

I. OBJETIVO DE LA INVESTIGACIÓN

La crisis financiera global supuso la caída del sistema financiero a nivel mundial. Esta, tuvo repercusiones dramáticas para la economía y la sociedad internacional y, actualmente, continuamos sufriendo y luchando contra muchos de sus efectos.

En este contexto, el presente trabajo tratará de estudiar y analizar la influencia de los desequilibrios globales como detonantes de la crisis financiera global. Durante el mismo, analizaremos los distintos enfoques e hipótesis que se han desarrollado en la literatura especializada. Para ello, nos valdremos de las distintas perspectivas defendidas a través de las investigaciones realizadas por parte de reconocidos economistas. Todo ello, tras realizar un análisis de las principales características y consecuencias de la crisis financiera global, centrándonos en la innovación financiera que nace con carácter previo a la anterior.

Por lo tanto, se realiza una investigación detallada de los principales estudios relacionados con los desequilibrios globales, permitiendo desarrollar posteriormente un análisis crítico de su contenido. Asimismo, este estudio nos permite ampliar los conocimientos relacionados con las causas detonantes de la crisis financiera global y, al mismo tiempo, trasladar a la realidad económica actual sus posibles consecuencias.

II. METODOLOGÍA UTILIZADA

En cuanto a la metodología empleada, hemos realizado un análisis descriptivo de carácter cualitativo basado en la revisión de las fuentes que desarrollan las distintas interpretaciones encontradas a través de medios principalmente electrónicos. A partir del mismo, se han seleccionado únicamente aquellas afirmaciones centradas en capturar y analizar la realidad a estudiar.

Por lo tanto, sistemáticamente, en un primer momento se ha realizado una búsqueda exhaustiva de las distintas fuentes disponibles. Una vez seleccionadas, se procedió a su filtro cualitativo por medio del análisis de su contenido, centrándonos en portales de

significativa importancia como es la Reserva Federal, el *National Bureau of Economic Research* o la Revista de Economía Mundial. Posteriormente, estructurado el trabajo, se procedió a ordenar las distintas fuentes en función de su contenido en los distintos apartados del trabajo, incluyéndose a medida que se desarrollaba el mismo y procedía su incorporación, distinguiendo entre las distintas líneas argumentales que se estaban desarrollando. Finalmente, se perfeccionó el contenido del trabajo a través de la pertinente citación APA y la estructuración alfabética de las fuentes bibliográficas.

III. ESTADO DE LA CUESTIÓN

¿Son los desequilibrios globales la causa de la Crisis Financiera Global de 2007-2008? La existencia de desequilibrios globales es una realidad, reflejada en la actividad económica de las economías más desarrolladas frente a las emergentes. Asimismo, actualmente las principales economías del mundo siguen sufriendo las consecuencias de la crisis financiera global, intentando recuperarse en el menor plazo de tiempo posible.

En este sentido, sin entrar a considerar actuales agentes externos que puedan influenciar la recuperación económica de la crisis financiera, el estudio de sus causas y factores detonantes es una prioridad en todos los Estados del mundo. Por ello, analizar el estallido de la crisis financiera global como consecuencia de los desequilibrios globales puede servir a deducir, concretar y evitar repetir las actuaciones desencadenantes de una recesión financiera. Este conocimiento, puede servirnos para evaluar situaciones, tomar las decisiones correctas y, asimismo, estimar el comportamiento del mercado frente a la evolución de futuros desequilibrios globales.

IV. ESTRUCTURA DEL TRABAJO

El presente trabajo se divide en cinco partes bien diferenciadas. En cuanto a la primera, se corresponde con la introducción y, en ella, se explica el objeto de estudio de la investigación, la metodología aplicada para llevarla a cabo, el estado de la cuestión a investigar y, finalmente, la estructura de la que se compone el trabajo.

En segundo lugar, nos encontramos con el marco teórico y la revisión de la literatura, a través del cual, se exponen y analizan los fundamentos de la investigación realizada. En este sentido, en primer lugar, se ofrece un análisis de la crisis financiera global con especial interés en la innovación financiera de la época. En segundo lugar, se exponen las corrientes, tanto a favor como en contra, de los desequilibrios globales y su influencia sobre el inicio de la crisis financiera.

Dentro de este, hemos realizado un análisis dividido en dos subapartados. Por un lado, aquellas posturas que se centran a favor de su influencia en el estallido de la crisis, concretamente, estudiando las hipótesis del Bretton Woods II, el *Global Saving Glut* y la escasez de activos financieros seguros. Por otro lado, destacan las posturas en contra de la influencia de los desequilibrios globales como detonantes de la crisis financiera, defendida principalmente por Claudio Borio y Piti Disyatat.

Gracias a la información aportada, en tercer lugar, hemos realizado un análisis crítico de los conocimientos disponibles como posibles causas de la crisis financiera global. En este sentido, hemos analizado los aspectos comunes entre las dos grandes corrientes relacionadas con los desequilibrios globales, valorando los conceptos en los que convergían las opiniones. Asimismo, hemos defendido aquella hipótesis o conceptos ofrecidos por los economistas que han resultado ser los más cercanos a una explicación acorde con la realidad económica del momento.

Finalmente, se ofrece un conjunto ordenado de conclusiones relacionadas con los conceptos adquiridos a lo largo de este estudio y, a su vez, una valoración sobre su relevancia en el contexto actual. Asimismo, en quinto lugar, se recogen ordenadamente las citas bibliográficas empleadas para la elaboración del trabajo.

CAPITULO II: REVISIÓN DE LA LITERATURA Y MARCO TEÓRICO

I. LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL

Desde la Gran Depresión, la originalmente conocida como crisis *subprime*, debido a los problemas en la financiación del mercado inmobiliario estadounidense, ha sido el colapso económico internacional más grave conocido. Transformándose, a medida que resultaban afectados los distintos mercados financieros internacionales, en una crisis sistemática de carácter global. Esto es, la caída del sistema financiero internacional a consecuencia de una reacción negativa en cadena sin los medios o herramientas necesarios para frenar el desastre (Díaz, 2021).

La consecuencia de que a partir de una crisis financiera local se derivase una crisis económica a nivel internacional, es debido a la integración de los mercados y la globalización de la actividad económica. Por ello, hemos sufrido en España los efectos de la expansión de los créditos hipotecarios estadounidenses, desembocando en una grave crisis inmobiliaria.

Concretamente, entre 2001 y 2002, tras la crisis económica producida por la caída de los precios de las empresas tecnológicas de la mano de los trágicos sucesos del 11 de septiembre, los gestores de las políticas monetarias en Estados Unidos decidieron evitar una recesión más prolongada mediante la bajada de los tipos de interés (Menezes Ferreira Junior & Rodil Marzábal, 2012). Asimismo, en 2003, con un impactante nivel del 1% en los tipos de interés estadounidenses, se decidió expandir el aprovechamiento de los créditos hipotecarios, los cuales requerían de un aumento en su demanda. Para ello, los requisitos de garantía exigidos para la concesión de los préstamos se relajaron, incluso para aquellos con poca capacidad de pago (Krugman, 2009b).

Esta situación extraordinariamente rentable, descansaba en la idea de que el aumento sistemático en el precio de las viviendas supondría garantía suficiente para respaldar los créditos concedidos a los hipotecados. No obstante, este círculo vicioso que provocaba que cada vez resultase más atractivo comprar un inmueble, generó una ilusión de riqueza patrimonial y un crecimiento exponencial del crédito hipotecario. Es decir, una burbuja inmobiliaria de la mano de un endeudamiento desorbitado.

En este sentido, entre 2002 y 2006, mientras que los precios de la vivienda crecían a unas tasas anuales cercanas al 20% en Estados Unidos y algunos países europeos, la productividad crecía a un ritmo cercano al 4% (Álvarez & Medialdea, 2009). Por lo tanto, la especulación inmobiliaria se vio reforzada por el incremento de los créditos hipotecarios a medida que los precios de los inmuebles seguían creciendo, lo que a su vez retroalimentaba la especulación.

En cuanto a las instituciones financieras responsables de la concesión de estos créditos hipotecarios a individuos con pocos activos y recursos para aportar como garantía, se basaban en dos asunciones principales. Por un lado, no les importaba la calidad de los créditos que concedían pues simplemente querían aprovechar su exceso de liquidez para conceder de forma masiva más créditos y, en lugar de conservarlos, venderlos a otras entidades financieras o inversores (Varela Parache & Varela Parache, 2008). Por otro lado, el convencimiento generalizado de que los precios de la vivienda iban a continuar en ascenso. En este sentido, los hipotecados podrían hacer frente a los pagos de las cuotas, bien por medio de un crédito nuevo respaldado por la diferencia entre el valor de mercado de la vivienda y el importe a deber de la hipoteca adquirida, o bien liquidar la deuda hipotecaria por medio de la venta del inmueble (Menezes Ferreira Junior & Rodil Marzábal, 2012).

Asimismo, ya que las instituciones financieras eran libres de vender las carteras de créditos a otras entidades y la calidad de estos no resultaban relevantes, estas procedieron a crear títulos negociables para continuar lucrándose. Es decir, la titulación de los créditos hipotecarios supuso su transformación en títulos líquidos transferibles y, con ellos, sus riesgos implícitos (Krugman, 2009b). Así pues, se procedió a captar la mayor cantidad de recursos por medio del ofrecimiento de estos títulos en intercambio y así continuar ofreciendo créditos hipotecarios. No obstante, posteriormente estos créditos volvían a titularizarse y venderse en el mercado financiero, por lo que se estaba entrando en una dinámica que no tenía fin a costa de unos activos en suma ficticios (Menezes Ferreira Junior & Rodil Marzábal, 2012).

En un primer momento, la titulación de los créditos hipotecarios estaba limitada a hipotecas de bajo riesgo, por lo que las garantías aportadas se creían suficientes para hacer

frente al pago de las cuotas del crédito. Así, de la mano de una proporción de insolvencia baja, ambas partes, en la transacción de estos títulos, conocía el activo que estaba adquiriendo (Krugman, 2009b). Sin embargo, con el paso del tiempo se creó un instrumento financiero nuevo, conocidos como *Collateralized Debt Obligation* (CDO), los cuales prácticamente permitían la conversión de las hipotecas de alto riesgo en títulos.

Concretamente, estos novedosos instrumentos financieros ofrecían participaciones a sus compradores sobre futuros pagos de paquetes de hipotecas, las cuales podían ser *senior* o *junior*, en función de la preferencia sobre los pagos de las cuotas de los hipotecados. En este sentido y gracias a su elevada tasa de retorno, se convirtieron en unos instrumentos muy atractivos para el inversor. Asimismo, las agencias de calificación de riesgos apoyaron la elevada seguridad de los CDO *senior*, incluyéndoles en la máxima categoría (AAA), es decir, una calificación semejante a los títulos del Tesoro estadounidense (Orlowski, 2008). Por todo ello, incremento notablemente la comercialización y especulación de estos bonos CDO en los mercados de derivados, siendo cada vez más frecuente incrementar el nivel de apalancamiento en las entidades para conseguir una mayor rentabilidad.

Sin embargo, esta dinámica de aprovechamiento de la concesión de créditos hipotecarios solo sería sostenible si continuaba la tendencia alcista del mercado inmobiliario y, con él, el incremento en los precios de la vivienda. Así pues, a finales de 2005, los precios se encontraban en niveles tan elevados que ni los créditos hipotecarios hacían posibles las adquisiciones de nuevas viviendas, disminuyendo las ventas, pero continuando con la tendencia alcista de los precios en el mercado. No obstante, en el transcurso de los dos años siguientes, la inestabilidad del mercado empezó a hacerse cada vez más evidente, pues los precios comenzaron a disminuir drásticamente y el índice de insolvencia de los hipotecados empezó a incrementarse.

El mercado inmobiliario ya no era seguro, los precios de las viviendas estaban sobrevalorados y debían de caer notablemente para eliminar el desajuste con su valor real. Por ello, comenzó un proceso de involución que pondría fin a la titulación de las hipotecas al desaparecer su demanda, haciendo imposible su especulación y venta en el mercado (Krugman, 2009b). Estas fueron las primeras consecuencias de la caída del mercado hipotecario, conocida como crisis *subprime*.

Sin embargo, en ese momento, las instituciones financieras y los inversores que habían participado activamente en este mercado se enfrentaban a un grave riesgo de liquidez. Es decir, los compradores de estos títulos no encontraron la forma de volver a venderlos en el mercado, pues su demanda disminuyó a medida que también lo hacía la creencia en la estabilidad del mercado inmobiliario. En este sentido, comenzó una etapa de pánico y venta descontrolada de estos activos, provocando un elevado perjuicio económico a sus titulares, ya que no solo no recibían los intereses de los créditos, sino que además los intentaban vender a un precio muy por debajo al de su adquisición (Calvo Hornero, 2008).

Esta situación de pánico generalizada se tradujo también en la venta masiva de activos semejantes, afectando drásticamente al mercado de capitales. Las entidades financieras, por su parte, observaron cómo los activos que poseían disminuían en valor frente a sus obligaciones a pagar, encontrándose con un patrimonio neto negativo. Por ello, una gran parte de los bancos e instituciones financieras se declararon insolventes, en proceso de quiebra o sufrieron un descenso dramático en el valor de sus activos (Cardim de Carvalho, 2008).

Por lo tanto, ya que el número de entidades que habían realizado este tipo de inversiones era muy elevado, muchas de ellas se vieron en la necesidad de vender, cerrar o ser intervenidas por la autoridad competente u otras instituciones. Paulatinamente, el clima de desconfianza y estrés se iba incrementando, representado en la incapacidad de préstamo de aquellas entidades supervivientes, pues habían visto su capital reducido de forma crítica (Cardim de Carvalho, 2008).

Como consecuencia, las economías de la mayor parte del mundo sufrieron una drástica desaceleración o incluso el comienzo de una etapa de contracción en su crecimiento económico, con el temor de su instauración de forma prolongada en el tiempo. Asimismo, el capital circulante de las entidades financieras disminuyó y, con él, su capacidad de concesión de créditos, incrementándose el desempleo y disminuyendo el consumo en las distintas economías internacionales (Menezes Ferreira Junior & Rodil Marzábal, 2012).

1. La innovación financiera

De lo anteriormente expuesto, debemos destacar la creación de novedosos y complejos productos financieros, entre los que especialmente destacan los derivados. En este sentido, un derivado es un activo financiero cuyo valor depende del valor de otro activo, denominado subyacente. Actualmente, encontramos diversos tipos de derivados, entre otros, las opciones, *swaps*, *fowards* o futuros, cada uno de los cuales posee sus propias y específicas características. No obstante, el funcionamiento de este tipo de productos financieros puede llegar a ser muy complejo, gozando de especial relevancia a finales de los años 90.

Concretamente, los principales agentes del mercado se lucraban a partir del beneficio obtenido por medio de la especulación en el mercado de este tipo de activos. A través de estos, podían generar beneficios por medio de casi cualquier circunstancia supeditada al activo subyacente, como puede ser la bajada o subida de su precio en el futuro. Con la popularidad de los derivados, los principales bancos, respaldados por las agencias de calificación, forjaron una expectativa de estabilidad en los mercados gracias a la existencia de estos productos financieros. No obstante, el efecto real fue justo el contrario, volviendo más inestable el mercado (Hera, 2010).

En este contexto, las autoridades encargadas de la regulación y control del mercado se inclinaron a favor de defender la prosperidad económica que se estaba consiguiendo en los últimos años, en lugar de restringir la actividad de los derivados en el mercado debido a la inestabilidad que causaban. Esto, se materializó en el año 2000 con la aprobación del *Commodity Futures Modernization Act* (CFMA) por parte del Congreso de los Estados Unidos. Normativa, por medio de la cual se liberalizaba aún más la actuación de los derivados en el mercado, prohibiendo la regulación sobre estos activos con la finalidad de potenciar su uso y la innovación financiera (Stout, 2009).

En esta época, los principales agentes en el mercado se podían agrupar de la siguiente manera. En primer lugar, existían tres principales compañías de seguros (MBIA, AIG y Ambac), seguidas de dos grandes conglomerados financieros (JP Morgan & Chase, Citigroup). Asimismo, encontrábamos cinco grandes bancos de inversión (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Bear Stearns y Lehman Brothers) y tres

principales agencias de calificación (Fitch, Standard & Poor's y Moody's). Todo ello, reafirmaba el contexto de una economía muy rentable, con gran presencia y poder internacional.

Además, debemos destacar la *securitization food chain*, aquel proceso por medio del cual se toman una serie de activos ilíquidos y, a través de la ingeniería financiera, pasaban a formar un valor específico. Es decir, comprende una técnica de empaquetamiento, compra, titulación y venta a los inversores de grupos de tales activos no líquidos (Gallant, 2021). Este mecanismo tuvo gran protagonismo a nivel internacional, concretamente, en la concesión de hipotecas y otros préstamos.

Tradicionalmente, las hipotecas se concedían por entidades locales que perseguían lucrarse del interés pactado por las mismas. Es decir, mediante un estudio del riesgo crediticio del individuo solicitante, la entidad establecía una serie de años de amortización del préstamo a un tipo de interés determinado, obteniendo un pago mensual de los deudores y confiando que se les devuelva el total de la deuda. En contraste, el proceso de la titulación de la cadena alimentaria modificaría este proceso.

En primer lugar, las entidades prestamistas concedían hipotecas y otros préstamos a los individuos solicitantes, pero posteriormente, en lugar de mantenerlos hasta el vencimiento de la deuda, vendían estos préstamos a otros agentes del mercado. Es decir, principalmente los bancos de inversión comprarían estas deudas y, las entidades originales, se beneficiarían de una reducción en sus niveles de pasivo, un aumento de su liquidez y la eliminación del riesgo en caso de impago. Todo ello, permitiría a las entidades conceder nuevos préstamos y mantener una actividad constante en el mercado, siempre y cuando los bancos de inversión estuvieran dispuestos a comprar estas deudas.

En esta línea, los bancos de inversión protagonizarían el papel de la innovación financiera por medio de la creación de los anteriormente citados *Collateralized Debt Obligations*. Es decir, no mantenían estos préstamos hasta su vencimiento, sino que agrupaban y comprimían varios con diferentes características, y los vendían principalmente a inversores internacionales como un único activo financiero denominado CDO. Tras la creación de estos derivados financieros, se incorporaron como *Mortgage-Backed Securities* (MBS); esto es, productos financieros que poseen un activo subyacente el cual

pasaría a posesión del prestatario en caso de impago del prestamista. Asimismo, una vez realizado el pago en cuestión, esta cantidad no sería recibida por la entidad que concedió el préstamo en un primer momento, sino por los distintos inversores que poseían estos CDOs (Conley, 2021).

En este contexto, como hemos mencionado en el apartado anterior, debemos destacar el respaldo proporcionado por las agencias de calificación, las cuales no se encontraban supeditadas a ningún tipo de responsabilidad legal en caso de equivocarse. Las mismas, otorgaban a estos productos financieros la mejor calificación posible (AAA), es decir, la más segura.

Con ello, llegaron principalmente dos problemas. Por un lado, el desconocimiento por parte de la mayoría de los inversores en la estructura de un CDO. Estos, se apoyaban en lo establecido por las agencias de *rating*, las cuales otorgaban la mayor relación de rentabilidad y seguridad a estos activos, incrementando su atractivo en el mercado. Por otro lado, la reducción de las garantías de solvencia exigidas por parte de las entidades prestamistas fundamentada en la alta demanda de estos productos en el mercado, provocando la aparición de las hipotecas *subprime*.

Este tipo de créditos concedidos a clientes con una baja calificación crediticia, eran denominados créditos a clientes NINJA (*no income, job or assets*). Los mismos, incrementaron su presencia en el mercado pese a su elevado riesgo de impago, puesto que los intermediarios estaban más enfocados en vender estos productos y generar el máximo beneficio posible, en lugar de otorgar una calificación acorde al riesgo implícito de estos activos (Menezes Ferreira Junior & Rodil Marzábal, 2012).

Es decir, los bancos de inversión buscaron conseguir el máximo número de transacciones posibles apoyándose en los altos tipos de interés y seguridad de estos activos, lo cual incrementaba su atractivo en el mercado. Todo ello, sumando el paulatino crecimiento de los tipos de interés de la deuda pública estadounidense, conllevó a la imposición de elevados tipos de interés en los créditos concedidos que implicaba el incremento de su riesgo de impago.

II. LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES EN LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL

Como se ha establecido en el apartado anterior, la crisis financiera global estuvo condicionada por la práctica de los principales agentes económicos del mercado, quienes, en busca del máximo beneficio posible, no tuvieron en cuenta las consecuencias de sus actos en el largo plazo.

No obstante, también debemos prestar atención al contexto internacional, donde los desequilibrios globales y la interacción entre economías desarrolladas, como la estadounidense, y economías emergentes, como la china, ha sido defendida por distintos autores como la detonante de este gran colapso financiero. Asimismo, analizaremos la perspectiva de aquellos que, sin negar la existencia de estos desequilibrios, defienden que su origen no reside únicamente en estas desigualdades económicas.

1. Perspectivas a favor de la influencia de los desequilibrios globales en la crisis financiera global

Como una de las problemáticas más relevantes de los últimos años, los desequilibrios globales hacen referencia a las significativas y permanentes diferencias en la balanza de pagos de un país, concretamente en su cuenta corriente. En este sentido, como uno de los principales retos de la economía moderna, existen países que presentan niveles especialmente elevados de déficit, los cuales se financian a base del superávit de otras economías. Este es el caso de economías como la de Estados Unidos, que presenta un elevado nivel de déficit, frente a la de China, con un superávit considerable (Canals, 2018).

Asimismo, tal y como estableció Olivier Jean Blanchard, antiguo economista jefe del Fondo Monetario Internacional (FMI) entre los años 2008 y 2015, los desequilibrios globales son uno de los fenómenos más complejos a los que se enfrentan actualmente los economistas. Los países deberán esforzarse en reducir estos desequilibrios pues, de lo contrario, podría agravarse la crisis financiera actual. Asimismo, no debemos achacar esta situación a la integración global económica puesto que el proceso de globalización no tiene necesariamente que traducirse en desequilibrios de la balanza de pagos. Es decir, se

cree que las alteraciones o fallos en el mercado han sido los responsables de esta situación. Concretamente, estas alteraciones impiden ajustes en las balanzas de pagos incrementando las posiciones externas de aquellos Estados cuya actuación influye en la economía internacional y, así, se generan riesgos que pueden desembocar en una crisis financiera global.

Históricamente, los desequilibrios globales han sido consecuencia directa de la evolución de la cuenta corriente mundial. En este sentido, la práctica tradicional de compensar déficits y superávits se ha corrompido debido a los niveles tan elevados de déficit y superávit, generando una situación persistente de desequilibrios en el conjunto de la economía mundial. Por ello, en principio, la presencia de déficits y superávits en la cuenta corriente de un país no es alarmante. Sin embargo, cuando estos son consecuencia de un excesivo ahorro, orientado a invertir en países extranjeros, o políticas fiscales significativamente expansivas, pueden ser motivo de preocupación (Canals, 2018).

Por lo tanto, podemos concluir que existen diferentes perspectivas sobre como influyeron los desequilibrios globales en la crisis financiera global, tanto a favor como en contra. A continuación, basándonos en distintos indicadores según el tema a tratar, analizaremos como se han defendido o criticado las consecuencias y causas de esta crisis financiera. Concretamente, estudiaremos tres perspectivas distintas: Bretton Woods II, *Saving Glut* y la escasez de activos financieros seguros.

1.1 *Bretton Woods II*

Tras la segunda guerra mundial y el sistema económico internacional tratando de recuperarse, los líderes mundiales buscaban la forma de reconstruir sus economías. Por ello, entre los años 1944 y 1971, 44 naciones firmaron los acuerdos de Bretton Woods. Estos, constituían un conjunto de modificaciones del sistema financiero y comercial entre los Estados más influyentes de la época, cuyo propósito era incrementar y encauzar las relaciones comerciales entre países y, además, dar estabilidad a los mercados.

Concretamente, se crearon las instituciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial. Asimismo, los acuerdos estipulados establecían, en esencia, que cada Estado debía incorporar una política monetaria consistente en mantener unos tipos de

cambio estables que pudieran ajustarse de acuerdo con el dólar, la moneda de referencia cuyo valor estaba referido al oro.

Durante este periodo de tiempo, con el dólar como moneda de reserva, Estado Unidos se benefició de una gran financiación que le permitió incurrir en déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos nacional (Crespo Ruiz de Elvira & Steinberg Wechsler, 2005). Sin embargo, debido al crecimiento exponencial de la especulación en Estados Unidos y la excesiva liquidez del dólar, aumentó la desconfianza en la moneda y se tuvo que eliminar como moneda de referencia al no poder mantener su convertibilidad en oro. Como consecuencia, el dólar se depreció respecto de las monedas de aquellos países que en los últimos años se habían beneficiado del auge de la demanda estadounidense, esto es, el yen y el marco alemán (De la Dehesa Romero, 2009).

Años más tarde, entorno a 2003, sin acuerdos vinculantes como en el caso anterior, la situación de los mercados financieros internacionales sugería la existencia de un acuerdo informal no regulado con características muy similares al contexto del cual nació Bretton Woods, por ello, esta situación se denominó Bretton Woods II (Dooley, Folkerts-Landau, & Garber, 2003). Asimismo, se hace referencia al mismo como Bretton Woods del Pacífico, el equilibrio del terror financiero (Summers, 2004) o como codependencia financiera (Mann, 2004).

Concretamente, se trata de una relación no regulada e interdependiente entre los sistemas financieros globales que permiten establecer una coordinación entre los distintos niveles de tipos de cambio. Como resultado, Estados Unidos pudo actuar como motor económico mundial, financiando su gasto con deuda extranjera que se tradujo en un incremento del déficit de su cuenta corriente. Por el contrario, el resto de los países que se lucraban de las exportaciones realizadas Estados Unidos, financiaban el déficit comercial estadounidense mediante la acumulación de reservas en dólares (Crespo Ruiz de Elvira & Steinberg Wechsler, 2005). En este sentido, las economías asiáticas, las cuales se lucraban en una mayor medida, se centraban en aplicar políticas monetarias que mantuviesen un tipo de cambio devaluado con respecto al dólar y poder mantener así la competitividad del valor de su moneda en el mercado (De la Dehesa Romero, 2009).

Por otro lado, los bancos centrales de los distintos Estados, en su mayoría asiáticos, para evitar la apreciación de su moneda con respecto del dólar, incrementaron las reservas nacionales denominadas en dólares. En este sentido, si el dólar caía, los bancos centrales registrarían significativas pérdidas de capital (Crespo Ruiz de Elvira & Steinberg Wechsler, 2005). Como ejemplo, a finales de 2005 las reservas de los bancos centrales asiáticos registraban 2,78 mil millones de dólares, es decir, cerca de un 75% del total (Setser & Roubini, 2005).

Asimismo, la rápida y elevada acumulación de reservas denominadas en dólares supuso la puesta en práctica de medidas esterilizantes de algunos países como India, Corea o China, con la intención de no perder competitividad en las exportaciones del país por culpa de la apreciación de la moneda local con respecto del dólar y, además, combatir las presiones inflacionistas (Crespo Ruiz de Elvira & Steinberg Wechsler, 2005). También, países como Japón, aplicaron una política contraria, focalizándose en luchar contra la creciente deflación (Higgins & Klitgaard, 2004). No obstante, estas medidas esterilizantes, independientemente de su objetivo, incrementaron su coste a medida que lo hacían las reservas, provocando la aparición de presiones inflacionistas.

Asimismo, el elevado ritmo de gasto de Estados Unidos pudo ser mantenido gracias a la financiación recibida de los bancos centrales asiáticos, haciendo que el déficit de su cuenta corriente en la balanza de pagos incrementara. En este sentido, gracias a la participación de dichos bancos centrales en los mercados cambiarios y a los bajos tipos de interés pese al elevado déficit público, las exportaciones de los países asiáticos continuaron creciendo al igual que las tasas de crecimiento de Estados Unidos y los países industrializados (Setser & Roubini, 2005).

Es decir, Estados Unidos actuó como motor económico de la economía mundial. Países en desarrollo, generalmente asiáticos, se beneficiaban de la creciente demanda de bienes de consumo e inversión a través de su exportación, implicando un incremento en el superávit por cuenta corriente del país exportador y, a su vez, del déficit por cuenta corriente de EE. UU (De la Dehesa Romero, 2009). En este sentido, debido a que la demanda de bienes se encontraba en aumento, los resultados de ambas cuentas también lo hacían a un ritmo muy significativo. Concretamente, si comparamos a Estados Unidos con China, el déficit comercial estadounidense en 2002 se encontraba en 103.000

millones de dólares, llegando a casi 270.000 millones dólares en 2008 (Steinberg Wechsler, 2010).

Todo ello, teniendo en cuenta que ningún Estado se encontraba sometido al cumplimiento de ningún acuerdo vinculante, por lo que esta situación perduraría en el tiempo hasta que alguno de los actores dejara de actuar en consonancia con lo anteriormente explicado. Así, además de un acuerdo informal, no existía una referencia directa entre el valor del dólar y el oro, por lo que no encontrábamos ninguna posición privilegiada de ningún país, siendo el valor de todas las monedas convertibles en oro. No obstante, de forma similar a lo ocurrido con el acuerdo Bretton Woods I, Estados Unidos pudo financiar su deuda con el exceso de ahorro de otras economías (Dooley, Folkerts-Landau, & Garber, 2003).

El elevado déficit por cuenta corriente que presentaba Estados Unidos, pese a descender entorno a los años 2008 y 2009 debido a la crisis financiera global, también tenía su origen en las medidas internas tomadas tanto por la Administración Bush como por la Administración Obama. Con relación al primero, Estados Unidos registró una notable bajada de impuestos a la vez que disminuyeron las tasas de ahorro de sus ciudadanos, lo cual, se sumó al significativo incremento del déficit público. En cuanto al segundo, el déficit se vio incrementado, por un lado, debido al coste implícito en la implementación de la reforma sanitaria aprobada y, por otro lado, debido a las políticas fiscales establecidas en 2009 para hacer frente a la crisis económica (Steinberg Wechsler, 2010).

1.1.1 Interdependencia financiera entre Estados Unidos y China

Si comparamos específicamente la situación macroeconómica que mantenía Estados Unidos con China, encontramos como, entorno a 2005, el primero acusó formalmente al segundo de implementar una política monetaria ilegal con relación al tipo de cambio para promocionar sus exportaciones. Esta corriente política, fue incentivada por un contexto de creciente inseguridad económica y posturas proteccionistas. Estas políticas, denominadas como *China-bashing*, se materializaron con la propuesta de la ley *Schumer-Graham* en el Congreso estadounidense, la cual pretendía imponer a las importaciones chinas una tasa impositiva del 27,5% (Steinberg Wechsler, 2010). No obstante, esta propuesta no se puso en práctica debido a que China consiguió que el tipo de cambio del yuan con respecto del dólar se apreciase lo suficiente entre los años 2005 y 2008.

En este sentido, también encontramos como el presidente de la Reserva Federal en 2005, Ben Bernanke, planteó la hipótesis conocida como *The Global Saving Glut*. Según esta, tal y como se expondrá a continuación, el exceso de ahorro de los países emergentes, China entre ellos, era la causa principal del incremento del déficit por cuenta corriente estadounidense (Bernanke, 2005). No obstante, con la caída de las importaciones debido a la preocupante recesión económica de la época, las medias y políticas proteccionistas disminuyeron en el Congreso estadounidense, llegando a situarse el déficit por cuenta corriente entorno al 3,50% (Steinberg Wechsler, 2010).

Pese a ello, como hemos introducido anteriormente, existía una preocupante interdependencia financiera entre los dos países, donde China registraba un creciente superávit por cuenta corriente frente a un déficit estadounidense cada vez mayor. China, pese a la apreciación del tipo de cambio de su moneda doméstica con respecto al dólar entre 2005 y 2008, mantuvo un valor fijo del tipo de cambio que benefició la acumulación de activos estadounidenses. Es decir, la intervención de las autoridades chinas permitió que el yuan no se apreciase y, con ello, se perdiera competitividad en sus exportaciones al incrementar el poder adquisitivo doméstico y, consecuentemente, las importaciones.

Esta relación financiera se manifestaba en el superávit por cuenta corriente chino que registró en 2008 un 9% con respecto del Producto Interior Bruto (PIB) nacional (Steinberg Wechsler, 2010). Esto, conllevó la entrada de capitales en China por parte de inversores extranjeros, como Estados Unidos. En consecuencia, el Banco Central chino, como explicábamos anteriormente con las estrategias esterilizantes de la mayor parte de países asiáticos, incrementó la acumulación de activos estadounidenses y las reservas denominadas en dólares, con la intención de que el incremento de la demanda de yuanes no apreciase la moneda doméstica.

Este contexto, en el cual Estados Unidos podía mantener unos tipos de interés bajos y actuar como principal potencia económica del mundo, mientras que China incrementaba sus exportaciones y a la vez acumulaba reservas denominadas en dólares, fue definido como el equilibrio del terror financiero por Lawrence Summers (Summers, 2004).

Concretamente, estableció que el Banco Central chino difícilmente permitiría que el valor del dólar cayese, probabilidad de la cual incrementaba a medida que lo hacía el déficit por cuenta corriente. Por ello, con tal de evitar las grandes pérdidas de capital que se desencadenarían de una caída significativa del valor del dólar en las reservas nacionales denominadas en dólares, seguirían financiando el déficit norteamericano. En consecuencia, los desequilibrios globales entre las economías de los distintos países serían cada vez más insostenibles (Summers, 2004).

1.1.2 Principales consecuencias

Encontramos una significativa discrepancia entre grandes autores de la época acerca de la sostenibilidad de este acuerdo informal en el tiempo. En primer lugar, encontramos aquellos que consideran sostenible esta relación de interdependencia financiera entre Estados Unidos y los países emergentes, en su mayoría asiáticos. Entre ellos, Ronald McKinnon (2009), quien afirmaba que el sistema monetario era estable y la hegemonía del dólar perduraría en el tiempo.

En este sentido, aunque careciendo de una conversión directa con el oro, si la Reserva Federal conseguía estabilizar el valor del dólar y, además, un nivel bajo de inflación, los países en desarrollo seguirían financiando el déficit por cuenta corriente estadounidense a base de la compra de activos en dólares (McKinnon, 2009).

En esta misma línea, encontramos a Michael P. Dooley, David Folkerts-Landau y Peter Garber (2003). Estos autores también afirmaban que el mercado financiero internacional sería dominado por Estados Unidos y los países asiáticos emergentes durante muchos años. Es decir, las relaciones entre estos Estados perdurarían en el tiempo, beneficiando a ambas economías y garantizando una relación comercial fructífera.

No obstante, tal y como ocurrió con el acuerdo Bretton Woods I, este contexto de interdependencia financiera sufre sus mismas consecuencias, determinadas por el Dilema de Triffin (1960). Este autor, afirmaba que el dólar sufriría una peligrosa caída en su valor debido a la pérdida de confianza depositada en la moneda. Esta, se deberá a la creciente acumulación de reservas denominadas en dólares en economías extranjeras.

Por ello, para evitar una salida en masa del sistema monetario internacional, Estados Unidos debería mantener la credibilidad de su moneda a base de reducir la liquidez global. Sin embargo, esto quebrantaría igualmente la sostenibilidad del sistema Bretton Woods II, pues perjudicaría al crecimiento económico de los países emergentes (Triffin, 1960). Es decir, este sistema era insostenible en el largo plazo.

En esta línea, encontramos autores que anticiparon y advirtieron de estas consecuencias en la economía internacional. Entre ellos, Michael Mussa (2004) y Peter G. Peterson (2004), quienes advirtieron de forma previa al estallido de la crisis financiera de 2008 de la insostenibilidad de esta relación financiera, tomando como referencia el déficit por cuenta corriente estadounidense.

Es decir, ambos defendían que Estados Unidos se encontraría en el largo plazo sin capacidad para hacer frente a las deudas mantenidas con el resto de los países emergentes y, en consecuencia, se deberían aplicar importantes reformas económicas para hacer frente a esta situación (Peterson, 2004) (Mussa, 2004).

Asimismo, destacan Maurice Obstfeld y Kenneth Rogoff (2004), quienes advirtieron de la alta probabilidad que existía de caer en una crisis financiera, la cual acabó explotando en 2008. Estos autores, a base de estructurar modelos económicos según las circunstancias internacionales existentes, advirtieron de que la caída del dólar sería la única salida para frenar el déficit por cuenta corriente estadounidense. Es decir, una disminución en el valor del dólar implicaría un descenso del consumo y, con ello, del déficit, no obstante, también iniciaría una grave crisis financiera.

Esta corriente pesimista sobre el futuro de la economía global también fue sustentada por William R. Cline (2005) y Fred C. Bergsten (2009). Ambos, debido al creciente déficit por cuenta corriente del país y el temor a una pérdida significativa de confianza en el dólar, coincidían en que Estados Unidos debía implementar una política fiscal que fortaleciese su posición económica a largo plazo en el contexto internacional. Además, señalaron que Estados Unidos debía cesar de fomentar el uso del dólar como moneda de reserva global, pues perjudicaría la reducción del nivel de deuda nacional.

En definitiva, los autores mencionados, entre muchos otros¹, coincidían en que esta situación de interdependencia financiera sería insostenible en el largo plazo. El incremento del déficit por cuenta corriente, de la mano del incremento de activos denominados en dólares en economías extranjeras, produciría un colapso del sistema financiero internacional en el largo plazo. En este sentido, las consecuencias principales se traducirían en un incremento del desempleo en los principales sectores industriales, un descenso en el valor del dólar y en las inversiones privadas y extranjeras, seguido de una pérdida de productividad; dando lugar a un significativo desajuste económico.

Es decir, como establecieron Altman (2009) y Steinberg (2008), con el estallido de la crisis financiera en 2008 y la consecuente recesión, se agravó el declive económico de Estados Unidos, beneficiando relativamente a los países emergentes. Esto es, debido a la globalización de la economía, los países más desarrollados se vieron más perjudicados en cuanto al crecimiento potencial de su economía que los emergentes.

En general, como se mencionó en el primer apartado, el desplome de la economía estadounidense debido a la caída del valor de dólar y el mercado de renta fija de letras del tesoro de EE. UU, se manifestó en un incremento de los tipos de interés y una bajada significativa en los precios de las viviendas y los activos financieros. Estos efectos, también fueron muy perjudiciales para la economía mundial, en especial, en los países emergentes pues no se pudo mantener el ritmo de las relaciones comerciales previas (De la Dehesa Romero, 2009).

1.2 The Global Saving Glut

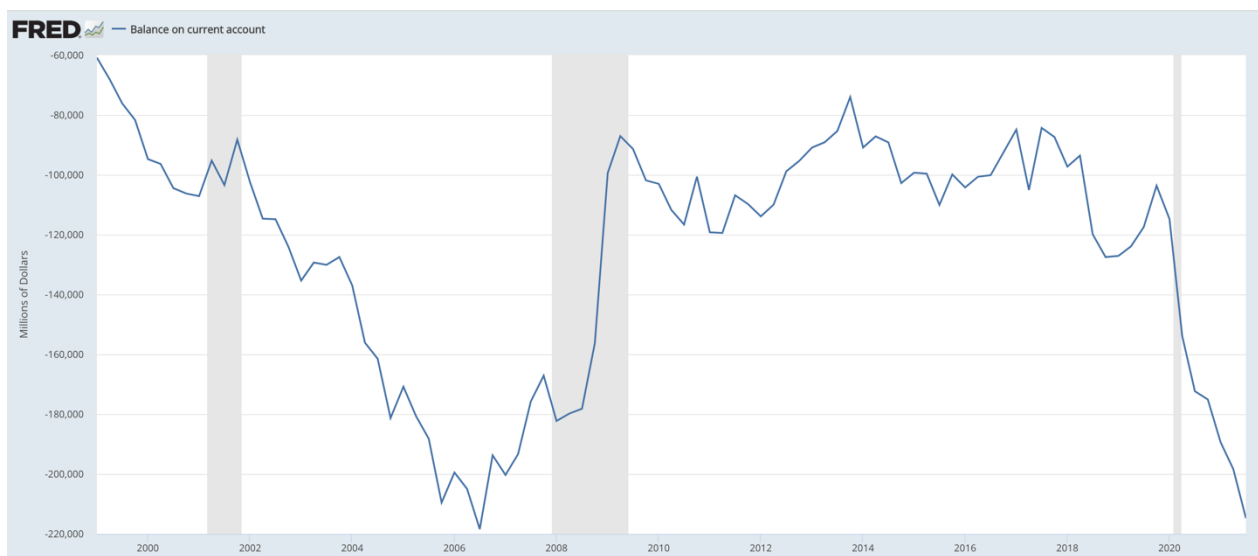
Otra perspectiva que valora la influencia de los desequilibrios globales como causa de la crisis financiera global es la conocida como *Saving Glut* o, también, el exceso de ahorro en países emergentes. Esta hipótesis fue principalmente defendida por Ben Bernanke en 2005, quién intentó explicar el motivo principal de por qué la balanza de pagos en cuenta corriente de Estados Unidos pasó a ser preocupantemente deficitaria a partir del año 2000 (Gráfico I). Generando una notable preocupación por los posibles efectos de corrección que podían tener lugar tanto a nivel nacional como internacional.

¹ Véase (Setser & Roubini, 2005), (Krugman, 2005a) y (Roach, 2004).

Esta alarmante situación se basaba en la idea de que el valor del dólar se encontraba a un nivel demasiado elevado, por lo que se entendía necesaria su devaluación. Esta apreciación del dólar nació del superávit continuado en la balanza de pagos de los países emergentes, el cual tenía su origen en el excesivo ahorro de dichos agentes.

Concretamente, Ben Bernanke especifica en un primer momento que esta situación de excesivo ahorro se originó debido a dos factores. Por un lado, la acumulación de reservas como medida de protección por parte de una población envejecida o con un crecimiento más lento de la población activa y, por otro lado, el incremento en el precio del petróleo, del cual se beneficiaron los países productores (Bernanke, 2005).

Gráfico I. Evolución del balance por cuenta corriente estadounidense (2000-2020).



Fuente: Oficina de Análisis Económico de EE. UU (2022). En millones de dólares americanos (las áreas sombreadas indican periodos de recesión económica).

Es decir, países desarrollados como Reino Unido, Estados Unidos o Australia, que se beneficiaban de su condición de prestamistas hacia otros países, pasaron a situarse en una condición deficitaria, necesitando de la financiación de países en desarrollo para mantener sus niveles de gasto. Por el contrario, muchos países emergentes, gracias a su nueva situación de superávit, consiguieron un amplio y notable crecimiento económico mediante el aumento de su capacidad financiera frente a la de otros países más desarrollados. Gracias a ello, se fortalecieron económicamente frente al resto del mundo

mediante la reducción de sus deudas con otros países, estabilizando el tipo de cambio y reduciendo el riesgo de colapso (De la Dehesa Romero, 2009).

En este sentido, un estudio general de la economía establecería que los países más desarrollados, debido a sus mercados de calidad, activos valiosos y excesos de ahorros, deberían poder financiar a aquellas naciones en desarrollo, cuyos mercados y activos son menos atractivos y, además, disponen de una capacidad menor de ahorro. Sin embargo, en esta ocasión, el flujo normal de la economía resulta desarrollarse de forma contraria. Los países más desarrollados se financian gracias a los excesos en los ahorros de los países emergentes, mejorando su calidad y nivel de vida y, son los países emergentes los cuales buscan una mayor rentabilidad por medio de la diversificación de sus ahorros invirtiéndolos en países más desarrollados.

Por todo ello, países desarrollados como Estados Unidos, observaron como nacía una gran oportunidad de financiación, la cual generó un incremento en el valor de los activos domésticos y una caída en sus tipos de interés, empujando al valor del dólar a apreciarse y, consecuentemente, a facilitar las importaciones y dificultar las exportaciones. En este sentido, al incrementar el precio de los activos, la sensación de riqueza de los ciudadanos también aumentó y, con ello, el aumento de la demanda; produciéndose una reducción en el ahorro. Asimismo, habiéndose reducido los costes de conseguir financiamiento, se fomentó tanto la innovación financiera, la cual buscaba lucrarse del aumento de capitales disponibles y aumentar el rendimiento de las inversiones, como la inversión en el mercado inmobiliario, que acabaría desembocando en las consecuencias de las hipotecas *subprime* (Oscátegui Arteta, 2015).

En un primer momento, se creyó que la causa principal de la crisis sería una drástica caída en el precio del dólar con la finalidad de estabilizar su valor debido a su notable apreciación en el corto plazo. Sin embargo, en ningún momento se creyó que se desencadenaría una crisis financiera a nivel global.

En este sentido, el antiguo presidente del Consejo de Gobernadores de la Reserva Federal de Estados Unidos, Ben Bernanke, creía que el superávit de la cuenta corriente de los países emergentes frente al déficit de los países más desarrollados (Tabla I) residía en que

los primeros pasaron a ofertar financiación económica a los últimos. Es decir, los países en desarrollo pasaron a ser ofertantes de fondos económicos.

Asimismo, con las tasas de interés a bajos niveles entorno al año 2000, la economía de los Estados Unidos se vio afectada por la caída de las acciones de las empresas tecnológicas y, las autoridades competentes, favorecieron la entrada de capitales en la economía doméstica para así incrementar el valor de sus activos y apreciar el tipo de cambio. Por ello, aun incrementándose la riqueza y el consumo de los ciudadanos, el ahorro disminuyó, al igual que las exportaciones, incrementándose el número de importaciones (Bernanke, 2005).

Por lo tanto, según este punto de vista, el déficit en la cuenta corriente de los países industrializados sería consecuencia del aumento del ahorro de los países emergentes y su interés en invertir en su economía doméstica. Concretamente, en EE. UU., este interés nace del bajo riesgo político, la alta productividad y el respeto a la propiedad privada, además del favorable ambiente regulatorio nacional (Bernanke, 2005).

Por otro lado, posteriormente al año 2000, con el incremento en el ingreso de capitales, los tipos de interés se vieron reducidos. En este sentido, los créditos hipotecarios fueron más asequibles y sus requisitos para su concesión menos estrictos, aumentando la demanda en el mercado inmobiliario y la inversión en el sector de la construcción (Bernanke, 2005). Asimismo, todos estos factores supusieron la caída en el ahorro interno de los países industrializados y, con ello, el déficit de la cuenta corriente nacional.

Sin embargo, posteriormente en el tiempo, el mismo Ben Bernanke de la mano de otros autores, añadieron ciertos matices a su razonamiento inicial. Por un lado, concretaron que el auge en la inversión dentro de la economía de EE. UU., se centró tanto en letras del tesoro, como en otros activos categorizados como seguros por las agencias de calificación competentes. Por otro lado, el incremento de capitales en la economía doméstica no solo provenía de los países emergentes productores de petróleo o con altos niveles de ahorro, sino también de aquellas economías, principalmente europeas, que no poseían un exceso de ahorro o una condición de superávit en su cuenta corriente. Asimismo, concluyen que, el deterioro en los criterios de concesión de créditos, la innovación financiera (en especial los activos con respaldo hipotecario), las carencias en la regulación y supervisión

financiera y los incentivos provenientes de las instituciones financieras estatales; fueron los factores principales que desataron la crisis financiera global. (Pounder DeMarco, Bernanke, Bertaut, & Kamin, 2011)

Tabla I. Balances por cuenta corriente globales (1980-2006).

Region	1980–1989	1990–1994	1995–1999	2000–2004	2005–2006
Current US billion dollars					
US	-77.8	-66.5	-178.4	-493.9	-824.1
Euro area	9.8	-24.8	59.7	27.7	-9.7
Japan	42.1	97.4	101.5	125.7	168.0
UK	-7.9	-21.8	-13.1	-30.7	-60.9
Australia and NZ	-10.6	-14.5	-20.5	-24.2	-50.5
China	-1.2	5.5	18.6	37.6	199.7
East Asia ^(a)	5.2	-1.4	20.1	82.4	110.8
Major oil exporters ^(b)	8.2	-32.4	16.6	121.0	368.5
Argentina and Brazil	-7.4	-4.5	-36.3	-6.4	18.2
Per cent of GDP					
US	-1.7	-1.0	-2.1	-4.6	-6.4
Euro area	0.2	-0.4	0.9	0.3	-0.1
Japan	2.1	2.4	2.3	2.9	3.8
UK	-0.9	-2.1	-1.0	-1.9	-2.6
Australia and NZ	-4.6	-3.9	-4.5	-4.2	-6.0
China	-0.3	1.4	1.9	2.4	8.1
East Asia ^(a)	0.4	-0.1	1.7	4.9	4.7
Major oil exporters ^(b)	0.8	-3.3	1.2	6.3	11.7
Argentina and Brazil	-2.3	-0.6	-3.4	-0.6	1.6

Fuente: Reserve Bank of Australia, IMF, IFS, WEO (2012). (a) Hong Kong, Indonesia, Malaysia, the Philippines, Singapore, South Korea, Taiwan, Thailand and Vietnam. (b) Algeria, Iran, Kuwait, Mexico, Nigeria, Norway, Russia, Saudi Arabia, the United Arab Emirates and Venezuela. En miles de millones de dólares americanos.

Con relación a las principales variaciones en la cuenta corriente de los distintos países a lo largo de la línea temporal desde 1980 a 2006, encontramos como, las diferentes dinámicas de ahorro y las distintas estrategias financieras, han derivado en situaciones de déficit o superávit para los principales países en desarrollo y desarrollados (Legg, Prasad, & Robinson, 2007).

Por un lado, destacan los países desarrollados como Australia y Reino Unido y la tendencia decreciente en el balance de su cuenta corriente, no obstante, sobre todos ello, destaca la situación de Estados Unidos, quien del periodo de 1999 a 2004 llega a cuadruplicar el valor de su déficit.

Por otro lado, podemos observar cómo tanto las cuentas corrientes de los países del este de Asia, como las de los principales productores de petróleo, además de algunos países de América Latina (Argentina y Brasil); es decir, aquellos países que entendemos como en desarrollo, registran una situación de superávit frente al resto de economías mundiales. En este sentido, esta condición se corresponde con lo expuesto previamente por la hipótesis del *Saving Glut* de Bernanke (2005).

Con relación a los principales países productores de petróleo, es decir, los países del Medio Oriente, Rusia o Nigeria, la causa principal del superávit de su cuenta corriente ha sido el aumento del precio del petróleo en el mercado, un bien escaso de primera necesidad. Estos, pese a algunas situaciones políticas internas que dificultan el crecimiento de algunos países como Venezuela, aprovecharon sus excedentes de capital para invertir en los mercados financieros extranjeros.

Asimismo, como hemos mencionado anteriormente, con carácter general los países en desarrollo solían financiarse a través de créditos concedidos por aquellos países más desarrollados y, a través de estos, conseguir avanzar lentamente en el crecimiento económico de la nación. No obstante, en muchas ocasiones la desconfianza depositada en el pago de las cuotas de estos préstamos supuso en numerosas ocasiones la subida de los tipos de interés y, con ello, la salida de capitales, la caída en los precios de los activos y la depreciación de la moneda. Es decir, desembocaba en una situación de recesión económica (Bernanke, 2005).

Por ello, muchos de estos países cambiaron de estrategias económicas, pasando a preferir exportar capital financiero y de crear reservas significativas de las monedas más estables y competitivas del mercado. En este sentido destaca China, la cual, bajo la incertidumbre de la llegada de una crisis financiera y pese a no necesitar económicamente crear dichas reservas de monedas extranjeras, ha conseguido situar a su economía como una potencia mundial.

Finalmente, como sabemos, debido a que el modelo tradicional de financiación entre países en desarrollo e industrializados se revertió, se generaron desequilibrios económicos. Provocando, en este momento, que los países emergentes superasen en el

crecimiento del PIB a los países industrializados. Asimismo, los tipos de interés, las primas de riesgo de las acciones cotizadas y las rentabilidades de las deudas, tanto gubernamentales como corporativas, sufrieron un fuerte descenso. Aunque, pese a ello, el rendimiento global de las acciones cotizadas incrementó, al igual que lo hizo la tasa global de retorno del capital (ROC) (Kevin & Broadbent, 2009).

1.3 Escasez de activos financieros seguros

La tercera teoría que vamos a analizar, ligada con las causas principales de la crisis financiera mundial y su relación con los desequilibrios globales, consiste en estudiar la escasez de activos financieros seguros disponibles para hacer frente a la creciente demanda del mercado. En este sentido, encontramos que este razonamiento se sitúa entre uno de los distintos factores macroeconómicos que causaron la crisis financiera de 2008 y la consiguiente recesión. Es decir, al igual que los crecientes desequilibrios por cuenta corriente en las balanzas de pagos de algunos países y las consecuencias de implementar una política económica centrada en mantener un nivel excesivamente bajo de los tipos de interés reales, la escasez de activos financieros seguros se enmarca como un factor determinante en las consecuencias económicas mundiales (De la Dehesa Romero, 2009).

Como hemos desarrollado en los dos apartados anteriores, entorno a finales del año 2007, encontramos países con unos niveles muy elevados de ahorro que se traducían en una acumulación significativa de reservas y, otros que registraban unos grandes niveles de inversión y consumo, elevando notablemente la deuda nacional. En este contexto, aquellos países emergentes que disponían de una elevada tasa de ahorro demandaban paulatinamente en mayor medida activos financieros líquidos y de bajo riesgo. No obstante, su oferta en el mercado financiero internacional era escasa.

Como establecía Ben Bernanke (2005), la búsqueda de activos líquidos y de bajo riesgo por parte de los países emergentes, por lo genera asiáticos, fue fruto del exceso de ahorro dentro de sus economías y su voluntad de encontrar un mercado donde acumular su riqueza. Consecuentemente, Estados Unidos, observó como los precios de su mercado inmobiliario ascendieron al igual que lo hicieron los valores de los mercados relacionados con los créditos hipotecarios.

En este sentido, si estos países con capacidad para realizar importantes inversiones en economías extranjeras pierden su interés en hacerlo, podrían cambiar de estrategia, invirtiendo en activos nacionales, lo que tendría un efecto devastador en aquellos países endeudados a los que prestaban financiación. Por otro lado, si estos últimos, con la finalidad de financiar sus operaciones comerciales, ofreciesen activos con alta calidad crediticia a precios relativamente elevados, el conjunto de inversiones internacionales se podría desestabilizar (De la Dehesa Romero, 2009).

Esto es, a los bajos tipos de interés real, causantes de la volatilidad en los precios de la materia prima y las hipotecas de alto riesgo, y a los desequilibrios por cuenta corriente de la balanza de pagos, se añade la inestabilidad de los mercados financieros. El exceso de demanda de los países emergentes con capacidad para invertir en economías extranjeras redujo los tipos de interés reales de los países desarrollados, implicando el nacimiento de peligrosas burbujas en los mercados inmobiliario y financieros.

En este sentido, autores como Ricardo J. Caballero, Emmanuel Farhi y Pierre-Olivier Gourinchas (2008), afirmaban que se estaban creando peligrosas burbujas de precios debido a la existencia de los tres factores principales a los cuales hemos hecho mención previamente. No obstante, hacen hincapié en la volatilidad de los precios de las materias primas, especialmente del petróleo, considerada como causa directa de su atractivo como activo en el mercado debido a la escasez de activos financieros seguros.

Concretamente, establecen que el valor de las materias primas se encuentra inversamente relacionadas con el valor de los activos financieros. Por lo tanto, no se deberían de reconocer como activos negociables en el mercado, puesto que un incremento en el valor de alguno de ellos tendría un efecto inverso en el otro. Esto, se debe al beneficio que implica la acumulación de materia prima como el petróleo, debido a los bajos tipos de interés reales y su influencia en el precio (Caballero, Farhi, & Gourinchas, 2008).

En definitiva, estos autores argumentaban que los desequilibrios económicos entre los países emergentes y productores de materias primas, y los países desarrollados como Estados Unidos, se debía a un nuevo patrón en los flujos de capital. Esto es, los primeros, en desarrollo y constante crecimiento, optaron por invertir sus beneficios adquiridos en los activos seguros y líquidos de Estados Unidos, puesto que eran los más atractivos frente

al ofrecido por otras economías. Los segundos, en cambio, al beneficiarse de esta relevante financiación, empeoraron sus mercados de crédito y financieros, contribuyendo a la creación de una burbuja de precios que, cuando colapsó, afectó a la economía global.

Por lo tanto, nos encontramos ante un contexto de una creciente demanda de activos financieros líquidos y de bajo riesgo por parte de los países emergentes, la cual posee una oferta muy limitada por parte de los países desarrollados. Como resultado, las burbujas de precios colapsaron, implicando una consecuente pérdida de confianza en los mercados financieros.

En esta línea, debemos destacar la burbuja de precios causada por la utilización de los créditos *subprime* como alternativa para hacer frente a la creciente demanda de activos financieros. Esto es, debido a la excesiva demanda de activos financieros y con la intención de llegar a cubrir la máxima posible, Estados Unidos ofertó productos financieros similares. La innovación financiera que nació en ese momento desembocó en un cambio de las estructuras y mercados financieros, empeorando su calidad e incrementando su riesgo.

Es decir, las autoridades estadounidenses crearon una serie de activos financieros garantizados con deuda de alta rentabilidad y riesgo muy elevado. Posteriormente, estos activos denominados como *subprime*, fueron categorizados por las agencias calificadoras de riesgo como activos de alta calidad crediticia y poco riesgo de impago (AAA). Asimismo, como consecuencia del incremento de su demanda en los países desarrollados, los tipos de interés cayeron, creando burbujas de precios principalmente en los mercados inmobiliario y financiero. Finalmente, a finales del año 2007, no se pudo mantener económicamente la dinámica ascendente de los precios y, en consecuencia, colapsó la economía y dio comienzo a una crisis financiera global (De la Dehesa Romero, 2009).

Finalmente, cabe destacar lo establecido por Daniel Gros (2009). El autor, establece que una de las causas principales del desajuste entre la oferta de activos financieros estadounidenses seguros y líquidos, y el exceso de su demanda por los países con exceso de ahorros, fue debido a una discordancia en los vencimientos de entre los activos ofertados y los demandados.

En este sentido, el exceso de gasto interno que dio lugar al enorme déficit por cuenta corriente en la balanza de pagos estadounidense pudo financiarse en parte gracias al incremento en la deuda hipotecaria del país. Por lo tanto, nos encontramos ante créditos hipotecarios generalmente concedidos a largo plazo que, con la innovación financiera, desembocó en la oferta adicional de activos. No obstante, esta oferta no obtuvo un respaldo en su demanda en el mercado financiero, puesto que los Bancos Centrales de los países emergentes con significativas cantidades de reservas denominadas en dólares, demandaban activos seguros y líquidos de corto y medio plazo. Es decir, existía la necesidad de cuadrar este desajuste temporal entre la oferta y la demanda de activos en el mercado (Gros, 2009).

2. Detractores sobre la influencia de los desequilibrios globales como causa de la crisis financiera global

Tras haber expuesto las principales perspectivas y enfoques de distintos autores acerca de los motivos desencadenantes y responsables de la crisis financiera global y su relación con los desequilibrios globales, encontramos posturas opuestas. En esta línea, enmarcamos a aquellos autores que defienden circunstancias distintas a las anteriormente expuestas como las desencadenantes de este colapso económico en cuestión, dejando los desequilibrios globales en un segundo plano. Por ello, trataremos de analizar y exponer cuales eran estas posturas y razonamientos opuestos a los desequilibrios globales, generalmente focalizados en problemas de matización de conceptos.

Principalmente, destaca el estudio de Claudio Borio y Piti Disyatat (2011), quienes se centraron en explicar cómo los desequilibrios en la cuenta corriente de entre Estados Unidos y países emergentes como China, no consiguen mostrar y estudiar todos los movimientos de capital entre países, es decir, los de carácter interno. En este sentido, establecen que no debemos focalizarnos únicamente en los flujos externos de capital, sino también en aquellos que ocurren dentro del espacio nacional, todo ello con la finalidad de averiguar cuáles fueron los patrones de actividad financiera predominantes antes de la crisis financiera y, así, adecuar el conocimiento disponible sobre los desequilibrios globales.

En el artículo mencionado, ambos autores resaltaron como las entradas y salidas de capital de carácter global, denominadas como flujos brutos de capital, crecieron del 10% del PIB mundial en 1998 al 30% en 2007, como resultado de la actividad de economías desarrolladas principalmente. Asimismo, centrándonos en Estados Unidos, las entradas y salidas de flujos brutos de capital crecieron notablemente los años próximos a la crisis, evidenciando la entrada de inversiones extranjeras y, a su vez, la salida de inversiones por parte de los residentes del país. En este contexto, debemos destacar que los principales flujos brutos de capital que entran a Estados Unidos provienen del sector privado, títulos distintos a las letras del tesoro (Lara Cortés, 2012).

Geográficamente hablando, se destaca que Europa y, en especial Reino Unido, fue el agente más importante en las entradas de capital en Estados Unidos durante casi todo el año 2007. Además, se resalta que casi la mitad de los poseedores extranjeros de títulos estadounidenses antes de la crisis tenían su residencia en Europa, reafirmando la importancia de este país para los inversores europeos. En cuanto a la posición de los inversores chinos y japoneses, también reflejaban una cantidad importante representada principalmente en el aumento de las reservas internacionales (Lara Cortés, 2012).

Finalmente, debemos destacar como, según los balances consolidados trabajados por ambos autores, el *stock* de las obligaciones extranjeras de los bancos creció de 10 a 34 trillones de dólares desde el año 2000 a 2007. En ellas, se puede destacar como los bancos europeos tuvieron un papel principal en este crecimiento de la banca mundial.

Por todo ello, podemos deducir que los principales agentes de los flujos financieros hacia Estados Unidos residen en las economías más avanzadas, especialmente Europa. Es decir, se cuestiona el protagonismo de las cuentas corrientes como factores determinantes en la determinación de los flujos financieros antes de la crisis y, con ello, la responsabilidad de las economías emergentes. Consecuentemente, se resalta que, si únicamente se analizan las cuentas corrientes de estos países se estarían olvidando de analizar aspectos importantes de los movimientos de capital, como son las obligaciones de los bancos estadounidenses con no residentes o la compra de valores por parte extranjeros. Desde esta perspectiva, parecería que el papel de las economías emergentes, financiando el déficit por cuenta corriente estadounidense y provocando un incremento en el

otorgamiento de créditos (*subprime*), carecería de ser muy relevante en el análisis de las causas de la crisis financiera global (Lara Cortés, 2012).

En esencia, Borio y Disyatat hacen hincapié en analizar el funcionamiento de los sistemas económicos internacionales, es decir, creen que no se debería de tener en consideración el balance por cuenta corriente para analizar el impacto de los desequilibrios globales en la economía. Esto, se debe a que su análisis no proporcionaría información significativa sobre si, un país que está en situación de déficit o superávit tuviese problemas económicos internos, ya que no se reflejaría cómo se financia el país en cuestión. Por lo tanto, se propone servirse del sistema monetario y financiero internacional (Borio & Disyatat, 2011).

Asimismo, hacen una mención especial sobre las contradicciones que se generan al analizar el funcionamiento de la financiación de los distintos países, cuando no se tienen en cuenta las diferencias entre los tipos de interés de mercado y el tipo de interés real. Esto es, el primero se basa en un conjunto de expectativas relacionadas con el devenir de los tipos de interés impuestos por el banco central, las expectativas del mercado o la prima de riesgo, mientras que el segundo se basa en factores reales, como es el equilibrio entre el ahorro y la inversión. Así pues, el debate existente previo a la crisis acerca de ambos tipos de interés, podrían haber influido en el crecimiento significativo de los créditos y los activos de la economía mundial (Borio & Disyatat, 2011).

Por lo tanto, ambos autores concluyen que las burbujas de precios causadas por la crisis financiera fueron consecuencia de la excesiva elasticidad del sistema monetario y financiero internacional previo a la misma. Esto, reflejó una significativa ineficacia por parte de las autoridades reguladoras del mercado pues, una vez reconocido el problema, carecían de fuerza suficiente en el mercado para implementar las medidas correctoras necesarias (Borio & Disyatat, 2011).

Finalmente, existen autores que defienden un análisis global de las causas de la crisis financiera y la influencia de los desequilibrios globales. Es decir, un estudio desde la perspectiva del balance por cuenta corriente y, al mismo tiempo, del sistema monetario y financiero internacional. Entre ellos destacan Barry Eichengreen (2009) y Lane y Milesi-Ferretti (2008).

CAPÍTULO III: ANÁLISIS Y DISCUSIÓN SOBRE LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES Y SU INFLUENCIA EN LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL

En este capítulo, una vez expuestas y analizadas las principales hipótesis acerca de la influencia de los desequilibrios globales como causa protagonista de la crisis financiera global, procederemos a exponer qué postura nos ha resultado ser la más acertada y completa. En este sentido, para poder justificar nuestro razonamiento, expondremos previamente aquellos aspectos en los que ambas corrientes, tanto a favor como en contra, confluyen.

I. ASPECTOS COMUNES

Así pues, en primer lugar, podemos afirmar que, de forma previa al comienzo de la crisis, ambas posturas afirman la existencia de insostenibles y preocupantes burbujas de precios en los mercados inmobiliario y financiero. En este sentido, la tendencia creciente en los niveles de los precios de ambos mercados comenzó a ser preocupante cuando la situación escapaba del control o de la regulación de los gobiernos, pues la única solución posible fue el estallido de dicha burbuja, repercutiendo duramente contra la economía global.

Este impacto, fue consecuencia directa de la pérdida de confianza en los mercados por parte de los inversores, quienes, hasta ese momento, mediante la especulación de los distintos activos, habían causado el incremento de sus precios alejándolos de su verdadero valor. Por ello, cuando comienza a disminuir su demanda en el mercado, los precios se involucraron en una preocupante dinámica descendente.

En segundo lugar, destaca la insostenibilidad en el largo plazo del déficit presente en la cuenta corriente de la balanza de pagos de Estados Unidos. El nivel de endeudamiento del país y la velocidad de su incremento, han repercutido negativamente a la estabilidad económica mundial. Esto, se debe principalmente a la incertidumbre que nace del desconcierto sobre la capacidad de saldar dicha deuda en algún momento en el futuro. Concretamente, en los mercados se representa a través de un descenso en los niveles de inversión y consumo, provocando una desconfianza generalizada y un fuerte impacto económico.

Esto se relaciona con el tercer y último punto en común entre ambas corrientes, sobre la necesidad de financiación de los países desarrollados. Es decir, los recursos económicos comenzaron a variar su dinámica tradicional de financiación hacia las economías emergentes, por parte de los países desarrollados. Esto, se reflejó con el incremento del déficit por cuenta corriente en países como Estados Unidos y del superávit de países como China.

Por lo tanto, apareció un cambio en la relación global de las economías, donde los países en desarrollo ya no dependían de las actuaciones y decisiones de los países desarrollados y, estos últimos, perdían su dominancia e influencia en la economía mundial debido a la necesidad de financiación extranjera. No obstante, a lo largo del capítulo anterior hemos podido observar como algunos autores, como Ben Bernanke (2005), se han servido de esta circunstancia como suficiente para justificar el comienzo de la crisis financiera y, otros autores, lo han complementado con otros factores determinantes.

II. HIPÓTESIS DEL EXCESO DE CRÉDITO Y FALTA DE REGULACIÓN

Entrando a valorar la hipótesis más adecuada que justificaría el inicio de la crisis financiera global, de entre todas las posturas y corrientes resaltadas a lo largo del capítulo anterior, considero que esta no se encuentra determinada exclusivamente por una única teoría expuesta por un autor determinado. Es más, entiendo que se debe encontrar estrechamente relacionada con tres factores esenciales, introducidos por distintos autores en momentos diferentes: la falta de regulación, la creciente deuda de las principales economías del mundo y la expansión en la concesión de créditos.

En esta línea, encontramos la postura de Adrian y Shin (2009), quienes encontraban especial importancia en el crecimiento de la concesión de créditos internos y externos como una de las causas detonantes de la crisis financiera. Estos, resaltaron como el papel tradicional de concesión de créditos protagonizado por los bancos, pasó a estar en manos de los mercados de crédito especializados en los procesos de titulación. Asimismo, afirmaban que las crisis financieras tienden a estar precedidas por altos niveles de apalancamiento. Es decir, con el incremento de las hipotecas *subprime* y, como defendía Bernanke, con el incremento de la deuda pública y de los desequilibrios globales, se detonó la crisis financiera.

Además, con relación al incremento del apalancamiento, defendieron que derivaba en un auge en la concesión de créditos, puesto que, al incrementar los fondos de la institución, se necesitarían nuevos acreedores. Esta práctica, conlleva a que las exigencias crediticias disminuyesen al mismo tiempo que lo hacían los acreedores con menos riesgo del mercado. En suma, con el incremento del apalancamiento, se necesitaban nuevos acreedores a los cuales prestar dinero a cambio de activos. No obstante, estos servían para aumentar el apalancamiento y maximizar los beneficios de la institución (Adrian & Shin, 2009).

De forma similar, encontramos a Reinhart y Rogoff (2009), quienes sostenían que los predictores de crisis financieras más apropiados son el incremento del crédito doméstico y la apreciación real de la moneda. El primero, representa un incremento del nivel de apalancamiento y, el segundo, una reducción en la competitividad dentro del mercado internacional. En este sentido, los países con un elevado nivel de crédito, con carácter general, sufrirán una apreciación real de la moneda doméstica, siendo en última instancia más susceptibles a una crisis financiera.

Asimismo, ambos autores señalaban la importancia de tener en consideración la relación entre las crisis bancarias y las soberanas, manifestadas a través del incremento del gasto fiscal, focalizado en salvar al sistema financiero, y la reducción en la recaudación debido a la consecuente crisis económica. Finalmente, destacaban la figura de los bancos centrales como prestamistas últimos en escenarios de crisis bancarias, cuya actuación debería centrarse en mantener el valor del tipo de cambio adecuado. Estos, deberán actuar sin olvidarse de que sus decisiones podrán repercutir en los niveles de inflación y, consecuentemente, reducir la capacidad de pago de la deuda soberana (Reinhart & Rogoff, 2009).

Por otro lado, Shin (2012) defiende que la cuenta corriente de la balanza de pagos no aporta tanta información como los flujos brutos de capital, los cuales tienen en consideración el conjunto de los activos y pasivos de un país. En esta línea, resalta el incremento de la presencia de los bancos europeos en la economía estadounidense a través de la adquisición de activos financieros. Estos, beneficiándose de la escasa regulación bancaria comunitaria y la creación del euro, consiguieron expandir su capacidad bancaria.

Por todo ello, hace referencia a la existencia de un *bankin glut* en oposición al *saving glut* anteriormente explicado, cuyo objeto de estudio se centraba en la compra de activos financieros estadounidenses por parte de economías emergentes.

Así pues, debemos destacar a Obstfeld (2012), quien mantuvo una postura cercana a lo establecido por Reinhart y Rogoff (2009) y Shin (2012). Con relación al primero, coincidía en que las probabilidades de una futura crisis financiera se relacionaban estrechamente con los incrementos en la disponibilidad de crédito de la economía de un país. En cuanto al segundo, defendía que los desequilibrios globales y, en especial, la hipótesis del exceso de ahorro, no fueron el origen de la crisis financiera global. Es más, establecía que la causa principal fue la falta de regulación y supervisión legal en el sector financiero.

Otros autores, como Acharya (2009) o Shiller (2008), ofrecían un punto de vista que relacionaba el estallido de la burbuja de precios del sector inmobiliario con el incremento de la concesión de créditos, como causas principales del inicio de la crisis financiera global. En este sentido, ambos autores señalan como de forma previa al comienzo de la crisis financiera, los créditos hipotecarios concedidos a las familias estadounidenses crecieron drásticamente, aumentando el apalancamiento y repercutiendo en un incremento del precio de las viviendas. Como consecuencia, el principio de la caída del mercado inmobiliario provocó el derrumbe del mercado de las hipotecas *subprime*, concedidas bajo la confianza de las instituciones de que los precios de las viviendas continuarían subiendo y, con ellos, sus beneficios.

De lo anteriormente expuesto, podemos afirmar que la crisis económica financiera global se inició con el estallido de la burbuja de precios del sector inmobiliario, desencadenado por prestamistas de hipotecas especialmente agresivos, prestatarios tolerantes y evaluadores sumisos. Todos ellos, bajo las expectativas de un mercado que continuaría su tendencia alcista en el largo plazo. Es decir, como detonantes de la crisis financiera encontramos el exceso de créditos, la falta de regulación y, asimismo, el optimismo alejado de la realidad generado por la burbuja financiera (Shiller, 2008).

Asimismo, podemos relacionar la falta de regulación, la creciente deuda de las principales economías del mundo y la expansión en la concesión de créditos, con autores que se

posicionaron tanto a favor como en contra de la influencia de los desequilibrios globales como detonantes de la crisis financiera global. En este sentido, destacan Pounder DeMarco, Bernanke, Bertaut y Kamin (2011), al igual que Borio y Disyatat (2011).

En cuanto a los primeros, todos ellos a favor de la hipótesis defensora de las consecuencias económicas implícitas por los desequilibrios globales, realizaron una corrección de la teoría inicial del *Global Saving Glut* propuesta por Ben Bernake en 2005. En ella, como hemos mencionado en el capítulo anterior, se hacía referencia a la influencia de economías europeas carentes de una condición característica de superávit en su cuenta corriente o un exceso de ahorro, en el incremento de capitales de la economía doméstica estadounidense. Asimismo, resaltan entre otros, el deterioro en los criterios de concesión de créditos y las carencias en la regulación y supervisión financiera, como factores muy influyentes en el inicio de crisis financiera global. Por todo ello, podemos afirmar que estos autores defendían los tres conceptos esenciales expuestos a lo largo del presente capítulo.

Asimismo, con relación a Borio y Disyatat, ambos autores defendieron que, para analizar este problema financiero, debíamos centrarnos en estudiar los flujos brutos de capital. Es decir, las entradas y salidas de capital de carácter global, y no únicamente la cuenta corriente de la balanza de pagos. En este sentido, las economías europeas fueron uno de los agentes más importante en las entradas de capital en Estados Unidos durante casi todo el año 2007. Asimismo, resaltan la ineficacia por parte de las autoridades reguladoras del mercado, las cuales no implementaron medidas correctoras adecuadas a la inestabilidad económica del momento.

CAPÍTULO IV: CONCLUSIONES

Como hemos resaltado a lo largo del trabajo, la crisis financiera global supuso la caída del sistema financiero a nivel mundial, la cual tuvo dramáticas repercusiones para la economía y la sociedad internacional. En este sentido, actualmente continuamos sufriendo y luchando contra muchos de sus efectos.

Así pues, el objetivo del trabajo ha sido estudiar y analizar la influencia de los desequilibrios globales como detonantes de la crisis financiera global. Para ello, hemos examinado y estudiado las distintas hipótesis y enfoques que se han desarrollado en la literatura especializada, centrándonos en aquellas investigaciones que aportaban un mayor valor al contenido del trabajo.

Consecuentemente, nos hemos centrado principalmente en dos corrientes bien diferenciadas, aquellas posturas a favor de la influencia de los desequilibrios globales como detonantes de la crisis financiera global y, aquellas hipótesis en contra de este fenómeno. Ambas, nos han permitido ampliar los conocimientos relacionados con las causas detonantes de la crisis financiera global y, al mismo tiempo, trasladar a la realidad económica actual, sus posibles consecuencias.

Este estudio, sobre las causas y factores detonantes de este colapso financiero en cuestión, ha permitido observar cómo deberían de actuar económicamente los distintos Estados del mundo. Es decir, con el objetivo de evitar la repetición de este acontecimiento en el futuro y lograr una recuperación económica próspera en el menor plazo de tiempo posible, los distintos agentes del mercado internacional han de estimar y evaluar la importancia de las situaciones expuestas en este trabajo. Concretamente, valerse de las deducciones e investigaciones realizadas desde el inicio de la crisis financiera global y, así, tomar las decisiones correctas en función del estado del sector financiero frente a la evolución de futuros desequilibrios globales.

Personalmente, en cuanto a las hipótesis tanto a favor como en contra de los desequilibrios globales como causa de la crisis financiera global, las teorías que se posicionan en su contra son aquellas que, a mi juicio, representan mejor la realidad económica. En este sentido, las corrientes en contra de este fenómeno se apoyan y defienden a través de datos

y referencias más representativas de la actualidad financiera que las posicionadas a favor. Esto es, los primeros se basan en información más completa, como son los flujos brutos de capital, y, asimismo, realizan un estudio más detallado del comportamiento de inversores y sistemas económicos y financieros. Todo ello, permite obtener más información, útil para determinar los errores cometidos y sus consecuencias, para así plantear las soluciones que se estimen oportunas.

En esta línea, uno de los principales aspectos en los que se apoyan las corrientes en contra de los desequilibrios globales como causa del inicio de la crisis financiera global, se enfoca sobre el cambio del flujo tradicional de los recursos económicos. Esto, se puede observar en como, por un lado, los países emergentes han ganado un mayor poder de mercado y presencia internacional, disminuyendo su dependencia de las economías más desarrolladas. Por otro lado, las principales potencias mundiales han visto su influencia económica reducida y, con ella, su poder de decisión. Todo ello, es reflejo tanto del déficit por cuenta corriente presentado en las economías desarrolladas, como del esfuerzo y trabajo de las economías emergentes por ganar autonomía en el mercado internacional.

Asimismo, el déficit por cuenta corriente presentado en la balanza de pagos de economías desarrolladas como la estadounidense debe de ser un problema sobre el cual actuar en el medio o largo plazo, con la finalidad de frenar su tendencia ascendente. Esto es, el incremento del nivel del déficit nacional ha provocado distintos efectos negativos en la economía internacional. En primer lugar, ha implicado la inestabilidad económica global, además de la inseguridad de sus mercados e insatisfacción social. En segundo lugar, ha aumentado su dependencia con respecto al comportamiento de las economías emergentes, al necesitar financiación exterior. Finalmente, ha debilitado la confianza depositada en sus mercados por parte de los inversores y, con ella, su competitividad.

Por otro lado, debemos destacar, como uno de los factores determinantes de la crisis financiera global, la falta de regulación y supervisión legal. Tras la revisión, análisis y contraste de la literatura, gran parte de esta coincide en determinar la insuficiencia de la actuación legal dentro del sector financiero, como una práctica determinante en el colapso económico padecido. Asimismo, podemos afirmar que los Estados deberían de contar un mayor control legal de sus mercados, en especial del sector financiero. Esto,

proporcionaría una significativa estabilidad económica, mejorando la confianza de los inversores y limitando las ineficiencias del mercado.

Actualmente, la crisis financiera global es el origen de numerosos conflictos y controversias económicas y sociales. Los Estados debemos valernos de las herramientas y conocimientos de las que disponemos para aprender de los errores y prevenir su reincidencia. En este sentido, se deben fortalecer internamente los recursos y capacidades de cada una de las economías para mantener una posición competitiva en el mercado y, al mismo tiempo, mejorar aquellos sectores en los que se debilita la economía. Siguiendo esta dinámica, evitando agravar o generar desequilibrios globales, se pueden solucionar relevantes problemas que padece la economía actualmente.

BIBLIOGRAFÍA

- Acharya, V., Philippon, T., Richardson, M., & Roubini, N. (2009). The Financial Crisis of 2007-2009: Causes and Remedies. *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 18(2), 89-137.
- Adrian, T., & Shin, H. S. (2009). The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation. *Financial Stability Review*, 13.
- Altman, R. C. (Febrero de 2009). The Great Crash, 2008: A Geopolitical Setback for the West. *Foreign Affairs*, 88(1), 2-14.
- Álvarez, N., & Medialdea, B. (Enero de 2009). Financiarización, crisis económica y socialización de las pérdidas. *Viento Sur*(100), 21-32.
- Bergsten, F. C. (Diciembre de 2009). The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis. *Foreign Affairs*.
- Bernanke, B. (Abril de 14 de 2005). The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. *Homer Jones Lecture*.
- Borio, C., & Disyatat, P. (May de 2011). Global imbalances and the financial crisis: Link or no link? *Bank of International Settlements Working Papers*(346), 1-43.
- Caballero, R., Farhi, E., & Gourinchas, P. –O. (2 de Septiembre de 2008). Financial "Whac-a-Mole": Bubbles, Commodity Prices and Global Imbalances. (D. W. Elmendorf, N. G. Mankiw, & L. H. Summers, Edits.) *Brooking Papers on Economic Activity*.
- Calvo Hornero, A. (Enero de 2008). The Crises of Subprime Loans and the Risk of a Credit Crunch. *Revista de Economía Mundial*(18), 195-204.
- Canals, C. (18 de octubre de 2018). El papel de los desequilibrios globales 10 años después. *CaixaBank Research*, 1-2. Obtenido de CaixaBank Research: <https://www.caixabankresearch.com/es/papel-desequilibrios-globales-10-anos-despues>
- Cardim de Carvalho, F. (2008). Entendendo a Recente Crise Financeira Global . *Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (IBASE)*, 1-5.
- Cline, W. R. (Septiembre de 2005). *The United States as a Debtor Nation*. Washington, DC.: Institute for International Economics.
- Conley, P. (4 de marzo de 2021). *Collateralized Debt Obligations and the Credit Crisis*. Obtenido de The Balance: <https://www.thebalance.com/cdos-credit-crisis-417122>

- Crespo Ruiz de Elvira, C., & Steinberg Wechsler, F. (Diciembre de 2005). Interdependencia financiera global: equilibrios múltiples en Bretton Woods II. *Tribuna de Economía (ICE)*(827), 279-291.
- De la Dehesa Romero, G. (2009). *La primera gran crisis financiera del siglo XXI*. Madrid: Alianza Editorial, S.A.
- Diaz, N. (2 de Julio de 2021). *Crisis sistémica*. Obtenido de Economipedia: <https://economipedia.com/definiciones/crisis-sistemica.html>
- Dooley, M. P., Folkerts-Landau, D., & Garber, P. (Septiembre de 2003). An Essay on the Revived Bretton Woods System. *National Bureau of Economic Research*.
- Eichengreen, B. (18 de Octubre de 2009). The Financial Crisis and Global Policy Reforms. *Asia Economic Policy Conference*, 229-334.
- Gallant, C. (15 de Diciembre de 2021). *What Is Securitization?* Obtenido de Investopedia: <https://www.investopedia.com/ask/answers/07/securitization.asp>
- Gros, D. (11 de junio de 2009). Global imbalances and the accumulation of risk. *Centre for European Policy Studies*(189), 2-6.
- Hera, R. (11 de Mayo de 2010). *Forget About Housing, The Real Cause Of The Crisis Was OTC Derivatives*. Obtenido de Business Insider: <https://www.businessinsider.com/bubble-derivatives-otc-2010-5>
- Higgins, M., & Klitgaard, T. (Octubre de 2004). Reserve Accumulation: Implications for Global Capital Flows and Financial Markets. *Current Issues in Economics and Finance*, 10(10), 1-8.
- Kevin, D., & Broadbent, B. (27 de Mayo de 2009). The Savings Glut, the Return on Capital and the Rise in Risk Aversion. *Goldman Sachs Global Economics Paper*(185).
- Krugman, P. (12 de Agosto de 2005a). Safe as Houses. *The New York Times*.
- Krugman, P. (2009). *El Retorno de la economía de la depresión y la crisis actual*. Barcelona: Critica.
- Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (enero de 2008). The Drivers of Financial Globalization. *American Economic Review: Papers and Proceedings*, 98(238), 327-332.
- Lara Cortés, C. (2012). Buscando las causas del colapso del comercio mundial: ¿Los desequilibrios globales? En C. Silva Flores, C. Lara Cortés, & J. Estay Reyno, *El neoliberalismo y su crisis. Causas, escenarios y posibles desenvolvimientos*. (págs. 68-76). Santiago de Chile.

- Legg, A., Prasad, N., & Robinson, T. (Diciembre de 2007). Global Imbalances and the Global Saving Glut – A Panel Data Assessment. *Reserve Bank of Australia*, 5-25.
- Mann, C. L. (Julio de 2004). Managing Exchange Rates: Achievement of Global Rebalancing or Evidence of Global Co-dependency? *Business Economics*, 20-29.
- McKinnon, R. I. (2009). U.S. Current Account Deficits and the Dollar Standard's Sustainability: A Monetary Approach. En E. Helleiner, & J. Kirshner, *The Future of the Dollar* (págs. 45-68). Cornell University Press.
- Menezes Ferreira Junior, V., & Rodil Marzábal, Ó. (2012). La crisis financiera global en perspectiva: génesis y factores determinantes. *Revista de Economía Mundial*(31), 199-226.
- Mussa, M. (2004). Exchange rate adjustments needed to reduce global payments imbalance. *The Impact of a Major Dollar Realignment*, 113-138.
- Obstfeld, M. (2012). Financial Flows, Financial Crises, and Global Imbalances. *Journal of International Money and Finance*, 31(3), 469-480.
- Obstfeld, M., & Rogoff, K. (Octubre de 2004). The Unsustainable US Current Account Position Revisited. *NBER Working Paper Series*(10869).
- Orlowski, L. T. (18 de Diciembre de 2008). Stages of the 2007/2008 Global Financial Crisis is There a Wandering Asset-Price Bubble? *The Economics E-journal*(43).
- Oscátegui Arteta, J. A. (2015). Principales hipótesis sobre la crisis financiera internacional. *Economía*, XXXVIII(75), 175-200.
- Peterson, P. G. (2004). *Running on Empty*. Picador.
- Pounder DeMarco, L., Bernanke, B., Bertaut, C., & Kamin, S. (2011). International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003-2007. *Board of Governors of the Federal Reserve System (International Finance Discussion Papers)*(1014).
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2009). *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press.
- Roach, S. (16 de Agosto de 2004). Twin Deficits at the Flashpoint? *Morgan Stanley Daen Witter Global Economic Forum*.
- Setser, B., & Roubini, N. (2005). Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of Hard Landing in 2005-2006. *Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development?* Federal Reserve Bank of San Francisco y UC Berkley.

- Shiller, R. J. (2008). *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*. Princeton: Princeton University Press.
- Shin, H. S. (2012). Global Banking Glut and Loan Risk Premium. *IMF Economic Review*, 60(2), 155-192.
- Steinberg Wechsler, F. (2010). ChIna, the United States and the future of Bretton Woods II. *Revista de economía mundial*, 115.
- Steinberg, F. (16 de octubre de 2008). La crisis financiera global. Causas y respuesta política. *Análisis del Real Instituto Elcano*, 58, 9-14.
- Stout, L. A. (julio de 2009). How Deregulating Derivatives Led to Disaster, and Why Re-Regulating Them Can Prevent Another. *Cornell Law Faculty Publications*, 1(723).
- Summers, L. H. (2004). *The U.S. Current Account Deficit and the Global Economy*. Washington DC, United States: International Monetary Fund.
- Triffin, R. (1960). *Gold and the Dollar Crisis*. Yale University Press.
- Varela Parache, M., & Varela Parache, F. (Enero de 2008). The Current Financial Crises and the Hedge Funds. *Revista de Economía Mundial*(18), 169-182.