



Facultad de Ciencias Humanas y Sociales
Grado en Relaciones Internacionales

Trabajo Fin de Grado

El sistema financiero internacional ante tres crisis del siglo XXI

Un análisis comparativo de la crisis
de 2008, la pandemia de COVID-19
y la guerra de Ucrania

Estudiante: **Claudia de Miguel Pavón**

Directora: Analilia Huitrón Morales

Madrid, junio 2026

Resumen

En las dos últimas décadas el sistema financiero internacional ha afrontado alteraciones de distinta naturaleza y tipo. Este trabajo analiza cómo la crisis financiera de 2008, la pandemia de COVID-19 y la guerra de Ucrania, afectaron a dicho sistema. Mediante el método comparativo, se analizan estos shocks de naturaleza financiera, sanitaria y bélica, en torno a tres dimensiones: el impacto que tuvieron en los mercados financieros, la respuesta institucional internacional que se dio y el reajuste del orden financiero que cada uno generó. El análisis muestra que las tres afectaron al sistema de forma distinta y que esa diferencia se explica sobre todo por la respuesta institucional, más que por el impacto económico inicial; i) cuando la respuesta fue cooperativa, las economías emergentes ganaron peso; ii) cuando se limitó a proveer liquidez, el dólar conservó su posición dominante; y, iii) cuando la cooperación se fragmentó, surgió la búsqueda de alternativas al dólar. Los resultados más relevantes se enfocan en que las tres crisis no fueron solo perturbaciones económicas, sino episodios que reajustaron el orden financiero internacional según la respuesta institucional que recibieron. Esto indica que la evolución del sistema financiero internacional se ha convertido en una cuestión tan política e institucional como económica.

Palabras clave: crisis del siglo XXI, mercados financieros, interdependencia, orden financiero internacional, respuesta institucional.

Abstract

Over the past two decades, the international financial system has faced disruptions of different kinds and origins. This paper analyzes how the 2008 financial crisis, the COVID-19 pandemic, and the war in Ukraine affected that system. Using the comparative method, these financial, health, and military shocks are examined along three dimensions: their impact on financial markets, the international institutional response they prompted, and the realignment of the financial order that each one produced. The analysis shows that the three crises affected the system in different ways, and that this difference is explained above all by the institutional response rather than by the initial economic impact: i) when the response was cooperative, emerging economies gained greater weight; ii) when it was limited to providing liquidity, the dollar retained its dominant position; and iii) when cooperation fragmented, a search for alternatives to the dollar emerged. The most relevant findings center on the fact that the three crises were not merely economic disruptions, but episodes that reshaped the international financial order depending on the institutional response they received. This indicates that the evolution of the international financial system has become as much a political and institutional matter as an economic one.

Keywords: twenty-first-century crises, financial markets, interdependence, international financial order, institutional response.

Índice de contenido

Introducción	1
<i>i. Motivaciones y justificación</i>	<i>1</i>
<i>ii. Estado de la cuestión</i>	<i>1</i>
<i>iii. Pregunta de investigación</i>	<i>3</i>
<i>iv. Objetivo general y específicos</i>	<i>3</i>
<i>v. Metodología analítica</i>	<i>4</i>
<i>vi. Estructura del trabajo</i>	<i>4</i>
Capítulo I. Marco teórico-conceptual	6
<i>1.1. La interdependencia económica y financiera</i>	<i>7</i>
<i>1.2. Los mercados financieros internacionales y el riesgo sistémico</i>	<i>8</i>
<i>1.3. El orden financiero internacional</i>	<i>9</i>
<i>1.4. Las teorías de las RR.II.: neorrealismo, liberalismo institucional y constructivismo</i>	<i>10</i>
Capítulo II. Marco metodológico	14
Capítulo III. La crisis financiera de 2008	17
<i>3.1. Causas y contexto</i>	<i>17</i>
<i>3.2. Impacto en los mercados financieros globales</i>	<i>18</i>
<i>3.3. Respuesta institucional internacional</i>	<i>23</i>
<i>3.4. Reajuste del orden financiero internacional</i>	<i>25</i>
Capítulo IV. La pandemia de COVID-19	27
<i>4.1. Causas y contexto</i>	<i>27</i>
<i>4.2. Impacto en los mercados financieros globales</i>	<i>27</i>
<i>4.3. Respuesta institucional internacional</i>	<i>32</i>
<i>4.4. Reajuste del orden financiero internacional</i>	<i>33</i>
Capítulo V. La guerra de Ucrania	35
<i>5.1. Causas y contexto</i>	<i>35</i>
<i>5.2. Impacto en los mercados financieros globales</i>	<i>36</i>
<i>5.3. Respuesta institucional internacional</i>	<i>40</i>
<i>5.4. Reajuste del orden financiero internacional</i>	<i>41</i>

Capítulo VI. Análisis comparativo	43
6.1. <i>Comparativa del impacto en los mercados financieros</i>	43
6.2. <i>Comparativa de la respuesta institucional internacional</i>	47
6.3. <i>Comparativa del reajuste del orden financiero internacional</i>	49
Conclusiones	53
Referencias	55
ANEXO: Declaración de uso de herramientas de IA generativa	59

Índice de siglas

- BRIC:** Brasil, Rusia, India y China
- CDO:** collateralized debt obligations (obligaciones de deuda garantizada)
- CDS:** credit default swap (permuta de incumplimiento crediticio)
- CHIPS:** Clearing House Interbank Payments System (sistema de pagos interbancarios de la cámara de compensación)
- CIPS:** Cross-Border Interbank Payment System (sistema de pagos interbancario chino)
- COFER:** Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (composición por monedas de las reservas oficiales de divisas)
- COVID-19:** Coronavirus Disease 2019 (enfermedad por coronavirus de 2019)
- DEG:** derechos especiales de giro
- Fed:** Reserva Federal (Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos)
- FIMA:** Foreign and International Monetary Authorities (servicio repo FIMA de la Reserva Federal)
- FMI:** Fondo Monetario Internacional
- FRED:** Federal Reserve Economic Data (base de datos de la Reserva Federal de San Luis)
- FSB:** Financial Stability Board (Consejo de Estabilidad Financiera)
- FSF:** Financial Stability Forum (Foro de Estabilidad Financiera)
- G8:** Grupo de los Ocho
- G20:** Grupo de los Veinte
- IBEX 35:** índice bursátil de referencia de la bolsa española
- IED:** inversión extranjera directa
- LIBOR:** London Interbank Offered Rate (tipo interbancario de Londres)
- MBS:** mortgage-backed securities (bonos de titulización hipotecaria)
- OCDE:** Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
- OE:** objetivo específico
- PIB:** producto interior bruto
- RR.II.:** Relaciones Internacionales
- SWIFT:** Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication
- TED:** Treasury-Eurodollar spread (diferencial entre el tipo interbancario y la letra del Tesoro estadounidense)

UE: Unión Europea

VIX: Cboe Volatility Index (índice de volatilidad del mercado estadounidense)

Índice de figuras

Figura 1. <i>Evolución del índice de volatilidad (2008-2009)</i>	19
Figura 2. <i>Evolución de la inversión extranjera directa mundial (2007-2009)</i>	20
Figura 3. <i>Evolución del TED spread (2007-2009)</i>	21
Figura 4. <i>Evolución del tipo efectivo de los fondos federales (2007-2009)</i>	22
Figura 5. <i>Evolución del rendimiento del bono del Tesoro de EE. UU. (2007-2009)</i>	23
Figura 6. <i>Evolución del índice de volatilidad (2020)</i>	28
Figura 7. <i>Evolución de la inversión extranjera directa mundial (2019-2021)</i>	29
Figura 8. <i>Evolución del TED spread (2019-2021)</i>	30
Figura 9. <i>Evolución del tipo efectivo de los fondos federales (2019-2021)</i>	31
Figura 10. <i>Evolución del bono del Tesoro de EE. UU. (2019-2021)</i>	32
Figura 11. <i>Evolución del índice de volatilidad (2022)</i>	37
Figura 12. <i>Evolución de la inversión extranjera directa mundial (2021-2023)</i>	38
Figura 13. <i>Evolución del tipo efectivo de los fondos federales (2021-2023)</i>	39
Figura 14. <i>Evolución del bono del Tesoro de EE. UU. (2021-2023)</i>	40

Índice de tablas

Tabla 1. <i>Comparativa de la intensidad del impacto en los mercados financieros</i>	46
Tabla 2. <i>Dónde y cómo se concentró el impacto en los mercados financieros</i>	47
Tabla 3. <i>Comparativa de la respuesta institucional internacional</i>	49
Tabla 4. <i>Comparativa del reajuste del orden financiero internacional</i>	52
Tabla 5. <i>Lo coyuntural y lo estructural en las tres crisis</i>	52

Introducción

i. Motivaciones y justificación

En el siglo XXI, han tenido lugar tres crisis que han afectado al sistema financiero internacional: la crisis financiera de 2008, la pandemia de COVID-19 y la guerra de Ucrania. Estas tres crisis surgieron por causas distintas y en contextos internacionales diversos. Aun así, las tres han afectado a los mercados financieros, a la respuesta institucional internacional y al reajuste del orden financiero internacional.

La selección de estos tres casos se debe a que cada uno corresponde a un tipo de crisis distinto. Esa diversidad es lo que aporta valor analítico al compararlos. La crisis de 2008 tuvo un origen estrictamente financiero, vinculado a la expansión de un sistema de crédito opaco y poco supervisado (Helleiner, 2011). La pandemia de COVID-19 fue una crisis sanitaria que derivó en una crisis económica de gran alcance (Shehzad et al., 2020). La guerra de Ucrania es un conflicto bélico con repercusiones directas en los mercados de energía y materias primas, así como en el sistema financiero internacional (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos [OCDE], 2022).

La comparación de estos tres episodios permite ir más allá del estudio aislado de cada uno de ellos. Los efectos sobre el sistema financiero internacional no se explican solo en términos económicos; se manifiestan en tres dimensiones: el impacto en los mercados, la respuesta institucional internacional y el reajuste del orden financiero internacional (Eichengreen, 2023; Helleiner, 2011).

ii. Estado de la cuestión

Desde la perspectiva de la economía política internacional, la crisis financiera de 2008 ha sido analizada en términos de sus causas políticas y regulatorias. El colapso financiero no fue el resultado de un fallo técnico del mercado, sino que tuvo raíces políticas: las decisiones de gobiernos y reguladores que durante años permitieron la expansión de un sistema financiero opaco y poco regulado (Helleiner, 2011). El impacto inicial de la crisis en los mercados financieros se manifestó en una crisis de liquidez y de crédito, que paralizó el sistema financiero global (Brunnermeier, 2009). Además, los protagonistas de la respuesta internacional fueron el G20, que consolidó un nuevo papel de coordinación entre potencias en la cumbre de Londres de 2009 (Bradford y Linn, 2010), y el Fondo Monetario Internacional (FMI), que reactivó su función de prestamista

internacional (Xafa, 2010). Sus consecuencias geopolíticas se sitúan en una transición hacia la multipolaridad, con el ascenso de China e India y la pérdida de influencia de Estados Unidos (EE. UU.): la crisis también fue un momento de reconfiguración del orden internacional (Schweller, 2010).

A diferencia de la crisis financiera, el shock de la pandemia de COVID-19 fue externo al sistema financiero. La crisis de COVID-19 se originó en la economía real como consecuencia de las restricciones adoptadas para contener el virus y luego se trasladó a los mercados. En los mercados de EE. UU. y Europa, se registraron caídas seguidas de recuperaciones rápidas, gracias a las intervenciones de los bancos centrales (Shehzad et al., 2020). La respuesta a la pandemia consolidó, además, el papel de la Reserva Federal (Fed) como prestamista internacional de última instancia; la red de líneas swap entre bancos centrales, ampliada durante marzo de 2020, permitió contener la escasez de dólares en los mercados globales y mostró hasta qué punto el sistema financiero internacional sigue dependiendo del dólar como moneda de referencia (Mehrling, 2022).

La guerra de Ucrania ha situado la geopolítica en el centro del estudio de los mercados financieros de forma más explícita que en los dos casos anteriores. El impacto inicial del conflicto se concentró en los mercados de materias primas y de energía, mientras que los mercados de renta variable globales mostraron mayor resiliencia (OCDE, 2022). El aspecto que más debate ha generado es el de las sanciones financieras impuestas a Rusia: la congelación de reservas rusas y su exclusión del sistema de mensajería interbancaria SWIFT han introducido incertidumbre sobre la estabilidad a largo plazo del sistema monetario internacional centrado en el dólar (Eichengreen, 2023). Las sanciones contra Rusia son las de mayor alcance impuestas a una economía de su tamaño desde los años treinta y, además, sus efectos no se limitan al país sancionado, sino que se trasladan a través de los precios de las materias primas y de los flujos de capital al resto de la economía mundial (Mulder, 2022).

En los tres casos se observa un aspecto común: los mercados financieros no funcionan al margen del contexto político e internacional. Las decisiones de los Estados, la actuación de las instituciones internacionales y las relaciones de poder entre los principales actores del sistema condicionan el comportamiento de los mercados tanto como los factores estrictamente económicos (Helleiner, 2011).

iii. Pregunta de investigación

La pregunta de investigación que guiará este trabajo es la siguiente: ¿Cómo han afectado la crisis financiera de 2008, la pandemia de COVID-19 y la guerra de Ucrania al sistema financiero internacional? En este sentido, la hipótesis que se plantea es que las tres crisis han afectado al sistema financiero internacional de forma desigual y que esa desigualdad se explica, sobre todo, desde una perspectiva institucional, más que económica.

Por un lado, se espera que, en la crisis financiera, el mayor impacto esté en los flujos de capital, que el G20 y el FMI respondan de forma coordinada y que se reajuste el orden hacia las economías emergentes. Por otro lado, se espera que, en la crisis sanitaria, el mayor impacto esté en la volatilidad bursátil, que la Reserva Federal responda con las líneas swap y que se reajuste el orden hacia el dólar como moneda de reserva. Por último, se espera que, en la crisis bélica, el mayor impacto esté en los tipos de interés, que el G20 quede bloqueado, que la respuesta institucional de los Estados occidentales sea de sanciones a Rusia y que se reajuste el orden hacia una pérdida de confianza en el dólar como moneda de reserva.

En conjunto, se espera que, en las tres crisis, el efecto sobre el sistema financiero internacional dependa, sobre todo, de la respuesta institucional y que esta sea la que condicione el reajuste del orden financiero en diferentes direcciones. El análisis comparativo confirmará o refutará esta relación.

iv. Objetivo general y específicos

El objetivo general de este trabajo es analizar de manera comparativa cómo la crisis financiera de 2008, la pandemia de COVID-19 y la guerra entre Rusia y Ucrania han afectado al sistema financiero internacional en tres dimensiones: el impacto en los mercados, la respuesta institucional y el reajuste del orden financiero. El análisis se realiza identificando las semejanzas y diferencias entre los tres episodios. Para alcanzar el objetivo general, se formulan los siguientes objetivos específicos (OE):

- OE1: Examinar el impacto de las tres crisis en los mercados financieros internacionales, a través de la volatilidad bursátil, los flujos de capital, los tipos de interés y los mercados de bonos soberanos.

- OE2: Analizar la respuesta institucional internacional ante cada crisis, en concreto, el papel del G20, del FMI y de los principales bancos centrales, en particular,

las líneas *swap* de la Reserva Federal.

- OE3: Analizar el reajuste del orden financiero internacional derivado de cada crisis, a partir del peso de las economías emergentes en la gobernanza del sistema y del papel del dólar como moneda de reserva.

v. Metodología analítica

El trabajo se plantea como un análisis comparativo apoyado en fuentes secundarias. Las tres crisis se estudian a partir de la literatura académica en economía política internacional, de los documentos institucionales y de las bases de datos. Gracias a estos materiales, se analizan las crisis en sus tres dimensiones: el impacto en los mercados financieros, la respuesta institucional internacional y el reajuste del orden financiero internacional.

vi. Estructura del trabajo

El trabajo se organiza en seis capítulos, además de esta introducción, las conclusiones y las referencias bibliográficas.

El **Capítulo I** desarrolla el marco teórico. Presenta los tres conceptos centrales del análisis: la interdependencia económica y financiera, los mercados financieros internacionales y la transmisión de las crisis, y el orden financiero internacional; así como las tres tradiciones teóricas de las Relaciones Internacionales que se emplean: el neorrealismo, el liberalismo institucional y el constructivismo social.

El **Capítulo II** expone la metodología bajo la justificación del método comparativo. Se definen las tres dimensiones de análisis con sus respectivos elementos y se describen las fuentes utilizadas en el análisis.

El **Capítulo III** analiza la crisis financiera de 2008. Tras presentar sus causas y el contexto en el que se produjo, el análisis aborda el impacto en los mercados financieros, la respuesta institucional internacional y el reajuste del orden financiero internacional.

El **Capítulo IV** estudia la pandemia de COVID-19. Tras describir el origen del shock y las circunstancias en las que se desarrolló, se examinan el impacto en los mercados financieros, la respuesta institucional internacional y el reajuste del orden financiero internacional.

El **Capítulo V** examina la guerra de Ucrania. Partiendo del origen del conflicto y del contexto geopolítico que lo enmarca, se analizan el impacto en los mercados

financieros, la respuesta institucional internacional y el reajuste del orden financiero internacional.

El **Capítulo VI** compara los tres episodios. La comparación se organiza dimensión por dimensión, identifica semejanzas y diferencias entre los tres casos y contrasta con la hipótesis inicial.

El trabajo cierra con las conclusiones, donde se exponen los principales hallazgos, se reconocen las limitaciones del estudio y se proponen líneas de investigación futuras.

Capítulo I. Marco teórico-conceptual

A lo largo del siglo XXI, han tenido lugar tres crisis internacionales que han afectado al sistema financiero internacional: la crisis financiera de 2008, la pandemia de COVID-19 y la guerra de Ucrania. Cada una de ellas ha confirmado que las dinámicas del sistema no pueden separarse del contexto internacional en el que se producen.

Este marco teórico presenta conceptos y enfoques que se emplean a lo largo del análisis para responder a la pregunta sobre cómo han afectado estas crisis al sistema financiero internacional en términos de impacto en los mercados, respuesta institucional y reajuste del orden financiero. La interdependencia económica y financiera describe cómo los Estados y los mercados están conectados entre sí a través de canales y cómo esas conexiones transmiten los shocks de una economía a otra (Shin, 2012; Spindler, 2013b). Los mercados financieros internacionales y los mecanismos de transmisión de las crisis explican cómo el riesgo se acumula durante los periodos de bonanza y cómo los shocks se propagan a través del sistema una vez que estallan (Borio, 2003; Crockett, 2000). Por último, el orden financiero internacional permite entender cómo las estructuras del sistema, en particular la centralidad del dólar y de las infraestructuras occidentales, condicionan el comportamiento de los actores y se convierten en instrumentos de poder (Eichengreen, 2023; Farrell y Newman, 2019).

Estos conceptos se complementan con tres enfoques teóricos de las Relaciones Internacionales que se utilizarán de forma transversal a lo largo del análisis. El neorrealismo permite analizar cómo los Estados priorizan su seguridad en momentos de inestabilidad, lo que intensifica la competencia y puede fragmentar la cooperación internacional (Spindler, 2013a). El liberalismo institucional ofrece herramientas para estudiar el papel de las instituciones internacionales en la estabilización de los mercados y en la gestión de las crisis (Spindler, 2013b). El constructivismo social ayuda a comprender cómo las percepciones, las normas y las identidades colectivas condicionan la forma en que los actores interpretan y responden a las perturbaciones del sistema internacional (Spindler, 2013c).

La combinación de estos tres enfoques permite captar distintas dimensiones del poder que operan en toda crisis internacional. La dimensión material, ligada a las capacidades económicas y militares, explica los reajustes de poder que siguen a las crisis (Schweller, 2010). La dimensión institucional, vinculada al control de las normas y de las

organizaciones, da cuenta de las respuestas cooperativas que las crisis suelen activar (Ikenberry, 2018). La dimensión ideacional, relacionada con las ideas y las percepciones colectivas, explica por qué actores con capacidades similares pueden responder de formas muy distintas ante una misma perturbación (Hopf, 1998).

1.1. La interdependencia económica y financiera

La interdependencia económica es un concepto utilizado en el estudio de las relaciones económicas internacionales desde los años setenta. La interdependencia compleja describe una situación en la que los Estados están conectados entre sí a través de canales (comercio, finanzas, comunicaciones, instituciones internacionales) y en la que las decisiones de un Estado afectan al resto. Los Estados no solo se ven afectados por shocks externos, sino que también son sensibles y vulnerables a los costes derivados de esas conexiones (Spindler, 2013b).

La interdependencia económica tiene una dimensión financiera cada vez más importante. La globalización financiera ha generado un volumen de flujos de capital entre países muy superior al de los flujos comerciales, lo que ha cambiado la forma en que los shocks se transmiten de una economía a otra (Shin, 2012). La balanza por cuenta corriente mide únicamente los flujos netos entre países y oculta los flujos brutos de capital, que son mayores en volumen (Shin, 2012). Estos flujos brutos, intermediados por los grandes bancos, determinan las condiciones crediticias en las economías más conectadas (Shin, 2012).

En los años previos a la crisis financiera de 2008, los bancos globales europeos captaban fondos mayoristas en el mercado estadounidense y los devolvían al sistema financiero de Estados Unidos a través de la compra de productos titulizados, ampliando la capacidad de crédito disponible en ese país sin que ese proceso se reflejara en las estadísticas oficiales de la balanza de pagos (Shin, 2012). Por lo tanto, el crecimiento del crédito en una economía no solo depende de su propio sistema bancario, sino también de la actividad de los bancos globales que operan desde otras jurisdicciones (Shin, 2012).

Esta forma de interdependencia financiera tiene consecuencias para el funcionamiento del sistema financiero internacional. Cuando los grandes bancos globales reducen su exposición o necesitan disminuir su deuda, los efectos se trasladan al conjunto del sistema financiero internacional (Shin, 2012). La interdependencia implica que la vulnerabilidad de una economía también depende de decisiones tomadas fuera de sus

fronteras y sobre las que el Estado afectado tiene poca capacidad de influencia directa (Spindler, 2013b).

A esta interdependencia financiera bancaria se ha sumado el papel creciente de los inversores (fondos de pensiones, fondos soberanos, gestoras de activos) en la financiación de proyectos en economías emergentes y en desarrollo (Gabor, 2021). Las preferencias de estos inversores condicionan la estructura del sistema financiero y trasladan parte del riesgo a los balances de los Estados receptores, que tienen que transformar sus marcos regulatorios para hacer atractiva la inversión extranjera (Gabor, 2021). El resultado es un sistema financiero global con interdependencia asimétrica, ya que, las decisiones de un grupo reducido de instituciones financieras determinan las condiciones de acceso a financiación del resto del mundo (Gabor, 2021).

1.2. Los mercados financieros internacionales y el riesgo sistémico

Los mercados financieros internacionales son el primer plano en el que se ven los efectos de una crisis del sistema. Para entender cómo se producen esos efectos, hay que comprender cómo se acumula el riesgo en los mercados durante los periodos de bonanza y cómo se transmite cuando las crisis estallan (Borio, 2003; Crockett, 2000). La preocupación por el funcionamiento de los mercados ha pasado, en las últimas décadas, de centrarse en la situación individual de cada entidad financiera a analizar el sistema en su conjunto. De esa evolución surge la distinción entre un enfoque microprudencial, que se ocupa de cada entidad por separado, y un enfoque macroprudencial, que estudia el sistema como un todo y los efectos que la actuación colectiva de las instituciones financieras tiene sobre la economía (Crockett, 2000).

La diferencia entre ambos enfoques es importante. El enfoque microprudencial trata el riesgo como una variable externa a la conducta de las entidades financieras, mientras que, el enfoque macroprudencial considera que el riesgo se genera dentro del propio sistema y depende de las decisiones colectivas de los agentes (Borio, 2003). Por eso, el riesgo sistémico no procede únicamente de shocks externos imprevistos, sino que se acumula durante las fases expansivas del ciclo financiero, cuando el crédito se expande, los precios de los activos suben y las percepciones de riesgo disminuyen (Borio, 2003). Por lo que, la inestabilidad financiera no es el resultado de un fallo aislado, sino la consecuencia de problemas que se acumulan durante años (Borio, 2003).

Una vez que los desequilibrios se acumulan, los mercados financieros pueden

transmitir el riesgo mucho más rápido y de forma más profunda de lo que se asume (Brunnermeier, 2009). Los mecanismos de esa transmisión son varios. En primer lugar, los efectos sobre los balances de las entidades financieras, que tienen que vender activos cuando sus pérdidas erosionan el capital. En segundo lugar, las restricciones en el canal de préstamo, cuando los bancos acumulan liquidez por precaución y dejan de financiar la economía real. A esto se suman las fugas de capitales sobre instituciones financieras, que pueden producirse incluso en entidades técnicamente solventes. Por último, los efectos de red derivados de la interconexión entre instituciones, que convierten un problema localizado en una crisis sistémica (Brunnermeier, 2009).

El enfoque macroprudencial requiere una respuesta institucional internacional distinta de la microprudencial. No basta con regular el comportamiento de cada entidad financiera de forma aislada; se requiere coordinación entre los principales reguladores nacionales y las instituciones internacionales con competencias en el sistema financiero (Borio, 2003). La capacidad del sistema para resistir las crisis depende del marco regulatorio internacional y de la coordinación entre las distintas jurisdicciones (Helleiner, 2011).

1.3. El orden financiero internacional

El orden financiero internacional puede entenderse como el conjunto de instituciones, normas e infraestructuras que regulan los flujos de capital, los pagos transfronterizos y las relaciones monetarias entre Estados (Eichengreen, 2023; Otero-Iglesias y González-Agote, 2023). Este orden no es neutral, ya que refleja la distribución del poder entre los Estados del sistema internacional y la posición central de EE. UU. y del dólar como moneda de reserva y de referencia (Eichengreen, 2023). La moneda estadounidense sigue siendo la divisa más utilizada del mundo y la Reserva Federal continúa actuando como prestamista internacional de última instancia para otros países mediante las líneas de *swap* (Otero-Iglesias y González-Agote, 2023).

La centralidad del dólar y de las instituciones financieras occidentales ha convertido a las infraestructuras del sistema en herramientas de política exterior (Farrell y Newman, 2019). El sistema de mensajería interbancaria SWIFT, la cámara de compensación CHIPS y el acceso a los mercados financieros denominados en dólares son nodos centrales por los que pasa la mayor parte de la actividad financiera global (Farrell y Newman, 2019). El control de estos nodos por parte de Estados Unidos y sus aliados

otorga a estos Estados una capacidad coercitiva sobre el resto del sistema (Farrell y Newman, 2019).

Esta capacidad opera de dos formas. Por un lado, mediante una vigilancia que permite a las autoridades estadounidenses recopilar información sobre las transacciones financieras internacionales que pasan por los nodos centrales y utilizarla con fines de inteligencia y de aplicación de sanciones (Farrell y Newman, 2019). Por otro lado, a través de un bloqueo que permite excluir a Estados o entidades concretas del acceso a las infraestructuras financieras globales, con consecuencias económicas para los actores sancionados (Farrell y Newman, 2019).

Esta arquitectura asimétrica explica por qué las sanciones financieras se han consolidado en los últimos años como un instrumento de la política exterior occidental (Eichengreen, 2023; Farrell y Newman, 2019). Las sanciones financieras muestran cómo la interdependencia económica puede transformarse en una herramienta de coerción política y cómo la posición central de EE. UU. en las infraestructuras del sistema le da una ventaja difícil de replicar por otros actores (Farrell y Newman, 2019).

Sin embargo, el uso de sanciones financieras ha generado efectos de segundo orden (Otero-Iglesias y González-Agote, 2023). Un número creciente de Estados en el Sur, han empezado a explorar alternativas al dólar y a las infraestructuras financieras occidentales para reducir su exposición al riesgo de sanciones (Otero-Iglesias y González-Agote, 2023). China ha creado su propio sistema de pagos interbancarios, promueve un yuan más internacional y ha firmado acuerdos bilaterales de líneas swap con más bancos centrales (Otero-Iglesias y González-Agote, 2023). Aunque estas iniciativas todavía no son una amenaza inmediata a la hegemonía del dólar, marcan una tendencia hacia un orden monetario más dividido y multipolar (Eichengreen, 2023; Otero-Iglesias y González-Agote, 2023).

1.4. Las teorías de las RR.II.: neorrealismo, liberalismo institucional y constructivismo

Los conceptos presentados en los apartados anteriores pueden enmarcarse en tres grandes tradiciones teóricas de las relaciones internacionales: el neorrealismo, el liberalismo institucional y el constructivismo social.

El neorrealismo sostiene que el sistema internacional en el que operan los Estados es anárquico, es decir, que no existe ninguna autoridad superior capaz de imponer normas

o garantizar la seguridad de los Estados (Spindler, 2013a). Esta anarquía no implica que el sistema sea siempre violento, sino que cada Estado opera en un entorno en el que no puede delegar su seguridad en ninguna institución externa, lo que condiciona su comportamiento al margen de sus características internas (Spindler, 2013a). En este contexto surge el dilema de seguridad, cuando un Estado refuerza sus capacidades para protegerse, los demás lo perciben como una amenaza y responden de forma similar, lo que genera un ciclo de desconfianza incluso en situaciones en las que ningún actor busca el conflicto (Spindler, 2013a). El neorrealismo plantea a los Estados como actores unitarios que actúan de forma racional y estratégica, y su objetivo principal es la supervivencia (Spindler, 2013a). El poder, entendido como capacidades económicas y militares, es la herramienta para asegurarla, y la acumulación de poder no es un fin en sí mismo, sino una respuesta a la inseguridad estructural del sistema (Spindler, 2013a).

El comportamiento estatal no depende de las características internas de cada Estado, sino de su posición en la estructura del sistema internacional, definida por la distribución de capacidades entre los actores (Spindler, 2013a). Los Estados no solo buscan acumular poder, sino que también lo equilibran para no quedar en desventaja; de modo que, cuando una potencia se fortalece, las demás responden reforzando sus propias capacidades o formando alianzas estratégicas (Spindler, 2013a). La estabilidad del sistema, para el neorrealismo, no equivale a cooperación ni a justicia global, sino a la ausencia de guerra entre las grandes potencias, y cuando el equilibrio de poder se rompe, aumenta el riesgo de conflicto (Spindler, 2013a). Las crisis financieras pueden entenderse desde esta lógica, ya que modifican la distribución de capacidades entre los Estados y las posiciones de los actores en el sistema (Schweller, 2010). En un entorno anárquico, los Estados responden a las crisis priorizando su seguridad nacional, ya que protegen sus reservas, sus mercados internos y su moneda, lo que puede traducirse en una menor cooperación y una mayor rivalidad por los recursos (Spindler, 2013a).

Desde esta perspectiva, las crisis se interpretan por su efecto en el reajuste del orden financiero internacional, pues modifican la distribución de poder entre las potencias y reabren la competencia por la posición central del sistema.

El liberalismo institucional, también conocido como neoinstitucionalismo, acepta que el sistema internacional es anárquico y que los Estados actúan por interés propio, pero con otro punto de vista (Spindler, 2013b). Los Estados persiguen objetivos, como la

seguridad, bienestar y estabilidad económica, y el poder opera de forma diferente en los distintos ámbitos: los recursos que resultan decisivos en el ámbito de la seguridad no necesariamente lo son en el ámbito económico o financiero (Spindler, 2013b). El neoinstitucionalismo parte de la idea de que el sistema internacional está marcado por la interdependencia entre actores, lo que significa que las decisiones de unos pueden generar costes a otros (Spindler, 2013b). Se debe distinguir entre interconectividad, que es el volumen de transacciones o intercambios entre sociedades, e interdependencia, que implica que los Estados no pueden alcanzar sus objetivos sin tener en cuenta lo que hacen los demás (Spindler, 2013b). La interdependencia genera vulnerabilidad, y dado que esa vulnerabilidad no es simétrica, las interdependencias asimétricas se convierten en una fuente de poder (Spindler, 2013b).

En este escenario, los Estados racionales tienden a cooperar porque la cooperación puede generar beneficios mutuos, aunque sigan existiendo problemas de incertidumbre que dificultan la cooperación espontánea (Spindler, 2013b). Las instituciones y los regímenes internacionales cumplen aquí un papel importante: reducen la incertidumbre, proporcionan información compartida, establecen reglas y facilitan la coordinación entre actores (Spindler, 2013b). El resultado no es la eliminación de la anarquía, sino su transformación (Spindler, 2013b). El poder en el sistema internacional no se ejerce hoy únicamente a través de la fuerza militar, sino también a través de la capacidad de fijar las reglas del sistema financiero internacional y las condiciones de acceso al crédito mediante las instituciones multilaterales, una forma de influencia estructural que opera por la cooperación organizada (Ikenberry, 2018). Desde la perspectiva neoinstitucionalista, las crisis financieras no destruyen el orden institucional, sino que profundizan la necesidad de cooperación, porque cuanto más intensa es la interdependencia, más elevado resulta el coste de no cooperar (Spindler, 2013b).

Bajo el liberalismo institucional, las crisis se interpretan en su efecto sobre la respuesta institucional internacional, porque son momentos en los que la cooperación entre Estados se vuelve más cara de evitar y las instituciones se ven obligadas a transformarse.

El constructivismo social defiende que la realidad internacional está construida a partir de ideas, normas e identidades compartidas (Hopf, 1998). No es una teoría unitaria, pero los enfoques que lo componen comparten la premisa de que la realidad internacional

es el resultado de normas, identidades y significados colectivos (Spindler, 2013c). La figura central del constructivismo en Relaciones Internacionales es Alexander Wendt, cuya obra sostiene que las estructuras del sistema internacional no están compuestas únicamente de capacidades materiales, sino también de ideas compartidas (Spindler, 2013c). La anarquía, por ejemplo, no tiene un significado predeterminado; las rivalidades, las enemistades o la cooperación no derivan de la ausencia de una autoridad central, sino de las ideas y normas que los Estados han construido a través de la interacción (Spindler, 2013c). Frente a la visión neorrealista de una estructura externa e inmutable, el constructivismo sostiene que actores y estructuras se producen mutuamente, y que las identidades e intereses estatales no son previos a la interacción, sino el resultado de procesos sociales que evolucionan con el tiempo (Spindler, 2013c).

Desde el constructivismo, lo que ocurre en el sistema internacional no depende únicamente de quién tiene más poder material, sino de cómo se interpreta ese poder (Hopf, 1998). Una amenaza no es un hecho material, sino una interpretación social: dos Estados con capacidades similares pueden ser percibidos de formas muy distintas en función de la relación que hayan construido entre ellos (Hopf, 1998). Si las estructuras del sistema internacional están compuestas también por ideas y significados compartidos, el funcionamiento de los mercados financieros tampoco puede entenderse al margen de esas representaciones colectivas, por ejemplo, la confianza en una moneda, la credibilidad de una institución o la solvencia atribuida a un Estado son construcciones que dependen de cómo los actores las interpretan (Wendt, 1992). Cuando una crisis estalla, esas interpretaciones se reordenan, y ese reordenamiento ideacional tiene consecuencias materiales sobre los flujos de capital, los tipos de cambio y la valoración del riesgo soberano (Wendt, 1992).

Desde este enfoque, las crisis se interpretan en su efecto sobre los mercados, porque las reacciones de los inversores y las decisiones de los Estados no responden solo a datos materiales, también a cómo se interpretan colectivamente la solvencia, la confianza y el riesgo.

Capítulo II. Marco metodológico

Por una parte, este trabajo aplica el método comparativo para analizar las tres crisis de distinto origen con efectos sobre el sistema financiero internacional; y por otra, para contrastar los principales elementos (constantes, variables y relaciones) de la realidad investigada con otras realidades similares ya conocidas (Calduch Cervera, s.f., pp. 25-26). En este caso, la constante es el sistema financiero internacional como objeto común a las tres crisis, mientras que las variables y las relaciones entre ellas son los elementos que se analizan en cada caso.

El método comparativo permite descubrir semejanzas (búsqueda analógica) y diferencias (búsqueda diferenciadora) entre los casos, (Calduch Cervera, s.f., pp. 25-26). Además, distingue lo que se repite en varios casos (carácter general) de lo que es exclusivo de cada caso (carácter particular), e identifica causas originarias frente a causas intervinientes o circunstanciales (Calduch Cervera, s.f., pp. 25-26).

Las tres crisis ocurren en momentos temporales distintos del siglo XXI (2008, 2020 y 2022), pero todas afectan a una misma realidad: el sistema financiero internacional. Aplicar el método a esa realidad en momentos diferentes permite captar su dimensión dinámica y separar lo estructural de lo coyuntural (Calduch Cervera, s.f., pp. 25-26). Es por ello que el método encaja con la pregunta del trabajo sobre cómo han afectado las tres crisis al sistema financiero internacional.

Por otra parte, el análisis se estructura en tres dimensiones, una por cada objetivo específico: el impacto en los mercados, la respuesta institucional internacional y el reajuste del orden financiero internacional. Cada dimensión es una variable que se descompone en elementos observables que se aplican a las tres crisis para hacer posible la comparación.

En primer lugar, en la dimensión del impacto en los mercados financieros se analizan los efectos directos que se han producido sobre el funcionamiento y el comportamiento de los mercados financieros internacionales. Se analiza a través de cuatro elementos: la volatilidad bursátil, los flujos de capital, los tipos de interés y los mercados de bonos soberanos.

i. La volatilidad bursátil se observa a partir del índice VIX (Cboe Global Markets, s.f.), cuya serie de cierres diarios (VIXCLS) se obtiene de FRED (Federal Reserve Bank of St. Louis, s.f.), junto con análisis académicos sobre los mercados durante cada crisis

(FMI, 2009; McKibbin y Vines, 2020; Neely, 2022; OCDE, 2022; Shin, 2012).

ii. Los flujos de capital se estudian con la inversión extranjera directa (IED) neta como porcentaje del producto interior bruto (PIB) mundial (Banco Mundial, s.f.) y con análisis sobre las dinámicas globales de capital y su transmisión a las economías emergentes (FMI, 2009; McKibbin y Vines, 2020; Neely, 2022; OCDE, 2022; Shin, 2012)

iii. Los tipos de interés y los mercados de bonos soberanos se observan a partir de tres series de FRED (Federal Reserve Bank of St. Louis, s.f.): el TED spread (TEDRATE) y el tipo efectivo de los fondos federales (DFF) para los tipos de interés, y el rendimiento del bono del Tesoro de EE. UU. a diez años (DGS10) para los bonos soberanos, junto con análisis sobre los mercados de financiación y la transmisión de la crisis de 2008 (Brunnermeier, 2009; FMI, 2009), sobre la respuesta monetaria durante la pandemia (McKibbin y Vines, 2020; Mehrling, 2022) y sobre el impacto de la guerra entre Rusia y Ucrania (Neely, 2022; OCDE, 2022). La serie del TED spread se discontinuó en enero de 2022, por lo que en el caso de Ucrania el indicador utilizado es el tipo de los fondos federales (DFF). También en el caso de Ucrania, el análisis de los bonos soberanos se complementa con los credit default swaps (CDS) soberanos como indicador cualitativo del riesgo provocado por las sanciones (Neely, 2022; OCDE, 2022).

En segundo lugar, la dimensión de la respuesta institucional internacional, que es el conjunto de acciones y decisiones adoptadas por las instituciones financieras internacionales y los bancos centrales ante cada crisis, se analiza a través de tres elementos: la actuación del G20, la del FMI, y la de los bancos centrales, en particular las líneas *swap* de la Reserva Federal.

i. La actuación del G20 incluye las cumbres, los comunicados y los compromisos adoptados, y se trabaja con las declaraciones del propio G20 (G20, 2009) y con análisis sobre sus cumbres (Bradford y Linn, 2010; Jütten, 2022; McKibbin y Vines, 2020); en el caso de Ucrania se encuentran las sanciones financieras coordinadas (Mulder, 2022; Neely, 2022).

ii. La actuación del FMI incluye los programas de financiación, las asignaciones de derechos especiales de giro (DEG) y las reformas adoptadas, y se estudia con los documentos oficiales del Fondo (FMI, 2009, 2021) y con análisis académicos sobre su papel (Helleiner, 2011; Neely, 2022; Xafa, 2010). La actuación de los bancos centrales

se centra en las líneas swap de la Reserva Federal y se analiza con estudios sobre esta red (Bahaj y Reis, 2022; Mehrling, 2022; Neely, 2022).

Por último, la dimensión del reajuste del orden financiero recoge los cambios estructurales en la configuración del sistema financiero internacional que se producen a raíz de cada crisis. Esta dimensión se analiza a través de dos elementos: el peso de las economías emergentes y el papel del dólar como moneda de reserva.

i. El peso de las economías emergentes en la gobernanza del sistema se observa a través de las cuotas del FMI y la composición del G20, y se estudia a partir de análisis sobre la transformación del orden internacional (Helleiner, 2011; Schweller, 2010).

ii. El papel del dólar como moneda de reserva se analiza con los datos COFER (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves) del Fondo Monetario Internacional (FMI, s.f.) y con análisis sobre la hegemonía del dólar (Eichengreen, 2023; Gabor, 2021; Kirshner, 2013; Mehrling, 2022; Otero-Iglesias y González-Agote, 2023).

Capítulo III. La crisis financiera de 2008

3.1. Causas y contexto

La crisis financiera de 2008 fue el resultado de desequilibrios que se habían ido acumulando durante más de una década en el sistema financiero de Estados Unidos, una dinámica que suele encontrarse antes de las grandes crisis (Borio, 2003). Para entender sus causas, es necesario remontarse a los cambios estructurales que transformaron el funcionamiento del sector bancario en los años previos al colapso.

Desde mediados de los años noventa se acumuló el ahorro a nivel mundial por tres razones: el envejecimiento de las poblaciones de los países desarrollados, la acumulación de reservas en las economías emergentes asiáticas tras las crisis financieras de los años noventa y el aumento de los superávits de los países exportadores de petróleo (Bernanke, 2005). Ese exceso de ahorro se dirigió sobre todo hacia EE. UU. por la condición del dólar como moneda de reserva internacional y por la profundidad y sofisticación de los mercados financieros estadounidenses, lo que mantuvo los tipos de interés bajos a largo plazo (Bernanke, 2005). A partir de los años 2000, este flujo de capital alimentó el mercado inmobiliario, lo que produjo el aumento de los precios de la vivienda y la expansión del crédito hipotecario en Estados Unidos (Bernanke, 2005).

En este contexto, el cambio más determinante fue la transformación a un nuevo modelo de negocio bancario. En el modelo tradicional los bancos concedían préstamos y los mantenían en su balance asumiendo el riesgo de impago (Brunnermeier, 2009). Este modelo fue sustituido por el de “originar y distribuir”: los bancos concedían hipotecas para agruparlas y venderlas como activos financieros a inversores de todo el mundo (Brunnermeier, 2009). Esto hizo que no se evaluaran correctamente los riesgos de cada préstamo, porque quien lo concedía no era quien sufría las consecuencias si el prestatario dejaba de pagar (Brunnermeier, 2009).

Con este modelo se expandió el mercado de las hipotecas subprime, préstamos concedidos a personas con escasa capacidad de pago y sin las garantías habituales (Brunnermeier, 2009). A través de la titulización, estas hipotecas se agrupaban en productos estructurados, como mortgage-backed securities (MBS) y collateralized debt obligations (CDO), que se revendían en los mercados de capitales (Brunnermeier, 2009). Las agencias de calificación asignaron a estos productos valoraciones elevadas que no reflejaban su verdadera exposición al riesgo, por lo que el riesgo de millones de hipotecas

de baja calidad quedó distribuido por todo el sistema financiero global de forma opaca (Brunnermeier, 2009).

Los bancos captaban fondos mayoristas en el mercado estadounidense y compraban productos titulizados, ampliando el crédito disponible en Estados Unidos sin que apareciera en las estadísticas oficiales de la balanza de pagos (Shin, 2012).

Cuando los precios de la vivienda empezaron a caer en 2006, el valor de estos productos estructurados también cayó y las entidades financieras, que los tenían en sus carteras, comenzaron a registrar pérdidas (Weinberg, 2013). La incertidumbre sobre la solvencia de las contrapartes bloqueó el mercado interbancario y el crédito dejó de fluir (Brunnermeier, 2009). El punto de inflexión llegó el 15 de septiembre de 2008, con la quiebra de Lehman Brothers, lo que generó una pérdida inmediata de confianza en todo el sistema financiero global (Brunnermeier, 2009).

Las causas de la crisis no pueden reducirse a errores individuales de gestión o a fallos técnicos del mercado (Helleiner, 2011). Durante años, la desregulación financiera promovida por los gobiernos y los reguladores había creado un entorno en el que los incentivos empujaban a asumir riesgos excesivos sin supervisión (Helleiner, 2011). La crisis de 2008 fue el resultado de decisiones políticas y regulatorias acumuladas en el tiempo, no un accidente (Helleiner, 2011).

3.2. Impacto en los mercados financieros globales

La volatilidad bursátil

La crisis afectó con dureza a las bolsas. La capitalización bursátil de los grandes bancos cayó más del doble de lo que perdieron por las hipotecas impagadas (Brunnermeier, 2009). La incertidumbre se disparó tras la quiebra de Lehman en septiembre de 2008 (Brunnermeier, 2009), y eso se puede ver reflejado en el índice VIX, que mide la volatilidad esperada del mercado estadounidense (Cboe Global Markets, s.f.). El VIX cerró el 20 de noviembre de 2008 en 80,86 puntos, su nivel más alto del año, frente a los valores en torno a 20 puntos previos a la crisis (Federal Reserve Bank of St. Louis, s.f.). La Figura 1 recoge esta evolución y deja ver el bloqueo y el pánico que paralizaron los mercados.

Figura 1. Evolución del índice de volatilidad (2008-2009)



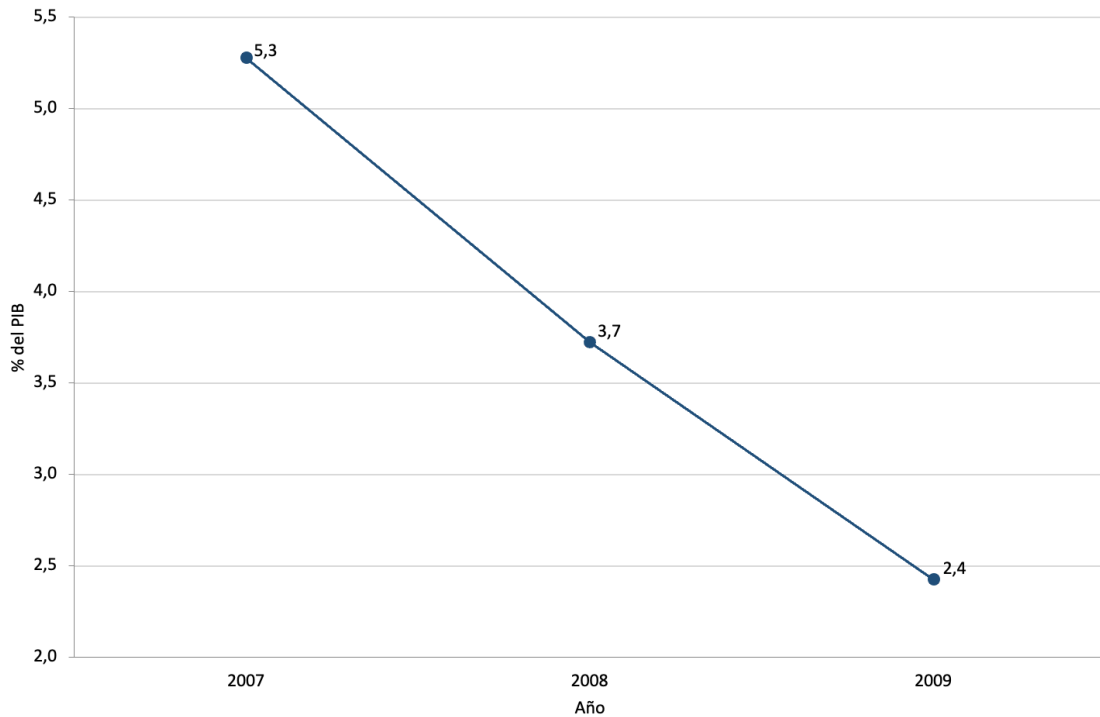
Fuente: elaboración propia a partir de Federal Reserve Bank of St. Louis (s.f.).

Los flujos de capital

El comportamiento de los flujos de capital se entiende distinguiendo entre flujos netos y brutos. La balanza por cuenta corriente solo mide los netos y oculta los grandes flujos brutos transfronterizos que son los que realmente determinan las condiciones de crédito (Shin, 2012). Cuando estalló la crisis, los grandes bancos globales, sobre todo los europeos, empezaron a reducir su deuda, dejando al sistema expuesto a fugas de capitales y trasladando la tensión a todo el sistema financiero internacional (Shin, 2012). Esta reversión se tradujo en una caída marcada de la financiación privada y las economías emergentes sufrieron además salidas abruptas de capital (FMI, 2009).

Esta retirada de capital se observa en la caída de la inversión extranjera directa como porcentaje del PIB mundial entre 2007 y 2009; que pasó de representar un 5,3% en 2007 a un 3,7% en 2008 y a un 2,4% en 2009, por lo que se redujo a menos de la mitad en dos años (Banco Mundial, s.f.). La Figura 2 muestra esta caída.

Figura 2. *Evolución de la inversión extranjera directa mundial (2007-2009)*

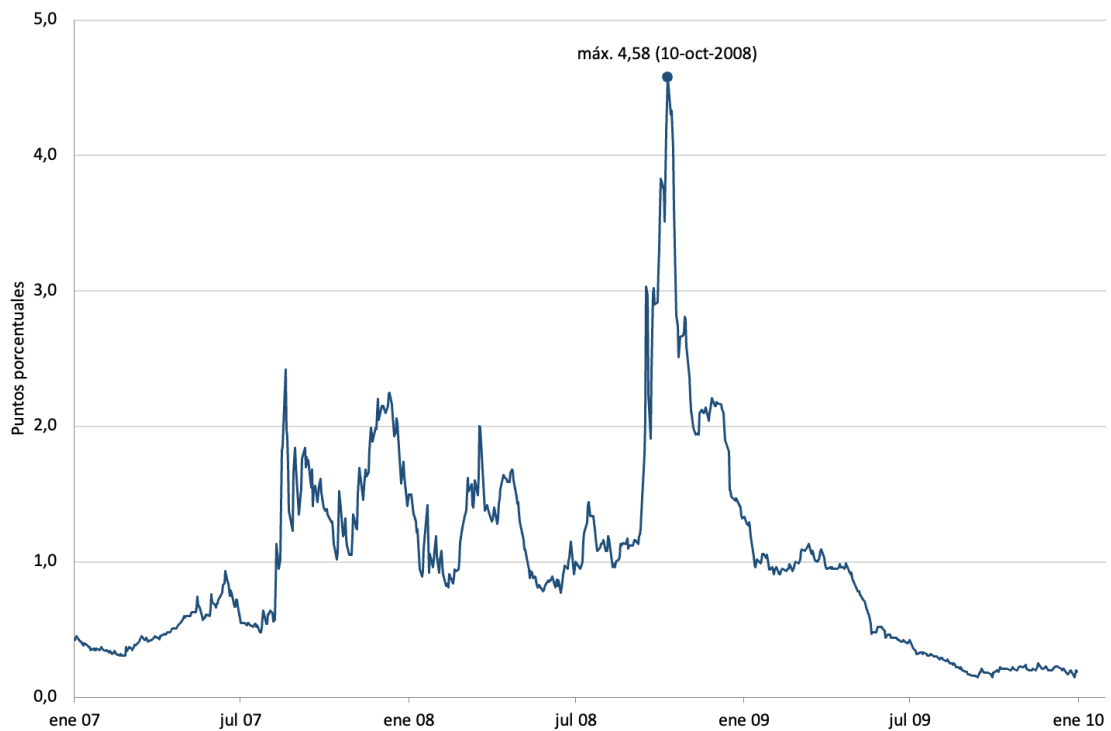


Fuente: elaboración propia a partir de Banco Mundial (s.f.).

Los tipos de interés

El estrés de la crisis se observó en el mercado interbancario, donde los bancos dejaron de prestarse entre sí por desconfianza (Brunnermeier, 2009). Ese estrés se refleja en el TED spread, que es la diferencia entre el tipo interbancario (LIBOR) y el tipo libre de riesgo de las letras del Tesoro; cuando sube, indica que los bancos cobran más por prestarse sin garantía (Brunnermeier, 2009). Como muestra la Figura 3, este diferencial se disparó tras la quiebra de Lehman alcanzando los 4,58 puntos en octubre de 2008 (Federal Reserve Bank of St. Louis, s.f.).

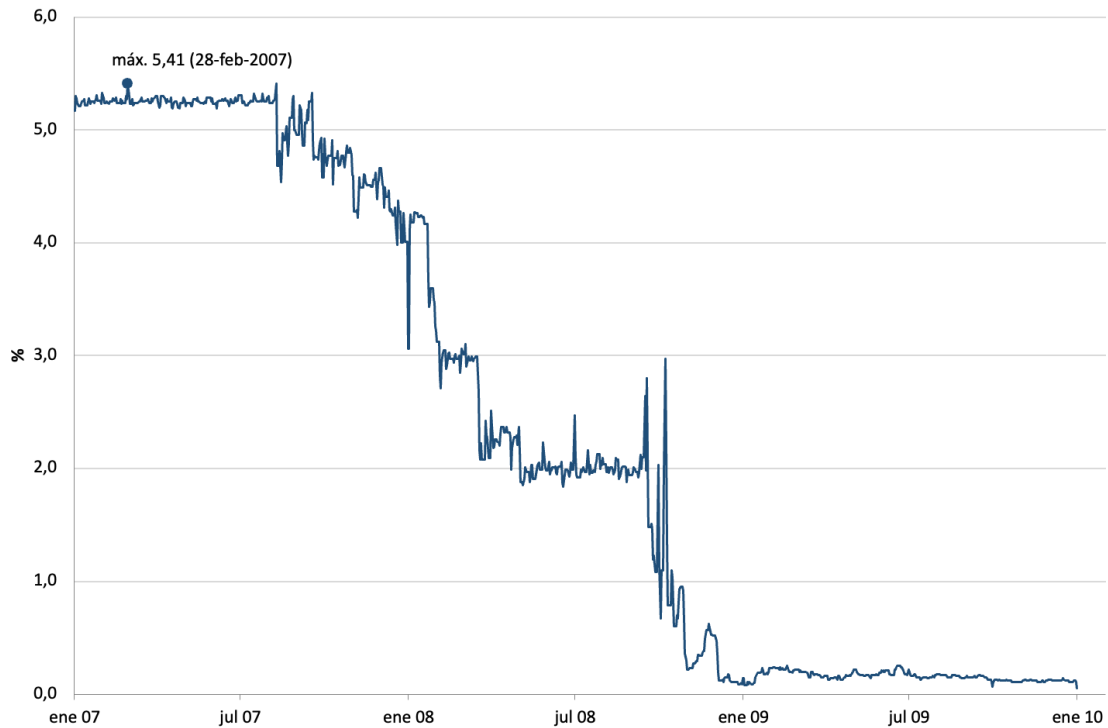
Figura 3. *Evolución del TED spread (2007-2009)*



Fuente: elaboración propia a partir de Federal Reserve Bank of St. Louis (s.f.).

La Reserva Federal respondió a esta tensión bajando los tipos de interés. De hecho, el proceso de reducción ya se había iniciado en septiembre de 2007 (Brunnermeier, 2009). Tal y como se recoge en la Figura 4, el tipo de los fondos federales pasó del 5,25% que mantenía en 2007 a prácticamente cero a finales de 2008 (Federal Reserve Bank of St. Louis, s.f.).

Figura 4. Evolución del tipo efectivo de los fondos federales (2007-2009)

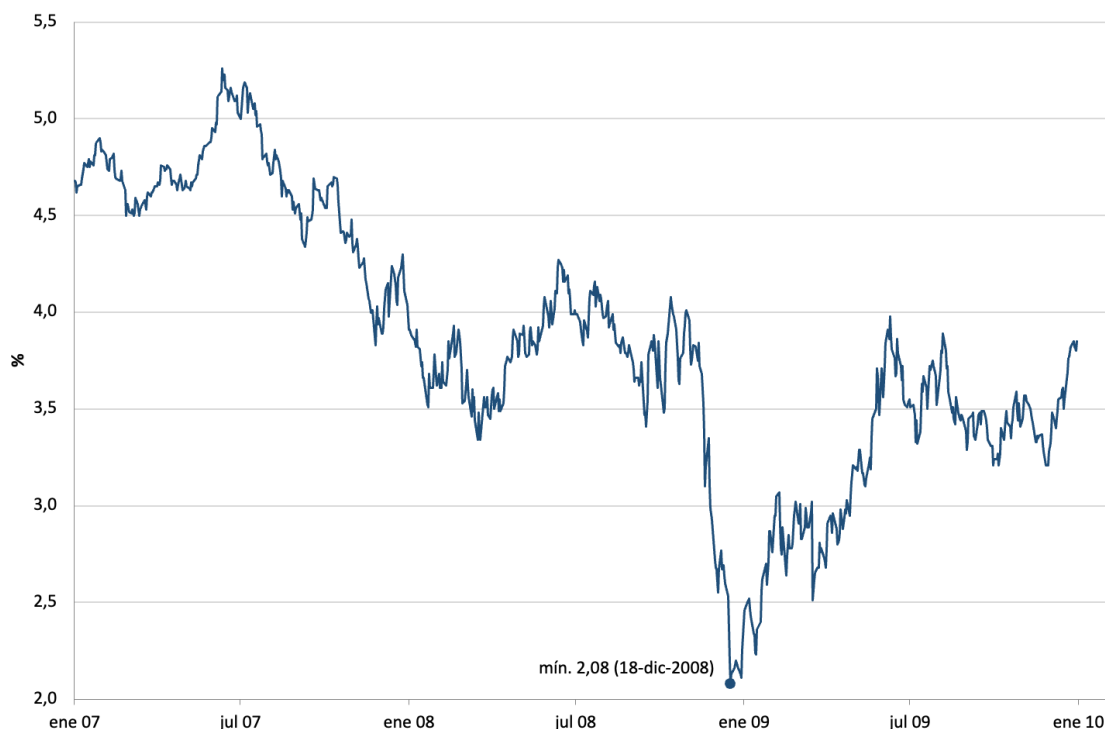


Fuente: elaboración propia a partir de Federal Reserve Bank of St. Louis (s.f.).

Los mercados de bonos soberanos

El impacto de la crisis sobre los mercados de deuda soberana fue desigual dependiendo de la posición de cada país en el sistema financiero (FMI, 2009). Ante el pánico, los inversores buscaron refugio en los activos más seguros, los bonos de Estados Unidos; pero al aumentar su demanda su precio sube y su rendimiento baja (Brunnermeier, 2009). Tal y como se observa en la Figura 5, el rendimiento del bono del Tesoro estadounidense a diez años cayó durante 2008 con valores en torno a un 4% a principios de año hasta un mínimo del 2,08%, lo que refleja la demanda de activos seguros (Federal Reserve Bank of St. Louis, s.f.).

Figura 5. Evolución del rendimiento del bono del Tesoro de EE. UU. (2007-2009)



Fuente: elaboración propia a partir de Federal Reserve Bank of St. Louis (s.f.).

En cambio, las economías emergentes experimentaron el efecto contrario: la preocupación por su sostenibilidad externa disparó sus primas de riesgo soberanas, sobre todo en Europa emergente y en América Latina (FMI, 2009). Así, se observa que la posición de cada país en el sistema financiero internacional condicionó cómo le afectó la crisis: mientras que Estados Unidos se reforzó como refugio, las economías emergentes pagaron más por financiarse (FMI, 2009).

3.3. Respuesta institucional internacional

El G20

La crisis de 2008 impulsó al G20 como el principal foro de coordinación internacional, compuesto por veinte países y sustituyendo al G8, foro que reunía a ocho economías esencialmente transatlánticas (Bradford y Linn, 2010).

En la cumbre de abril de 2009, los líderes acordaron movilizar unos 1,1 billones de dólares para sostener el crecimiento, financiar bancos y apoyar las balanzas de pagos de los países en desarrollo (G20, 2009). De esa cifra, 250.000 millones de dólares se destinaron a un aumento de los recursos del FMI, ampliable hasta 500.000 millones a través de los New Arrangements to Borrow (G20, 2009). Junto con el estímulo fiscal que

cada miembro aplicó de forma coordinada en el marco del G20, este movilizó cinco billones de dólares para reactivar la demanda global (Bradford y Linn, 2010).

Además, el G20 reforzó la arquitectura de supervisión, transformando el Foro de Estabilidad Financiera (FSF) en el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), con una estructura más formal y un mandato ampliado (G20, 2009). El FSB puede entenderse como un cuarto pilar de la arquitectura económica internacional, junto al FMI, el Banco Mundial y la Organización Mundial del Comercio (Helleiner, 2011).

El Fondo Monetario Internacional

Con los recursos reforzados por el G20, el FMI reactivó su papel de prestamista (Xafa, 2010). Sus recursos de préstamo se triplicaron y sus políticas se adaptaron hacia una intervención más rápida (Xafa, 2010). Por una parte, el Fondo creó la Flexible Credit Line, una línea de financiación para países con políticas sólidas que sufrían la crisis sin haberla provocado, y duplicó su capacidad de préstamo para las economías de bajos ingresos (Xafa, 2010). Por otra, ejecutó una asignación de 250.000 millones de dólares en DEG y las economías emergentes y en desarrollo recibieron unos 100.000 millones, lo que les proporcionó liquidez en ese momento (Xafa, 2010).

Esta transformación devolvió al Fondo una capacidad analítica y operativa que había perdido antes de la crisis (Xafa, 2010). Sin embargo, se debe matizar que la revitalización del FMI respondió en parte a la incomodidad por su falta de liderazgo previo, ya que disponía de un mandato formal para advertir sobre los desequilibrios globales y no lo activó hasta que la crisis estaba en marcha (Helleiner, 2011).

Los bancos centrales

Los bancos centrales sostuvieron la liquidez del sistema y ante la escasez global de dólares, la Reserva Federal activó líneas swap con otros bancos centrales (Mehrling, 2022). Las líneas swap son un acuerdo entre la Reserva Federal y otro banco central por el que la Fed le presta dólares de forma temporal, para que después ese banco central los distribuya a otros bancos de su país para reducir la escasez de dólares (Bahaj y Reis, 2022).

Esta red conectó a la Fed con los bancos centrales más importantes (el Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Banco de Japón, Banco de Canadá y Banco Nacional Suizo) y entre septiembre de 2008 y enero de 2009 las retiradas alcanzaron el

máximo de 586.000 millones de dólares (Bahaj y Reis, 2022). Las líneas funcionaban sin un tope fijo, es decir, la cantidad la determinaba la demanda de dólares de los bancos (Bahaj y Reis, 2022).

La evidencia posterior confirma que estas líneas fueron eficaces: pusieron un techo a los tipos del crédito interno y contuvieron el coste de obtener dólares, que se mide por las desviaciones de la paridad cubierta de tipos de interés (Bahaj y Reis, 2022)

3.4. Reajuste del orden financiero internacional

El peso de las economías emergentes

La incorporación de las grandes emergentes al G20 no fue un gesto simbólico, sino el reconocimiento del peso real que habían adquirido en el sistema (Drezner, 2012; Ikenberry, 2018). Este movimiento puede entenderse como un síntoma de una crisis de gobernanza en la que la vieja arquitectura, organizada en torno a las democracias liberales avanzadas, ya no podía gestionar por sí sola los problemas de un sistema más amplio y diverso (Ikenberry, 2018).

Ese peso se apoyaba en una posición financiera construida durante la década anterior; las reservas de China y otras emergentes habían crecido desde los noventa y se invertían en activos estadounidenses (Helleiner, 2011). Por ejemplo, China multiplicó esas reservas casi por diez en una década, hasta superar el billón y medio de dólares (Helleiner, 2011). La acumulación de reservas en manos de bancos centrales asiáticos y de Estados exportadores de petróleo, ya considerable antes de la crisis, adquirió una dimensión política que las grandes potencias financieras occidentales tardarían años en incorporar a sus estrategias (Helleiner, 2011).

En la reunión anual del FMI de 2009, se acordó transferir al menos el 5% de los votos a los miembros subrepresentados para 2011 (Xafa, 2010). Una vez concluidas las reformas, China se situaría como el tercer miembro con mayor poder de voto y los BRIC (Brasil, Rusia, India y China) estarían entre los 10 mayores accionistas del FMI (Drezner, 2012).

El papel del dólar como moneda de reserva

La crisis tuvo a EE. UU. en el epicentro, lo que dañó la legitimidad de su modelo financiero (Kirshner, 2013). El dólar mantuvo su centralidad como activo refugio durante la crisis, pero se abrió un debate público sobre la sostenibilidad de un sistema en el que

la principal moneda de reserva era la divisa del país en cuyo sistema financiero se había gestado el colapso (Eichengreen, 2023). Según los datos COFER, el dólar representaba en torno al 62,9% de las reservas mundiales de divisas asignadas a finales de 2008 (FMI, s.f.).

En China, la crisis provocó un “remordimiento del comprador” al ver los riesgos de estar ligada a la economía y al dólar estadounidenses (Kirshner, 2013). En marzo de 2009, el gobernador del Banco Popular de China, Zhou Xiaochuan, expresó su incomodidad con el dominio del dólar y la ventaja que le otorgaba a Estados Unidos (Kirshner, 2013).

Capítulo IV. La pandemia de COVID-19

4.1. Causas y contexto

La crisis de COVID-19 fue el resultado de un shock externo: la aparición y propagación global de un virus que obligó a paralizar buena parte de la actividad económica mundial (Shehzad et al., 2020).

El virus se detectó en la ciudad china de Wuhan a finales de 2019 y se propagó al resto del mundo en pocos meses (Shehzad et al., 2020). Por ello, los gobiernos comenzaron a adoptar medidas de contención, como cierres de fronteras, restricciones de movilidad y confinamientos generalizados de la población (McKibbin y Vines, 2020).

Las medidas sanitarias tuvieron un impacto inmediato sobre la economía real, ya que el aparato productivo mundial se detuvo, tanto por el lado de la oferta (cierres de fábricas, interrupción de cadenas de suministro) como por el lado de la demanda (caída del consumo, paralización de los servicios) (McKibbin y Vines, 2020). Este doble shock distingue al COVID-19 de cualquier recesión previa, debido a que no fue una contracción derivada de un ciclo económico ni de una crisis financiera, sino una decisión política de paralizar la actividad para contener un virus (McKibbin y Vines, 2020).

A pesar de su origen externo, el shock se trasladó a los mercados financieros. En los primeros días de marzo de 2020 se produjeron caídas históricas en las principales bolsas y ventas masivas de activos (Shehzad et al., 2020). Esto provocó una huida hacia la liquidez que llegó a afectar al mercado de bonos del Tesoro estadounidense (Mehrling, 2022).

La crisis de COVID-19 mostró así una nueva forma de vulnerabilidad del sistema financiero internacional. Un shock no financiero, originado en la economía real por motivos sanitarios, generó en pocas semanas una situación de fuerte tensión en los mercados (McKibbin y Vines, 2020). Esa capacidad de transmisión rápida entre la economía real y los mercados es una consecuencia de la interdependencia económica y financiera (Shin, 2012).

4.2. Impacto en los mercados financieros globales

La volatilidad bursátil

Pese al origen sanitario de la crisis, el shock se trasladó con rapidez a las bolsas, que sufrieron una caída en marzo de 2020 (Shehzad et al., 2020). Esa tensión se reflejó

en el índice VIX, que durante la pandemia alcanzó uno de sus niveles más altos (Shehzad et al., 2020). Tal como se recoge en la Figura 6, se disparó hasta alcanzar los 82,69 puntos el 16 de marzo (Federal Reserve Bank of St. Louis, s.f.). En general, el confinamiento afectó con fuerza a las principales bolsas, como el S&P 500 y el Nasdaq en Estados Unidos, o el IBEX 35 en España (Shehzad et al., 2020).

Figura 6. *Evolución del índice de volatilidad (2020)*



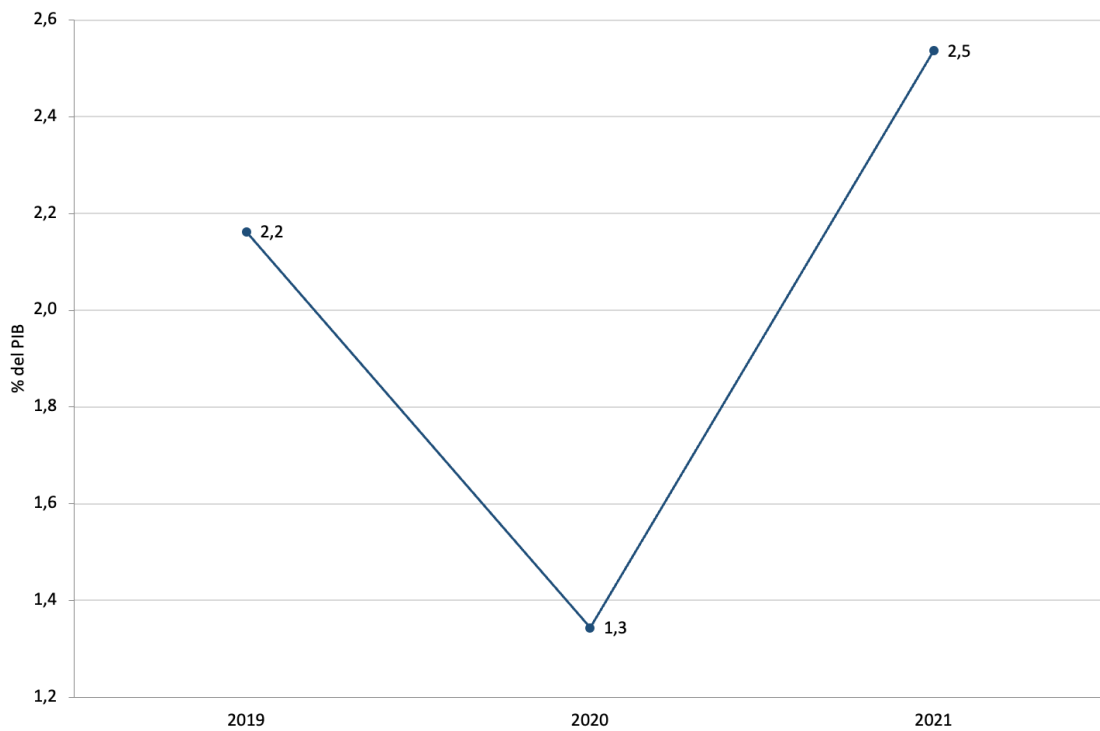
Fuente: elaboración propia a partir de Federal Reserve Bank of St. Louis (s.f.).

Los flujos de capital

La pandemia también afectó a los flujos de capital sobre todo hacia las economías emergentes (McKibbin y Vines, 2020). Muchas economías emergentes no pudieron aplicar las políticas de apoyo que necesitaban debido a su deuda pública y por las restricciones financieras que afrontaban (McKibbin y Vines, 2020). Además, existía el riesgo de que los inversores internacionales retirasen su dinero de estas economías, lo que podía hundir el valor de sus monedas y así originar crisis cambiarias (McKibbin y Vines, 2020).

Este retroceso se observa en la caída de la inversión extranjera directa mundial, que, tal como se muestra en la Figura 7, pasó del 2,2% del PIB mundial en 2019 al 1,3% en 2020, coincidiendo con el confinamiento global (Banco Mundial, s.f.).

Figura 7. *Evolución de la inversión extranjera directa mundial (2019-2021)*

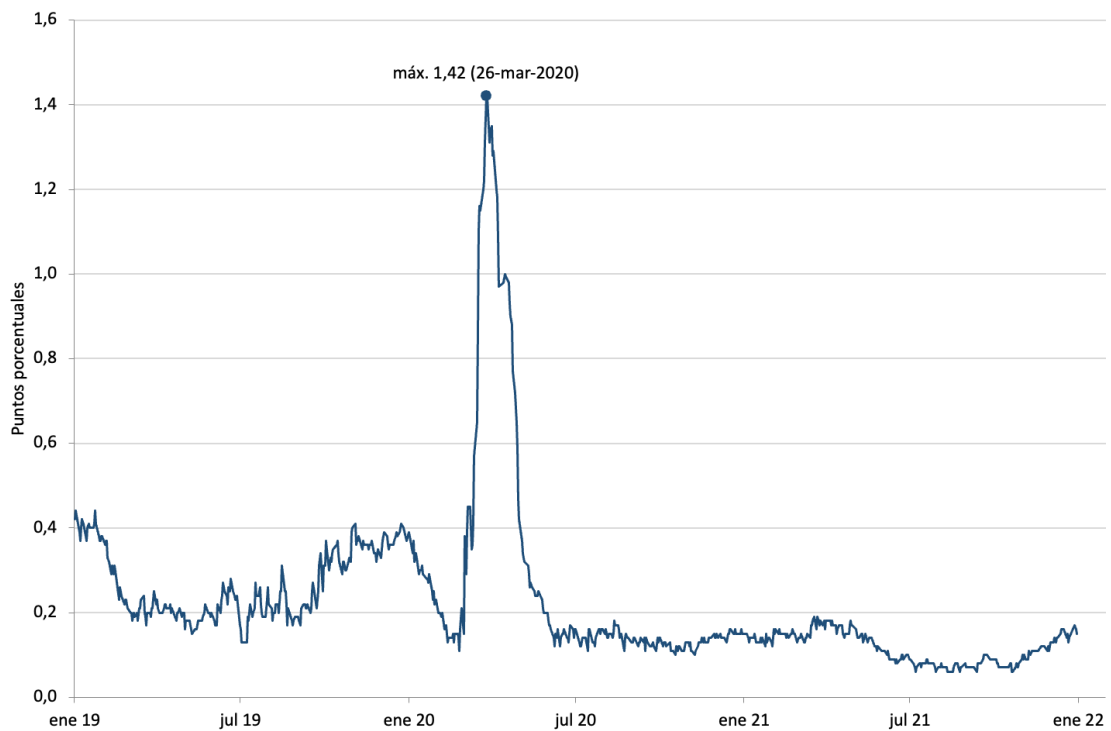


Fuente: elaboración propia a partir de Banco Mundial (s.f.).

Los tipos de interés

La velocidad definió la respuesta monetaria durante la pandemia; en pocas semanas se actuó sobre los tipos, ante un colapso de la actividad económica (McKibbin y Vines, 2020). En marzo de 2020, el estrés llegó al mercado interbancario y se reflejó en el TED spread, que se elevó hasta 1,42 puntos; pero volvió a bajar con rapidez, como recoge la Figura 8 (Federal Reserve Bank of St. Louis, s.f.).

Figura 8. Evolución del TED spread (2019-2021)



Fuente: elaboración propia a partir de Federal Reserve Bank of St. Louis (s.f.).

Ante un colapso de la actividad económica (McKibbin y Vines, 2020), la Reserva Federal reaccionó recortando el tipo de los fondos federales casi de golpe. Como se observa en la Figura 9, el tipo de interés pasó de alrededor del 1,5% al rango de 0-0,25% en poco tiempo (Federal Reserve Bank of St. Louis, s.f.).

Figura 9. Evolución del tipo efectivo de los fondos federales (2019-2021)



Fuente: elaboración propia a partir de Federal Reserve Bank of St. Louis (s.f.).

Los mercados de bonos soberanos

El comportamiento de la deuda soberana en la pandemia tuvo un rasgo singular: en el momento de más pánico, en marzo de 2020, los inversores vendieron los bonos del Tesoro de EE. UU., considerado el activo más seguro del mundo, para conseguir liquidez en dólares (Mehrling, 2022).

Tal como se observa en la Figura 10, este episodio se refleja en el rendimiento del bono estadounidense a diez años, que cayó a 0,54% el 9 de marzo de 2020 y, pocos días después, subió (Federal Reserve Bank of St. Louis, s.f.). Sin embargo, ese repunte no respondió a una mejora de la economía, sino a las ventas de bonos (Mehrling, 2022).

Figura 10. *Evolución del bono del Tesoro de EE. UU. (2019-2021)*



Fuente: elaboración propia a partir de Federal Reserve Bank of St. Louis (s.f.).

Además, las economías emergentes con una gran deuda pública apenas pudieron responder a la crisis, ya que estaban frenadas por sus restricciones financieras externas (McKibbin y Vines, 2020).

4.3. Respuesta institucional internacional

El G20

El G20 actuó como foro de coordinación para la crisis de COVID-19, pero su actuación fue limitada (McKibbin y Vines, 2020). En concreto, faltó una respuesta fiscal coordinada que habría elevado el PIB en torno a un 2,5% en el primer año en los países que aplicaran el estímulo, y más de un 1% en el resto (McKibbin y Vines, 2020). A esta falta de coordinación se sumó que muchos países emergentes no pudieron estimular su economía, por estar endeudados y depender de financiación externa (McKibbin y Vines, 2020).

El Fondo Monetario Internacional

El Fondo Monetario Internacional respondió a la pandemia con una medida centrada en inyectar liquidez a la economía mundial (FMI, 2021). En agosto de 2021 el

FMI aprobó la asignación de derechos especiales de giro, que son un activo de reserva que el Fondo crea y reparte entre los países para reforzar su liquidez (FMI, 2021). Su objetivo era reforzar las reservas mundiales, generar confianza y sostener la estabilidad de la economía global (FMI, 2021).

Los derechos estaban valorados en 650.000 millones de dólares y de esa cantidad, alrededor de 275.000 millones de dólares se destinaron a economías emergentes y en desarrollo (FMI, 2021). Los DEG se reparten en proporción al tamaño de cada economía, por lo que el Fondo animó a que los países más ricos cediesen una parte de los derechos que les correspondían a los más pobres, para apoyar su recuperación (FMI, 2021).

Los bancos centrales

Los bancos centrales fueron la institución que protagonizó la respuesta más rápida a la crisis (Mehrling, 2022). Ante la escasez global de dólares, la Fed amplió sus líneas *swap* con condiciones más fáciles: vencimientos más largos, operaciones más frecuentes y un menor coste (Bahaj y Reis, 2022). Esta escasez se debía a que gran parte del comercio y las finanzas se realizan en dólares y muchos bancos de fuera de Estados Unidos dependían de esta moneda para sus operaciones (Mehrling, 2022). A través de estas líneas, la Reserva Federal prestó casi 500.000 millones de dólares para reducir la escasez de dólares (Mehrling, 2022).

En julio de 2021, la Fed creó una nueva herramienta, la FIMA (Foreign and International Monetary Authorities) repo, que permite a otros bancos centrales obtener dólares entregando como garantía los bonos del Tesoro estadounidense que poseen (Mehrling, 2022). A diferencia de las líneas *swap*, que se activan durante las emergencias, esta facilidad se estableció con carácter permanente; por lo que los países que dispongan de esos bonos pueden conseguir dólares de forma inmediata sin necesidad de venderlos en el mercado (Mehrling, 2022).

4.4. Reajuste del orden financiero internacional

El peso de las economías emergentes

El efecto de la pandemia sobre el orden financiero consolidó las jerarquías existentes, ya que más que elevar a las economías emergentes, reveló su vulnerabilidad estructural dentro del sistema financiero internacional (McKibbin y Vines, 2020; Mehrling, 2022). Muchos países no pudieron dar una respuesta fiscal necesaria por sus

altos niveles de deuda pública y por las restricciones financieras externas que afrontaban (McKibbin y Vines, 2020). Estas tensiones pudieron aliviarse con el apoyo del FMI (Mehrling, 2022).

El papel del dólar como moneda de reserva

El dólar consolidó su centralidad en el sistema financiero internacional durante la pandemia (Mehrling, 2022). En el peor momento de la crisis, la demanda de dólares aumentó y la Reserva Federal se convirtió en prestamista internacional, dando liquidez a otros bancos centrales a través de las líneas *swap* (Bahaj y Reis, 2022; Mehrling, 2022). De esta forma, la crisis confirmó que el comercio y las finanzas internacionales seguían dependiendo de la moneda estadounidense y de la capacidad de la Reserva Federal para proporcionarla (Mehrling, 2022).

Según los datos COFER del Fondo Monetario Internacional, el dólar se mantuvo por encima del resto de monedas de la reserva mundial, con una cuota en torno al 59,5% a finales de 2020 (FMI, s.f.). Con la crisis quedó confirmada la dependencia del sistema en la Reserva Federal y la posición dominante del dólar en el orden financiero internacional (Eichengreen, 2023; Mehrling, 2022).

Capítulo V. La guerra de Ucrania

5.1. Causas y contexto

La guerra de Ucrania tiene su origen en un conflicto bélico convencional con una fuerte dimensión geopolítica (OCDE, 2022). Para entender sus efectos sobre los mercados financieros, es necesario partir del contexto geopolítico que enmarca el conflicto (Eichengreen, 2023), ya que las decisiones políticas han activado los mecanismos financieros (Mulder, 2022).

El conflicto se remonta a 2014, cuando Rusia anexionó Crimea y los separatistas prorrusos tomaron el control de Donetsk y Luhansk, las dos provincias que conforman la región del Donbás (Neely, 2022). Desde entonces, los enfrentamientos continuaron en esa región hasta la invasión rusa en 2022 (Neely, 2022).

Las tensiones se intensificaron a lo largo de 2021, con la concentración de tropas rusas en la frontera con Ucrania, y el 24 de febrero de 2022, Rusia inició la invasión militar en el territorio ucraniano, que dio paso al conflicto bélico más importante en suelo europeo desde la Segunda Guerra Mundial (OCDE, 2022). La respuesta de Occidente, formada por Estados Unidos, la Unión Europea (UE) y otros Estados occidentales, fue inmediata, con apoyo militar a Ucrania y un paquete de sanciones financieras de alcance sin precedentes (Mulder, 2022).

Las sanciones impuestas a Rusia son uno de los aspectos más distintivos de esta crisis. Por un lado, EE. UU., Canadá y la UE congelaron el acceso a las reservas de divisas rusas, que sumaban casi 640.000 millones de dólares (Neely, 2022). Por otro, varios bancos rusos fueron excluidos del sistema de mensajería interbancaria SWIFT (OCDE, 2022). Todo ello conformó el paquete sancionador más amplio jamás impuesto a una economía del tamaño de la rusa (Mulder, 2022).

Rusia y Ucrania ocupan una posición importante en la exportación de materias primas; juntos suponen el 30% del trigo mundial, el 20% del maíz, fertilizantes y gas natural, y el 11% del petróleo (OCDE, 2022). Por ello, la interrupción de los flujos comerciales habituales generó una subida en los precios de la energía y de las materias primas alimentarias en los países importadores netos de esos productos (OCDE, 2022).

La configuración del sistema monetario internacional responde tanto a las decisiones adoptadas por los Estados como a factores económicos Eichengreen (2023).

Desde esta perspectiva, la invasión rusa y las sanciones de Occidente se entienden como decisiones geopolíticas a las que los mercados financieros reaccionan.

Por una parte, la congelación de reservas y la exclusión de SWIFT confirman que las infraestructuras del sistema financiero internacional también funcionan como herramientas de política exterior (Farrell y Newman, 2019). Por otra parte, la magnitud de las sanciones ha abierto un debate sobre la sostenibilidad a largo plazo de un orden monetario centrado en el dólar, y algunos Estados buscan alternativas para reducir su exposición a las represalias (Eichengreen, 2023).

5.2. Impacto en los mercados financieros globales

La volatilidad bursátil

El impacto de la guerra en las bolsas globales fue moderado. La volatilidad esperada aumentó de forma contenida, de unos 30 a unos 34 puntos tras el inicio de la invasión y las bolsas cayeron en torno al 5-10% en las dos primeras semanas (Neely, 2022). Tal como se observa en la Figura 11, el VIX alcanzó su máximo de 36,45 puntos a principios de marzo de 2022 (Federal Reserve Bank of St. Louis, s.f.).

Esta contención se explica porque el golpe principal de la guerra no recayó sobre las bolsas, sino sobre los mercados de materias primas y de energía (OCDE, 2022). El precio mundial del petróleo subió alrededor de un 35% y el del trigo un 45% ante el temor a una caída de las exportaciones ucranianas (Neely, 2022).

Figura 11. *Evolución del índice de volatilidad (2022)*



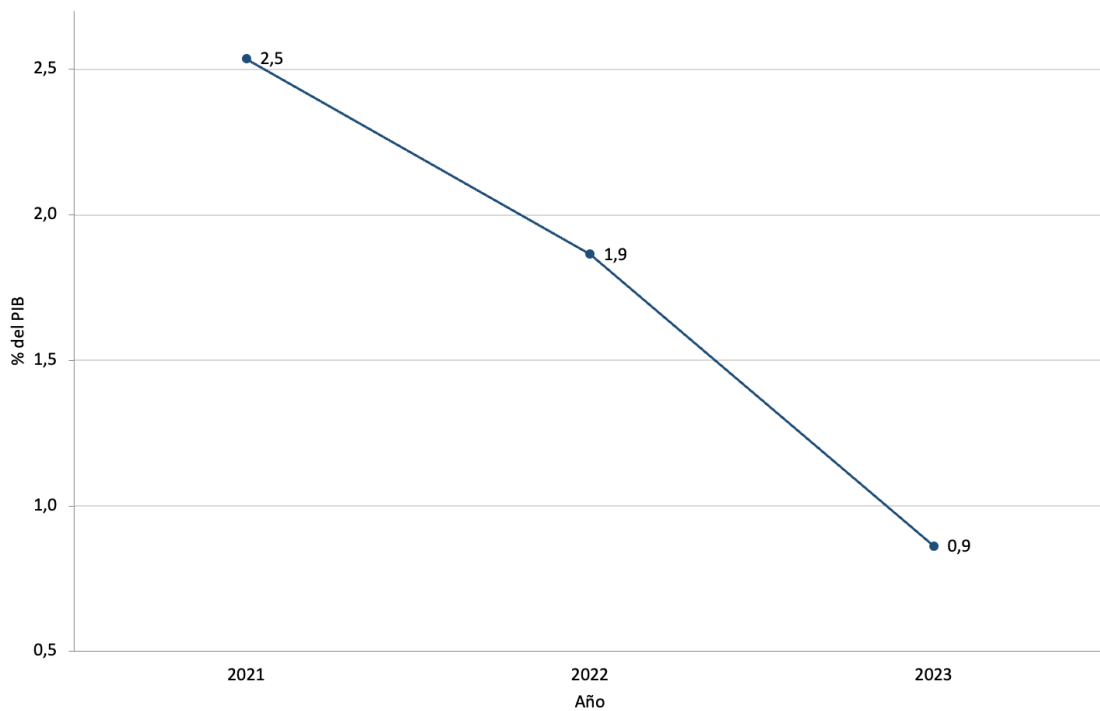
Fuente: elaboración propia a partir de Federal Reserve Bank of St. Louis (s.f.).

Los flujos de capital

La guerra provocó una fuga de capitales de los países directamente implicados (Ucrania y Rusia), que respondieron con medidas de emergencia para contenerla (Neely, 2022). Por un lado, el mismo día de la invasión Ucrania fijó un cambio de su moneda, cerró su bolsa e impuso controles de capital para frenar la salida de fondos (Neely, 2022). Por otro lado, Rusia, ante el desplome del rublo (moneda de Rusia), subió su tipo de interés y obligó a los exportadores a vender la mayor parte de sus divisas para sostener la moneda (Neely, 2022).

Sin embargo, la guerra no solo afectó a los países implicados, también amenazaba con provocar fugas de capitales de los países emergentes en general, ya debilitados desde finales de 2021 (OCDE, 2022). A escala global, la incertidumbre provocó una huida del capital hacia activos refugio, alejándose de los activos considerados de mayor riesgo (OCDE, 2022). Como recoge la Figura 12, esta caída de flujos también se refleja en la inversión extranjera directa mundial, que pasó del 2,5% del PIB en 2021 al 1,9% en 2022 (Banco Mundial, s.f.).

Figura 12. *Evolución de la inversión extranjera directa mundial (2021-2023)*



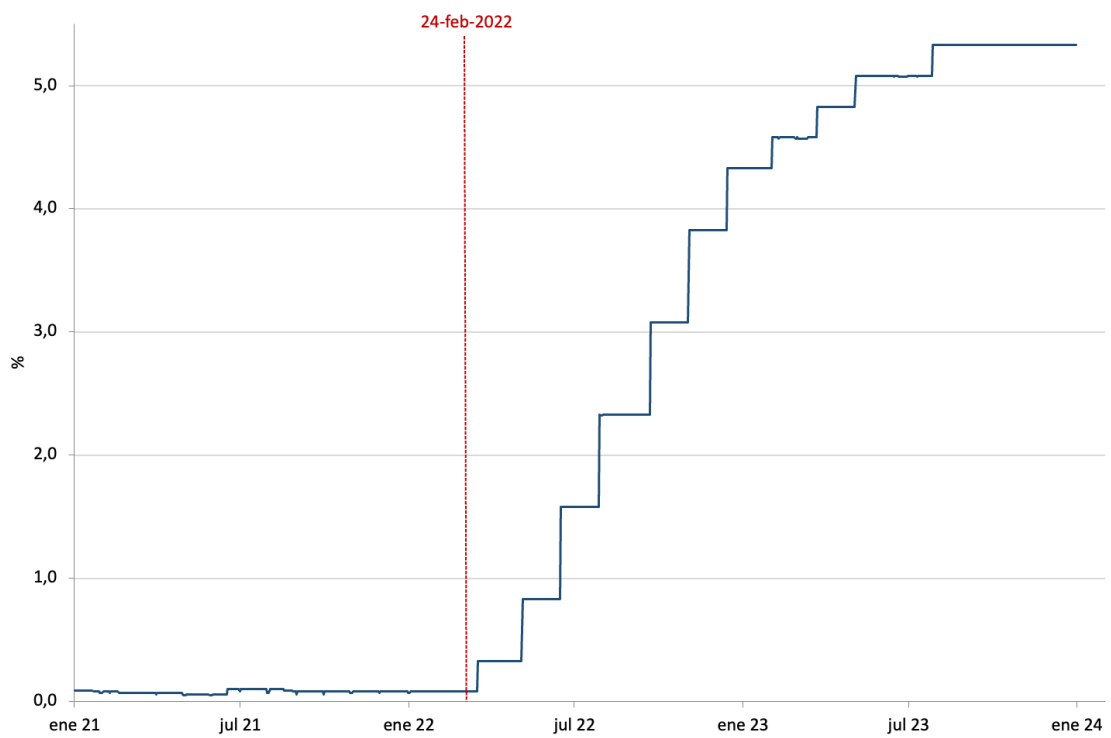
Fuente: elaboración propia a partir de Banco Mundial (s.f.).

Los tipos de interés

La guerra se desarrolló en un contexto de subida de los tipos de interés (OCDE, 2022). Las economías avanzadas estaban endureciendo su política monetaria para combatir la inflación, y la guerra empeoró la situación al disparar los precios de la energía y de las materias primas (OCDE, 2022).

Rusia subió su tipo de interés del 9,5% al 20% para defender su moneda frente a las sanciones, mientras que Ucrania evitó subirlo para no hundir su economía (Neely, 2022). Como recoge la Figura 13, la Fed aumentó el tipo efectivo del 0,08% al 4,33% desde principios hasta finales de 2022 (Federal Reserve Bank of St. Louis, s.f.).

Figura 13. Evolución del tipo efectivo de los fondos federales (2021-2023)



Fuente: elaboración propia a partir de Federal Reserve Bank of St. Louis (s.f.).

Los mercados de bonos soberanos

Como muestra la Figura 14, el rendimiento del bono del Tesoro estadounidense a diez años subió desde el 1,6% a principios de 2022 hasta el 4,25% en octubre de 2022 (Federal Reserve Bank of St. Louis, s.f.). Esta subida se produjo porque la Reserva Federal endureció su política monetaria para combatir la inflación, empeorada por la subida de los precios de la energía y de las materias primas (OCDE, 2022).

Figura 14. *Evolución del bono del Tesoro de EE. UU. (2021-2023)*



Fuente: elaboración propia a partir de Federal Reserve Bank of St. Louis (s.f.).

El análisis del Tesoro se complementa con los CDS soberanos, que miden el riesgo de impago de un país. La guerra elevó la percepción de riesgo sobre la deuda soberana y no solo en los países en conflicto (Neely, 2022). Esto se reflejó en los CDS soberanos (un indicador del riesgo de impago de un país) y los mercados percibieron la guerra como un riesgo fiscal incluso para los países que no estaban implicados (Neely, 2022). En concreto, las primas de los CDS soberanos aumentaron en Rusia y en varios mercados europeos (OCDE, 2022).

En el caso de Rusia, el riesgo de impago no nació de la insolvencia, sino de las sanciones, que amenazaban con impedirle pagar a sus acreedores de bonos en dólares, lo que podía empujarla al impago pese a disponer de fondos (Neely, 2022).

5.3. Respuesta institucional internacional

El G20

El G20 quedó bloqueado como foro de coordinación. La cumbre de Bali en noviembre de 2022 fue el primer encuentro de líderes tras el inicio de la invasión y estuvo marcada por una división interna, ya que Rusia es miembro del G20 (Jütten, 2022). Pese

a la división, el foro logró emitir una declaración final en la que la mayoría de los miembros condenó la invasión (Jütten, 2022).

Ante este bloqueo, la respuesta se desplazó fuera del marco multilateral hacia una coalición de Estados occidentales (Mulder, 2022). En febrero de 2022, una de las medidas que iniciaron los Estados Unidos y la Unión Europea fue excluir a varios bancos rusos del sistema SWIFT (Neely, 2022). Además, otra de las medidas que llevaron a cabo fue la congelación de las reservas de divisas rusas por parte de EE. UU., Canadá y la UE depositadas en sus instituciones financieras (Neely, 2022).

El Fondo Monetario Internacional

El Fondo Monetario Internacional se centró en evaluar y vigilar el impacto económico de la guerra (Neely, 2022). En concreto, el FMI se enfocó en revisar sus previsiones, anticipando una caída del PIB ruso y una desaceleración del crecimiento mundial (Neely, 2022).

Los bancos centrales

En 2022, los bancos centrales de las economías avanzadas estaban subiendo los tipos para combatir la inflación y la Reserva Federal endureció su política para combatir la inflación aumentando su tipo de referencia en marzo y en mayo de ese año (Neely, 2022).

5.4. Reajuste del orden financiero internacional

El peso de las economías emergentes

En el conflicto, el peso de las economías emergentes se manifestó en el avance de China como alternativa financiera (Eichengreen, 2023). Ante las sanciones, Rusia recurrió al renminbi y al sistema de pagos chino, conocido como CIPS, lo que reforzó el papel de China como alternativa a los canales occidentales (Eichengreen, 2023). Esto impulsó a otras países emergentes, como India, Brasil o los del Golfo, a reducir su dependencia del dólar (Otero-Iglesias y González-Agote, 2023). No obstante, este avance es todavía limitado: al ritmo actual, harían falta décadas para que los pagos en renminbi llegaran a rivalizar con los realizados en dólares (Eichengreen, 2023).

El papel del dólar como moneda de reserva

El dólar sigue siendo el eje central del comercio, las finanzas y las reservas globales (Otero-Iglesias y González-Agote, 2023). De hecho, hay quien afirma que la pandemia, la guerra y las sanciones la han reforzado la moneda y continúa utilizándose más que ninguna otra (Otero-Iglesias y González-Agote, 2023). En 2022 el dólar representaba cerca del 59,0% de las reservas mundiales, por delante del renminbi, que se mantenía por debajo del 3% (FMI, s.f.).

Sin embargo, las tensiones geopolíticas y las sanciones a Rusia muestran que su centralidad disminuye poco a poco y que otros países ganan peso en el sistema monetario (Otero-Iglesias y González-Agote, 2023). La guerra comercial entre Estados Unidos y China y las sanciones a Rusia han hecho que cada vez más países quieran depender menos del dólar (Otero-Iglesias y González-Agote, 2023). Además, las transformaciones del sistema monetario internacional no suelen ocurrir de forma rápida y responden a factores tanto políticos como económicos (Eichengreen, 2023).

Capítulo VI. Análisis comparativo

En este capítulo se comparan la crisis financiera de 2008, la pandemia de COVID-19 y la guerra entre Rusia y Ucrania para identificar sus similitudes y sus diferencias, y con ello responder a la pregunta de investigación de este trabajo. La comparación se organiza en torno al impacto en los mercados financieros, a la respuesta institucional internacional y al reajuste del orden financiero internacional.

6.1. Comparativa del impacto en los mercados financieros

El análisis comparativo del impacto en los mercados financieros se realiza a través de la volatilidad bursátil, los flujos de capital, los tipos de interés y los bonos soberanos. Siempre que es posible, se utiliza el mismo indicador y la comparación se centra en mostrar cómo se percibió cada caso en los mercados.

La volatilidad bursátil

La volatilidad bursátil se compara con el índice VIX. La semejanza más clara está entre 2008 y la pandemia, en las que el VIX aumentó por encima de los 80 puntos. En 2008 cerró en 80,86 puntos el 20 de noviembre y en la pandemia alcanzó 82,69 puntos el 16 de marzo, frente a valores en torno a 20 puntos antes de cada crisis (Federal Reserve Bank of St. Louis, s.f.), un nivel que reflejó el pánico y el bloqueo de los mercados (Brunnermeier, 2009; Shehzad et al., 2020).

La diferencia entre ambas está en la duración. Por un lado, en 2008 la volatilidad se mantuvo alta mucho tiempo, con un bloqueo de los mercados que se prolongó (Brunnermeier, 2009). Por otro lado, en la pandemia el VIX bajó en pocos meses (Federal Reserve Bank of St. Louis, s.f.).

En cambio, en la guerra de Ucrania no se observó una volatilidad tan elevada. El VIX subió poco, de unos 30 a unos 34 puntos al inicio de la invasión, con un máximo de 36,45 puntos a principios de marzo de 2022 (Federal Reserve Bank of St. Louis, s.f.; Neely, 2022). Además, las bolsas cayeron en torno al 5%-10% (Neely, 2022); ya que el golpe más fuerte no recayó sobre ellas, sino sobre las materias primas y la energía (OCDE, 2022).

En resumen, la crisis financiera de 2008 y la pandemia de COVID-19 fueron crisis de pánico en las bolsas, mientras que en la guerra de Ucrania el VIX apenas varió porque el golpe llegó por otro lado.

Los flujos de capital

Los flujos de capital se comparan con la inversión extranjera directa como porcentaje del PIB mundial. Se observa que en las tres crisis cayó: en 2008 pasó del 5,3% del PIB mundial en 2007 al 2,4% en 2009; en la pandemia bajó del 2,2% en 2019 al 1,3% en 2020; y en la guerra de Ucrania, del 2,5% en 2021 al 1,9% en 2022 (Banco Mundial, s.f.).

No obstante, el motivo de esa caída es diferente para cada caso. En 2008 la caída vino del desapalancamiento de los bancos europeos, que arrastraron al resto del sistema (Shin, 2012) y provocaron salidas de capital en las economías emergentes (FMI, 2009). En cambio, en la pandemia fue distinto: las economías emergentes no pudieron aplicar las políticas de apoyo que necesitaban por su deuda y sus restricciones, y se arriesgaban a que los inversores se retiraran (McKibbin y Vines, 2020). En Ucrania la causa fue el propio conflicto: Ucrania impuso controles de capital y Rusia tomó medidas para sostener el rublo (Neely, 2022), mientras la incertidumbre llevaba el capital hacia activos refugio (OCDE, 2022).

Así, la inversión cayó en las tres crisis, pero por motivos distintos: un problema financiero en la crisis financiera de 2008, las limitaciones de las economías emergentes en la pandemia de COVID-19 y el propio conflicto en la guerra de Ucrania.

Los tipos de interés

Los tipos de interés se comparan con el tipo de los fondos federales de la Reserva Federal y el estrés del mercado interbancario con el TED spread.

En 2008 y en la pandemia el estrés interbancario fue intenso: el TED spread alcanzó los 4,58 puntos en 2008 y llegó a 1,42 puntos en marzo de 2020 (Federal Reserve Bank of St. Louis, s.f.). En los dos casos los tipos de interés de la Fed se redujeron: del 5,25% de 2007 a casi cero en 2008, y del 1,5% al rango del 0-0,25% en la pandemia (Federal Reserve Bank of St. Louis, s.f.).

Sin embargo, en la guerra de Ucrania los tipos de interés se incrementaron. La crisis llegó en un contexto de subida de tipos para frenar la inflación (OCDE, 2022): la Fed subió el tipo efectivo del 0,08% a principios de 2022 al 4,33% a final de año (Federal Reserve Bank of St. Louis, s.f.). Rusia subió su tipo del 9,5% al 20% para defender el rublo, mientras que Ucrania no lo subió y recurrió a controles de capital (Neely, 2022).

El TED spread dejó de publicarse en enero de 2022 (Federal Reserve Bank of St. Louis, s.f.), por lo que aquí el indicador comparable es el propio tipo de los fondos federales.

En resumen, el estrés interbancario fue elevado en la crisis financiera de 2008 y en la pandemia de COVID-19. Además, los tipos de interés se redujeron en los dos casos y se incrementaron en la guerra de Ucrania.

Los mercados de bonos soberanos

Para analizar el comportamiento de los bonos soberanos, indicadores de la solvencia y refugio que el mercado atribuye a cada Estado, se analiza el bono del Tesoro estadounidense a 10 años, y en el caso de la guerra de Ucrania se complementa con los CDS soberanos, que miden el riesgo de impago de un país. El riesgo subió en los tres casos, pero no de la misma forma.

En la crisis de 2008 dominó la huida hacia la seguridad. Los inversores se refugiaron en el bono del Tesoro de EE. UU. a diez años, cuyo rendimiento bajó hasta el 2,08% (Federal Reserve Bank of St. Louis, s.f.), mientras subían las primas de riesgo de las economías emergentes (FMI, 2009).

El comportamiento de la pandemia fue distinto. Al principio, en marzo de 2020, los inversores también se refugiaron en el bono del Tesoro estadounidense y su rendimiento cayó al 0,54% (Federal Reserve Bank of St. Louis, s.f.). Pero en lo peor de la tensión los inversores lo vendieron, considerado el más seguro, para conseguir liquidez en dólares, y el rendimiento subió. La Reserva Federal, como operador de última instancia, absorbió esa presión vendedora y el rendimiento volvió a bajar (Mehrling, 2022).

En la guerra de Ucrania, a diferencia de 2008 y de la pandemia, el aumento del riesgo en este caso fue sobre todo geopolítico y se reflejó en las primas de los CDS soberanos, que aumentaron en Rusia y en varios mercados europeos (OCDE, 2022). El peligro de impago de Rusia no venía de la falta de fondos, sino de las sanciones, que le impedían pagar a sus acreedores en dólares (Neely, 2022).

Se observa así, que la percepción del riesgo aumentó en las tres crisis, pero por caminos distintos: como huida hacia el refugio en la crisis financiera de 2008, como falta de liquidez en la pandemia de COVID-19 y como riesgo de impago por sanciones en la guerra de Ucrania.

En conjunto, el impacto en los mercados fue desigual; y esa desigualdad se explica desde el constructivismo, entendiendo que los indicadores económicos analizados también reflejan la confianza que los inversores depositaban en el sistema en cada momento. Una confianza que se construye de forma colectiva y se reordena cuando estalla la crisis (Hopf, 1998; Wendt, 1992). Por un lado, en la crisis financiera de 2008, originada dentro del propio sistema, esa confianza se hundió en todos los frentes. Con una volatilidad máxima y prolongada, con la mayor caída en la inversión mundial y con el estrés interbancario disparado, el capital se refugió en los bonos del Tesoro estadounidense. Por otro lado, en la pandemia de COVID-19, la volatilidad igualó a la de 2008, pero la crisis se interpretó como un problema de liquidez y no de solvencia, con lo que el estrés interbancario fue menor. La actuación de la Reserva Federal devolvió la confianza y el sistema se estabilizó. Sin embargo, en la guerra de Ucrania, el riesgo se interpretó como geopolítico y localizado, de modo que la volatilidad se mantuvo contenida y el impacto se concentró en las materias primas y la energía. Del mismo modo, la imposición de sanciones a Rusia se interpretó como un riesgo de impago que afectó directamente a los bonos soberanos rusos. La Tabla 1 resume la intensidad del impacto en cada caso, y la Tabla 2 muestra dónde y cómo se concentró.

Tabla 1. *Comparativa de la intensidad del impacto en los mercados financieros*

Elemento	Crisis de 2008	COVID-19	Guerra de Ucrania
Volatilidad bursátil	VIX 80,86 (nov. 2008)	VIX 82,69 (mar. 2020)	VIX 36,45 (mar. 2022)
Flujos de capital	IED 5,3% (2007) a 2,4% (2009)	IED 2,2% (2019) a 1,3% (2020)	IED 2,54% (2021) a 1,9% (2022)
Estrés interbancario	TED Spread 4,58 pts (oct. 2008)	TED Spread 1,42 pts (mar. 2020)	Serie discontinuada, (ene. 2022)
Bonos soberanos	Tesoro (EE. UU. 10 años) 2,08% (dic. 2008)	Tesoro (EE. UU. 10 años) 0,54% (mar. 2020)	CDS soberanos rusos al alza

Fuente: elaboración propia a partir de los capítulos III, IV y V.

Tabla 2. *Dónde y cómo se concentró el impacto en los mercados financieros*

Crisis	Dónde	Cómo
Crisis de 2008	Mercado interbancario Flujos de capital	Pánico financiero prolongado La banca europea se desapalanca
COVID-19	Bolsas (volatilidad) Financiación en dólares	Pánico breve Tensión de liquidez que Fed contiene
Guerra de Ucrania	Materias primas, energía y tipos de interés	Golpe geopolítico Las bolsas resisten Riesgo de impago ruso por sanciones

Fuente: elaboración propia a partir de los capítulos III, IV y V.

6.2. Comparativa de la respuesta institucional internacional

En este apartado se comparan la respuesta institucional del G20, del FMI y de los bancos centrales, con atención a las líneas *swap* de la Reserva Federal. La comparación se centra en la capacidad de las instituciones para dar una respuesta coordinada.

El G20

La actuación del G20 fue distinta en cada caso y fue a menos. En la crisis financiera de 2008 asumió la coordinación de la respuesta y sustituyó al G8 como principal foro (Bradford y Linn, 2010). En la cumbre de abril de 2009 sus líderes acordaron movilizar cerca de 1,1 billones de dólares. De esa cifra, 250.000 millones reforzaron los recursos del FMI, ampliables hasta 500.000 millones a través de los New Arrangements to Borrow (G20, 2009). Sumando el estímulo fiscal de cada miembro, el foro movilizó cinco billones de dólares para reactivar la demanda mundial (Bradford y Linn, 2010). Además, creó el Consejo de Estabilidad Financiera, que puede entenderse como un cuarto pilar de la arquitectura económica internacional, junto al FMI, el Banco Mundial y la Organización Mundial del Comercio (Helleiner, 2011).

A diferencia de la crisis financiera de 2008, en la pandemia la actuación del G20 fue limitada. Los países no coordinaron sus respuestas fiscales y muchos emergentes no pudieron estimular su economía por su nivel de deuda (McKibbin y Vines, 2020). En la guerra de Ucrania el foro quedó bloqueado. Así, la cumbre de Bali estuvo marcada por la división interna, porque Rusia es miembro del G20, aunque la mayoría de los países

condenó la invasión en la declaración final (Jütten, 2022). Ante ese bloqueo, la respuesta se desplazó fuera del marco multilateral, hacia una coalición de Estados occidentales que adoptó las sanciones financieras contra Rusia (Mulder, 2022; Neely, 2022). En este caso la respuesta institucional, no fue sólo menos cooperativa, sino que fue opuesta a la de 2008. De esta forma, el G20 pasó de coordinar la respuesta global en la crisis financiera de 2008 a quedar paralizado por la composición de sus propios miembros en la guerra de Ucrania.

El Fondo Monetario Internacional

El FMI intervino en las tres crisis, pero con un alcance muy distinto en cada una. En 2008 recuperó su papel de prestamista gracias a los recursos reforzados por el G20. También, triplicó su capacidad de préstamo, creó la Flexible Credit Line para países con políticas sólidas y asignó 250.000 millones de dólares en DEG, de los que unos 100.000 millones fueron a economías emergentes y en desarrollo (Xafa, 2010). En la pandemia se centró en inyectar liquidez a la economía mundial con una nueva asignación de DEG de 650.000 millones de dólares, de los que unos 275.000 millones fueron a economías emergentes y en desarrollo (FMI, 2021).

Por el contrario, el papel del FMI en la guerra de Ucrania fue más limitado, centrándose en evaluar y vigilar el impacto económico del conflicto, así como en revisar sus previsiones de crecimiento (Neely, 2022).

Los bancos centrales

En la crisis de financiera de 2008 y en la pandemia de COVID-19 la respuesta fue la misma. En 2008 la Fed activó estas líneas con los principales bancos centrales ante la escasez global de dólares, y su importe alcanzó un máximo de 586.000 millones de dólares entre septiembre de 2008 y enero de 2009 (Bahaj y Reis, 2022). Del mismo modo, en la pandemia amplió las líneas con condiciones más favorables y prestó cerca de 500.000 millones de dólares (Mehrling, 2022). Además, en julio de 2021 creó la FIMA repo de la Reserva Federal, que permite a otros bancos centrales obtener dólares entregando bonos estadounidenses como garantía (Mehrling, 2022).

Sin embargo, en la guerra de Ucrania ocurrió lo contrario. En 2022, la Reserva Federal endureció su política monetaria en vez de proveer liquidez, en línea con la subida general de tipos para combatir la inflación (OCDE, 2022). Por eso no recurrió a las líneas

swap: el instrumento que sostuvo el sistema en 2008 y en la pandemia no se activó aquí, porque la prioridad ya no era la liquidez, sino la inflación.

En conjunto, la respuesta institucional no fue igual ante las crisis; y esa desigualdad se explica desde el liberalismo institucional, entendiendo que las instituciones mantienen la cooperación cuando los Estados comparten un interés que hace que cooperar valga más que no hacerlo (Ikenberry, 2018; Spindler, 2013b). Por un lado, la crisis financiera de 2008 golpeó a todos a la vez, por lo que ese interés común fue máximo y las instituciones actuaron en la misma dirección. El G20 tomó el mando y creó el Consejo de Estabilidad Financiera, el FMI recuperó su papel de prestamista reforzado y la Reserva Federal activó las líneas swap para repartir dólares. Por otro lado, en la pandemia de COVID-19 el interés común seguía existiendo, pero la cooperación fue parcial. El G20 no logró coordinar la respuesta fiscal; pero el FMI como proveedor de liquidez, y la Reserva Federal, con las líneas swap, sostuvieron el sistema. Sin embargo, en la guerra de Ucrania, la crisis enfrentó a los propios miembros y ese interés común desapareció. El G20 quedó bloqueado, el FMI se limitó a vigilar el impacto y la Reserva Federal endureció su política en vez de proveer liquidez. La Tabla 3 resume la respuesta institucional internacional en los tres casos.

Tabla 3. *Comparativa de la respuesta institucional internacional*

Institución	Crisis de 2008	COVID-19	Guerra deUcrania
G20	Coordinador principal	Actuación limitada	Bloqueado
FMI	Prestamista reforzado	Proveedor de liquidez	Papel limitado a vigilancia y provisiones
Bancos centrales	La Fed activa líneas <i>swap</i>	La Fed amplía las líneas <i>swap</i> y crea la FIMA repo	La Fed endurece su política monetaria.

Fuente: elaboración propia a partir de los capítulos III, IV y V.

6.3. Comparativa del reajuste del orden financiero internacional

En este apartado se compara cómo quedó el orden financiero internacional después de cada crisis, a partir del peso de las economías emergentes en la gobernanza y

del papel del dólar como moneda de reserva. Esta comparación se centra en ver cómo evolucionó el peso de las emergentes y la centralidad del dólar.

El peso de las economías emergentes

El peso de las economías emergentes evolucionó de forma distinta en cada crisis. En la crisis financiera de 2008, su relevancia aumentó al consolidarse el G20 como principal foro de cooperación económica y con la reforma de cuotas del FMI que situaría a los BRIC entre los diez mayores accionistas del Fondo (Drezner, 2012). La incorporación de las grandes emergentes no fue un gesto simbólico, sino el reconocimiento del peso real que habían adquirido en el sistema (Ikenberry, 2018), un peso apoyado en la posición financiera que habían construido durante la década anterior (Helleiner, 2011).

En la pandemia de COVID-19 la posición de las emergentes no cambió; pero la crisis reveló su vulnerabilidad (McKibbin y Vines, 2020; Mehrling, 2022). Muchos países no pudieron dar la respuesta fiscal que necesitaban por su deuda y sus restricciones financieras, y solo aliviaron esas tensiones con el apoyo del FMI (McKibbin y Vines, 2020; Mehrling, 2022).

En la guerra de Ucrania el peso de las emergentes se vio a través de China como alternativa financiera. Ante las sanciones, Rusia recurrió al renminbi y al sistema de pagos chino, el CIPS, lo que reforzó el papel de China frente a los países occidentales (Eichengreen, 2023). Esto empujó a otras potencias emergentes a reducir su dependencia del dólar (Otero-Iglesias y González-Agote, 2023). Aun así, el avance es escaso, debido que al ritmo actual harían falta décadas para que los pagos en renminbi llegaran al nivel de los realizados en dólares (Eichengreen, 2023).

De esta forma, las economías emergentes pasaron de ganar voz en la gobernanza en la crisis financiera de 2008 a mostrar su fragilidad en la pandemia de COVID-19 y, en la guerra de Ucrania, a buscar alternativas al sistema occidental sin llegar a sustituirlo.

El papel del dólar como moneda de reserva

El dólar como mantuvo su centralidad en las tres crisis. Por un lado, en la crisis financiera de 2008 conservó su condición de activo refugio, con un 62,9% de las reservas mundiales (FMI, s.f.); pero se cuestionó la sostenibilidad de un sistema cuya moneda de reserva era la divisa del país donde se había originado el colapso (Eichengreen, 2023).

Así lo expresó, en marzo de 2009, el gobernador del Banco Popular de China cuando criticó el dominio del dólar y la ventaja que otorgaba a EE. UU. (Kirshner, 2013).

Por otro, con la pandemia de COVID-19 el dólar consolidó su centralidad. La demanda de la divisa aumentó en el peor momento de la crisis y la Reserva Federal actuó como prestamista internacional a través de las líneas swap (Bahaj y Reis, 2022; Mehrling, 2022). Según los datos COFER, el dólar se mantuvo por encima del resto de monedas con un 59,5% de las reservas mundiales (FMI, s.f.), lo que confirmó la dependencia del sistema respecto del dólar (Eichengreen, 2023).

Por último, en la guerra de Ucrania el dólar siguió siendo el protagonista del comercio, las finanzas y las reservas globales (Eichengreen, 2023; Otero-Iglesias y González-Agote, 2023), con cerca del 59,0% de las reservas mundiales frente a un renminbi por debajo del 3% (FMI, s.f.). Aun así, las tensiones geopolíticas y las sanciones a Rusia están abriendo paso a otras divisas, aunque el cambio sea lento (Otero-Iglesias y González-Agote, 2023). Y es que, como se ha mencionado anteriormente, las transformaciones del sistema monetario internacional no se producen rápido y se deben a factores tanto políticos como económicos (Eichengreen, 2023).

En conjunto, el reajuste del orden financiero internacional fue desigual; y esa desigualdad se explica desde el neorrealismo, entendiendo dicho reajuste como una redistribución de capacidades y una competencia por la posición central del sistema (Schweller, 2010; Spindler, 2013a). Por un lado, con la crisis financiera de 2008, las economías emergentes ganaron voz y el G20 reconoció su peso, aunque el dólar siguió siendo el activo refugio. Por otro lado, en la pandemia de COVID-19, las economías emergentes quedaron expuestas y el dólar y la Fed reforzaron su centralidad. Finalmente, con la guerra de Ucrania, las economías emergentes empezaron a buscar alternativas a esa posición central a través de China, aunque el avance fue limitado. La Tabla 4 resume el reajuste del orden financiero internacional en los tres casos.

Tabla 4. *Comparativa del reajuste del orden financiero internacional*

Elemento	Crisis de 2008	COVID-19	Guerra de Ucrania
Peso de las economías emergentes	Ganan peso en la gobernanza	Vulnerabilidad expuesta	China como alternativa parcial
El dólar como moneda de reserva	Refugio, pero se abre el debate	Refuerza su centralidad	Sigue siendo central

Fuente: elaboración propia a partir de los capítulos III, IV y V.

Una vez realizado el análisis comparativo de la crisis financiera de 2008, la pandemia de COVID-19 y la guerra entre Rusia y Ucrania, en torno al impacto en los mercados financieros, a la respuesta institucional internacional y al reajuste del orden financiero, se puede distinguir entre lo estructural de lo coyuntural en los tres casos, tal y como se refleja en la Tabla 5.

Tabla 5. *Lo coyuntural y lo estructural en las tres crisis*

Lo coyuntural: cambia en cada crisis	Lo estructural: se repite en las tres
<ul style="list-style-type: none"> • La naturaleza del shock: financiera (2008), sanitaria (COVID-19) y bélica (Ucrania) • La intensidad y la vía del golpe sobre los mercados • La dirección del reajuste: ascenso de las economías emergentes, refuerzo del dólar y cuestionamiento del dólar 	<ul style="list-style-type: none"> • El dólar en el centro del sistema • La respuesta institucional condiciona el reajuste

Fuente: elaboración propia.

Esta distinción entre lo estructural y lo coyuntural es la que permite dar respuesta a la pregunta de investigación que ha guiado este trabajo y que se desarrolla en el capítulo siguiente.

Conclusiones

La pregunta que ha guiado este trabajo es cómo afectaron al sistema financiero internacional la crisis financiera de 2008, la pandemia de COVID-19 y la guerra de Ucrania. El análisis comparativo permite comprobar que las tres crisis afectaron al sistema de forma desigual y que esa desigualdad se explica sobre todo por la respuesta institucional internacional. El impacto inicial sobre los mercados fue distinto en cada caso: financiero en 2008, bursátil en la pandemia y concentrado en las materias primas y la energía en Ucrania, cuyo encarecimiento intensificó la inflación y la subida de tipos. Sin embargo, lo que condicionó el reajuste del orden financiero internacional no fue tanto ese impacto inicial como la respuesta institucional que el G20, el FMI y los bancos centrales, en especial la Fed con las líneas *swap*, dieron a cada crisis.

Lo que este trabajo aporta no es que las respuestas fueran distintas, sino que esa diferencia ayuda a explicar la dirección en la que se reajustó el sistema en cada caso. Por un lado, cuando la respuesta fue cooperativa, la consolidación del G20 dio voz a las economías emergentes. Por otro lado, cuando la respuesta se limitó a proveer liquidez sin coordinación, las economías emergentes quedaron expuestas. Y cuando la cooperación se fragmentó, el reajuste buscó alternativas al dólar. Por tanto, la dirección del reajuste siguió al tipo de respuesta institucional que hubo en cada crisis.

Si el impacto inicial hubiera sido lo decisivo, dos shocks similares habrían producido reajustes parecidos, y no lo hicieron. La comparación entre la crisis de 2008 y la pandemia de COVID-19 lo refleja así. Ambas provocaron un pánico bursátil muy parecido, y sin embargo el reajuste no fue el mismo, ya que en 2008 las economías emergentes ganaron peso en la gobernanza del sistema financiero internacional y en la pandemia no.

El dólar, en cambio, siguió siendo la moneda de reserva dominante tras las tres crisis (62,9%, 59,5% y 59,0% de las reservas mundiales) y mantuvo su centralidad en los tres casos. Por eso el dólar no explica por qué el reajuste fue distinto: algo que se comporta igual no puede ser la causa de tres resultados distintos. Lo que sí cambió en cada caso fue el peso de las economías emergentes en el sistema: en 2008 entraron a formar parte del foro con la consolidación del G20 y los BRIC se situaron entre los diez mayores accionistas del FMI; en la pandemia de COVID-19 se reveló su vulnerabilidad estructural dentro del sistema financiero internacional; y en la guerra de Ucrania buscaron

alternativas al dólar, a través de China. Lo que sí lo explica es que cada crisis tuvo una respuesta institucional distinta y, con cada una de ellas, un reajuste distinto.

Este trabajo ha explicado los resultados del análisis comparativo a través de tres teorías de las relaciones internacionales: el efecto en los mercados desde el constructivismo, la respuesta institucional desde el liberalismo institucional y el reajuste del orden desde el neorrealismo. Ninguna basta por sí sola para entender cada uno de los casos, y las tres resultan complementarias. Cada crisis combinó la interpretación colectiva del riesgo, la cooperación entre instituciones y la competencia por la posición central del sistema. Por encima de las tres, el trabajo muestra que el comportamiento del sistema financiero internacional depende tanto de las decisiones de los Estados y de las instituciones como de los factores estrictamente económicos (Helleiner, 2011).

No obstante, este trabajo presenta varias limitaciones. La principal es temporal, ya que la guerra de Ucrania seguía activa durante su redacción, de modo que sus efectos sobre el sistema financiero internacional no pueden valorarse en su totalidad. Otra es que el análisis se ha apoyado en fuentes secundarias y se ha limitado a tres casos, lo que permite identificar similitudes y diferencias, pero no generalizar. Además, el foco se ha centrado en el dólar, la Reserva Federal y las grandes instituciones y ha dejado en segundo plano a las economías periféricas. Por último, es conveniente recordar que el método comparativo permite distinguir y clasificar las semejanzas y las diferencias, pero no cuantifica el peso de cada factor, por lo que las conclusiones se plantean como tendencia y no como medición.

De este trabajo surgen nuevas líneas de investigación, como la de seguir la evolución del sistema financiero internacional una vez termine la guerra, para comprobar si el cuestionamiento del dólar se consolida. También sería útil ampliar el análisis a las economías emergentes, para examinar si las alternativas al dólar avanzan más allá del caso de China. Por último, es recomendable comparar estos tres casos con crisis posteriores, para contrastar si el patrón observado se mantiene.

En conjunto, la respuesta institucional fue el factor decisivo que condicionó el reajuste del orden financiero internacional ante las tres crisis. Sin embargo, ese mismo papel marca también su límite, porque cuando la cooperación institucional se rompe, como ocurrió en la guerra de Ucrania, el sistema pierde capacidad de respuesta y queda expuesto a las dinámicas de poder y de rivalidad entre Estados.

Referencias

- Bahaj, S., y Reis, R. (2022). Central bank swap lines: Evidence on the effects of the lender of last resort. *The Review of Economic Studies*, 89(4), 1654-1693. <https://doi.org/10.1093/restud/rdab074>
- Banco Mundial. (s.f.). *Inversión extranjera directa, entrada neta de capital (% del PIB)* [Conjunto de datos]. World Development Indicators. Recuperado el 31 de mayo de 2026, de <https://datos.bancomundial.org/indicador/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS>
- Bernanke, B. S. (2005, 10 de marzo). *The global saving glut and the U.S. current account deficit* [Discurso]. Federal Reserve Board. <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>
- Borio, C. (2003). *Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?* (BIS Working Papers No. 128). Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/work128.htm>
- Bradford, C. I., y Linn, J. F. (2010). *The April 2009 London G-20 Summit in retrospect*. Brookings Institution. <https://www.brookings.edu/articles/the-april-2009-london-g-20-summit-in-retrospect/>
- Brunnermeier, M. K. (2009). Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 77-100. <https://doi.org/10.1257/jep.23.1.77>
- Calduch Cervera, R. (s.f.). *Métodos y técnicas de investigación en relaciones internacionales* [Manual de doctorado]. Universidad Complutense de Madrid. <https://www.ucm.es/data/cont/media/www/pag-55163/2Metodos.pdf>
- Cboe Global Markets. (s.f.). *VIX Index historical data* [Conjunto de datos]. <https://www.cboe.com/tradable-products/vix/vix-historical-data/>
- Crockett, A. (2000, 21 de septiembre). *Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability* [Discurso]. Eleventh International Conference of Banking Supervisors, Basilea. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/speeches/sp000921.htm>
- Drezner, D. W. (2012). *The irony of global economic governance: The system worked* (International Institutions and Global Governance Program Working Paper n.º 9). Council on Foreign Relations.

- https://assets.cfr.org/images/IIGG_WorkingPaper9_Drezner/IIGG_WorkingPaper9_Drezner.pdf
- Eichengreen, B. (2023). International finance and geopolitics. *Asian Economic Policy Review*, 19(1), 84-100. <https://doi.org/10.1111/aepr.12436>
- Farrell, H., y Newman, A. L. (2019). Weaponized interdependence: How global economic networks shape state coercion. *International Security*, 44(1), 42-79. https://doi.org/10.1162/isec_a_00351
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (s.f.). *FRED Economic Data* [Conjunto de datos]. Recuperado el 31 de mayo de 2026, de <https://fred.stlouisfed.org/>
- Fondo Monetario Internacional. (s.f.). *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)* [Conjunto de datos]. Recuperado el 31 de mayo de 2026, de <https://data.imf.org/cofer>
- Fondo Monetario Internacional. (2009). How linkages fuel the fire: The transmission of financial stress from advanced to emerging and developing economies. En *World economic outlook: Crisis and recovery* (Cap. 4, pp. 133-167). <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/pdf/c4.pdf>
- Fondo Monetario Internacional. (2021, 2 de agosto). *IMF Governors approve a historic US\$650 billion SDR allocation of Special Drawing Rights* (Press Release No. 21/235). <https://www.imf.org/en/news/articles/2021/07/30/pr21235-imf-governors-approve-a-historic-us-650-billion-sdr-allocation-of-special-drawing-rights>
- G20. (2009, 2 de abril). *London Summit – Leaders' statement*. International Monetary Fund. https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pdf/g20_040209.pdf
- Gabor, D. (2021). The Wall Street Consensus. *Development and Change*, 52(3), 429-459. <https://doi.org/10.1111/dech.12645>
- Helleiner, E. (2011). Understanding the 2007-2008 global financial crisis: Lessons for scholars of international political economy. *Annual Review of Political Science*, 14, 67-87. <https://doi.org/10.1146/annurev-polisci-050409-112539>
- Hopf, T. (1998). The promise of constructivism in international relations theory. *International Security*, 23(1), 171-200. <https://doi.org/10.1162/isec.23.1.171>
- Ikenberry, G. J. (2018). The end of liberal international order? *International Affairs*, 94(1), 7-23. <https://doi.org/10.1093/ia/iix241>

- Jütten, M. (2022). *Outcome of the 2022 G20 summit in Bali, Indonesia* (Briefing PE 739.263). European Parliamentary Research Service. [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2022/739263/EPRS_BRI\(2022\)739263_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2022/739263/EPRS_BRI(2022)739263_EN.pdf)
- Kirshner, J. (2013). Bringing them all back home? Dollar diminution and U.S. power. *The Washington Quarterly*, 36(3), 27-45. <https://doi.org/10.1080/0163660X.2013.825551>
- McKibbin, W., y Vines, D. (2020). Global macroeconomic cooperation in response to the COVID-19 pandemic: A roadmap for the G20 and the IMF. *Oxford Review of Economic Policy*, 36(Supl. 1), S297-S337. <https://doi.org/10.1093/oxrep/graa032>
- Mehrling, P. (2022). "Where's my swap line?" A money view of international lender of last resort. *Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte / Economic History Yearbook*, 63(2), 559-574. <https://doi.org/10.1515/jbwg-2022-0019>
- Mulder, N. (2022). The sanctions weapon. *Finance & Development*, 59(2), 20-23. <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2022/06/the-sanctions-weapon-mulder>
- Neely, C. J. (2022). Financial market reactions to the Russian invasion of Ukraine. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 104(4), 266-282. <https://research.stlouisfed.org/publications/review/2022/10/21/financial-market-reactions-to-the-russian-invasion-of-ukraine>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. (2022). Key global financial market developments amid monetary policy tightening and escalating geopolitical tensions. En *Impacts of the Russian invasion of Ukraine on financial market conditions and resilience: Assessment of global financial markets* (pp. 11-23). <https://doi.org/10.1787/879c9322-en>
- Otero-Iglesias, M., y González-Agote, A. (2023). *¿Está amenazada la hegemonía del dólar?* (ARI 49/2023). Real Instituto Elcano. <https://www.realinstitutoelcano.org/analisis/esta-amenazada-la-hegemonia-del-dolar/>
- Schweller, R. L. (2010). Ennui becomes us. *The National Interest*, (105), 27-38.
- Shehzad, K., Xiaoxing, L., Arif, M., Rehman, K. U., y Ilyas, M. (2020). Investigating the psychology of financial markets during COVID-19 era: A case study of the US

- and European markets. *Frontiers in Psychology*, 11, 1924.
<https://doi.org/10.3389/fpsyg.2020.01924>
- Shin, H. S. (2012). Global banking glut and loan risk premium. *IMF Economic Review*, 60(2), 155-192. <https://doi.org/10.1057/imfer.2012.6>
- Spindler, M. (2013a). Neorealist theory. En *International Relations: A self-study guide to theory* (pp. 123-140). Verlag Barbara Budrich.
<https://doi.org/10.2307/j.ctvdf09vd.8>
- Spindler, M. (2013b). Neoinstitutionalist theory. En *International Relations: A self-study guide to theory* (pp. 141-157). Verlag Barbara Budrich.
<https://doi.org/10.2307/j.ctvdf09vd.9>
- Spindler, M. (2013c). Social constructivist theory. En *International Relations: A self-study guide to theory* (pp. 195-224). Verlag Barbara Budrich.
<https://doi.org/10.2307/j.ctvdf09vd.12>
- Weinberg, J. (2013, 22 de noviembre). *The Great Recession and its aftermath*. Federal Reserve History. <https://www.federalreservehistory.org/essays/great-recession-and-its-aftermath>
- Wendt, A. (1992). Anarchy is what states make of it: The social construction of power politics. *International Organization*, 46(2), 391-425.
<https://doi.org/10.1017/S0020818300027764>
- Xafa, M. (2010). Role of the IMF in the global financial crisis. *Cato Journal*, 30(3), 475-489.
<https://www.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/2010/11/cj30n3-5.pdf>



Curso 2025/26

ANEXO: Declaración de uso de herramientas de IA generativa

Nombre Grado/Máster:	Doble Grado en Relaciones Internacionales y Business Analytics
Nombre Alumno:	Claudia de Miguel Pavón
Coordinador/a TFG/TFM:	Daniel Pérez Fernández
Nombre Director/a de TFG/TFGM:	Analilia Huitrón Morales

Declaro que para la elaboración del presente Trabajo Fin de Grado / Trabajo Fin de Máster se ha utilizado inteligencia artificial generativa como herramienta de apoyo.	SÍ	NO
	x	

1) Uso de la IA Generativo

Si tu respuesta ha sido SÍ, contesta a las siguientes preguntas. Si has contestado NO, pasa al apartado 2.

Uso ético

	SÍ	NO
¿A la hora de usar la herramienta IA, en los <i>prompts</i> utilizados has incluido datos de carácter sensible o de carácter personal (fotos de personas reales, datos personales, etc.)? <i>Si tu respuesta es afirmativa especifica cuáles.</i>		x
¿Has orientado tu uso a suplantar tu trabajo personal sin hacer una revisión crítica de la extraído en la herramienta IA? <i>Si tu respuesta es afirmativa especifica cuáles.</i>		x
¿Has tenido en cuenta las recomendaciones académicas que te han hecho específicamente en el Grado/Máster sobre lo que está permitido o no con la IA?	x	

Uso técnico realizado:

¿Qué herramientas has utilizado (ChatGPT, Copilot, Claude, Nano Banana...)? Especifica la versión o tipo de licencia.

He utilizado ChatGPT 5.3 de Open IA y Claude Opues 4.8 de Anthropic

Marcar lo que corresponda:

Generación de texto (*Especificar qué herramientas*) → Se utilizan para generar esquemas y frases de conexión que sirven de punto de partida para la redacción propia.

Reformulación (*Especificar qué herramientas*) → Se utilizan para revisar el texto ya redactado y sugerir mejoras de estilo y claridad.

Traducción / corrección (*Especificar qué herramientas*) → Se utiliza para traducir fuentes bibliográficas originalmente redactadas en inglés y para corregir erratas, gramática y ortografía.

Sugerencia de estructura (*Especificar qué herramientas*) → Se utilizan para proponer la organización de capítulos, apartados y dimensiones de análisis.

Apoyo metodológico (*Especificar qué herramientas*) → Se utilizan para orientar el diseño del método comparado y la definición de variables y subvariables.

Buscar o citar bibliografía (*Especificar qué herramientas*) → Se utilizan para localizar referencias y dar formato a las citas según las normas APA 7ª edición.

Generar contenido audiovisual (videos, infografías, audios, imágenes, gráficos. *Especifica en concreto qué contenidos has generado con IA además de citarlo correctamente en el trabajo.*

Otros (*Especificar qué herramientas*) → Grammarly

Confirmando que el contenido final ha sido revisado, corregido y validado íntegramente por mí como autor/a y asumo la plena responsabilidad académica del mismo.

La utilización de la IA no ha sustituido el análisis crítico, la reflexión personal ni el trabajo intelectual propio exigido en un TFG/TFM.

Firma: Claudia de Miguel Pavón, 16 de junio 2026

