

Las Crisis y las Políticas Públicas

Gustavo Ramírez Valderrama*



Imagen: coyunturapolitica.wordpress.com

LAS CRISIS Y LAS POLÍTICAS PÚBLICAS

Abstract

Los mercados financieros mostraron gravísimas debilidades en la reciente crisis financiera mundial originada por el manejo de las hipotecas 'subprime'. Este nuevo producto financiero, generó desconfianza entre los agentes económicos que lo transaban. Un complicado caos en los mercados financieros mundiales se generó y una crisis financiera que obligó al Estado a intervenir con ingentes sumas de dinero, provenientes a su vez de impuestos, para rescatar las instituciones que estaban sufriendo dificultades. El aumento del gasto público se tradujo en abultados déficits fiscales. Este artículo analiza los orígenes de esta crisis así como los principales acontecimientos que la configura, de la que no se libraron importantes y tradicionales inversionistas, como el Banco Lehman Brothers. Se considera igualmente, la historia colombiana en materia de crisis financieras y la forma como Colombia logró salir en menos de cuatro trimestres de la recesión.

Abstract

Financial markets showed very serious weaknesses in the recent global financial crisis caused by the handling of subprime mortgages in the United States. The Subprime mortgages, an innovative financial product, generated distrust among traders. As a consequence a complicated chaos in world financial markets was created, and this financial crisis forced the government to intervene with huge sums of money, in order to support the institutions in difficulties. American government financed this amount of money both with taxes and public loans. The increase in public expenditure resulted in bulging fiscal deficits. This

article discusses the origins of this crisis and the major events shaping it, which did not escape outstanding and traditional investors such as Lehman Brothers Bank. This article also considers the history of Colombia in terms of financial crisis and how Colombian's policy makers managed this crisis so as to get out of recession in less than four quarters.

Introducción

La crisis financiera mundial cuyo inicio se remonta al cuarto trimestre del 2007 es la más profunda después de la Gran Depresión, y se gesta en los Estados Unidos de América. Estos sendos hechos, a primera vista inverosímiles, han cuestionado la labor tanto de los formuladores de la política pública como los investigadores de la ciencia económica, al no advertir a tiempo, el colapso que se avecinaba. La crisis se ha convertido en un laboratorio de gestación de nuevo conocimiento, al investigar a profundidad las causas y la dinámica propia de los principales indicadores económicos. La economía se encuentra por lo tanto, en una fase en la cual se revalúan a profundidad los paradigmas sobre los cuales se han construido los principales desarrollos macroeconómicos. Las preguntas básicas de la debacle y objeto de este artículo, conciernen el origen de la crisis, los fallos institucionales en prevenirla, y el papel de

* Administrador Público de la ESAP. Ex alumno del IIAP – ENA, París y Egresado del Programa PADE del INALDE, Bogotá, D.C. Ha ocupado cargos directivos en el sector financiero y en el sector público colombiano. Profesor universitario de Administración Pública. Desde el año 2004 es el Decano de la Escuela Internacional de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad de La Sabana.

Respecto a la política monetaria, el incremento anual promedio de la oferta monetaria M1 fue de 3,8% y de la oferta monetaria ampliada M2 fue del 6,22%.

terminante del sector público como rescatista de última instancia. El escrito se divide en tres secciones: la primera, Orígenes y Desarrollo de la Crisis, se presenta de manera sucinta el desarrollo de la crisis y los hitos que determinan el colapso de los mercados; en la segunda, El Papel del Sector Público muestra el impacto de la política pública en los mercados, resaltando la importancia de la confianza en los mercados; finalmente, en Colombia frente a la Crisis se realiza un breve análisis sobre el efecto que tuvo la recesión mundial sobre el nivel de actividad económica en el país.

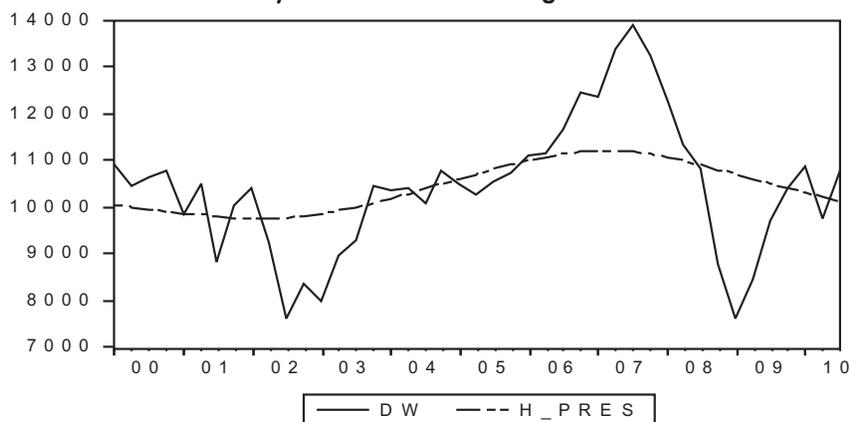
Orígenes y Desarrollo de la Crisis

La crisis financiera, se resume en dos frentes, en lo que pasó en el PIB y lo que ocurrió en los mercados financieros, de manera especialmente profunda en los años 2007, 2008 y 2009.

El Índice Bursátil Dow Jones (DW), es un índice financiero calculado a partir de la media ponderada por precios de las acciones de las principales 30 empresas norteamericanas. Durante 6 trimestres consecutivos, el índice bursátil Dow Jones sufrió una variación total negativa de 45,24%, pasando de 13.895 puntos en el tercer trimestre del 2007 a 7.608 puntos en el primer trimestre

del 2009. Este comportamiento negativo es resultado de la crisis hipotecaria Norteamericana subprime la cual generó una caída en el mercado bursátil americano.

Gráfica 1
Evolución del Índice Dow Jones 2000-2010
y Tendencias de Largo Plazo



Fuente: Bloomberg y cálculos del autor

La gráfica 1 muestra la evolución del DW a partir del primer trimestre del año 2000 hasta el tercer trimestre del año 2010. En ella se observan cuatro tramos importantes. El primero caracterizado por un descenso en el DW de 30,49% pasando de 10.921 puntos a 7.591 durante el primer trimestre del 2000 hasta el tercer trimestre del 2002. El segundo tramo es un periodo de recuperación que alcanza su pico máximo en el tercer trimestre del 2007 llegando a 13.895 puntos. El tercero es un periodo de caída en el índice bursátil llegando a los 7.608 puntos en el primer trimestre del 2009. Finalmente, un periodo de recuperación hasta el tercer trimestre del 2010. El comportamiento de largo plazo estimado a partir del filtro de Hodrick Prescott (H_PRES en la gráfica

1) muestra la oscilación ascendente y descendente de este índice bursátil.

Aunque el DW presenta volatilidades en el periodo de análisis, el objetivo de este capítulo es documentar el periodo pre-crisis que inicia en el tercer trimestre de 2002 hasta el tercer trimestre de 2007, y el periodo subsiguiente a partir del tercer trimestre de 2007 hasta el primer trimestre de 2009.

La Etapa de Pre-crisis: Tercer Trimestre de 2002 a Tercer Trimestre de 2007.

En este periodo tanto el sector público como privado generaron las condiciones para iniciar, varios trimestres después, la crisis hipotecaria de la sub-prime. Por un lado, el sector público manejó una política monetaria caracterizada por frecuentes incrementos de liquidez a la economía y bajas tasas de interés. Brunnermeier (2009) explica las bajas tasas de interés por un influjo masivo de capitales de origen asiático, y porque la Reserva Federal adoptó una política laxa al enfrentar un período deflacionario posterior al estallido de la burbuja de internet (Krugman 2009). Los países asiáticos compraron activos financieros americanos para fijar la tasa de cambio a un nivel que posibilitara la competitividad de sus exportaciones. Estos hechos condujeron a que las autoridades económicas norteamericanas no articularan un plan que evitara la formación de una burbuja inmobiliaria.

Respecto a la política monetaria, el incremento anual promedio de la oferta monetaria M1 fue de 3,8% y de la oferta monetaria ampliada M2 fue del 6,22% en el periodo de análisis.

los crecimientos año a año fueron menores, estos continúan siendo positivos excepto en el 2006

para el M1 el cual tuvo un crecimiento de -0,32%. No obstante este último dato, la tabla 1 muestra la inyección de liquidez a la economía por parte del gobierno americano reflejado en los crecimientos positivos sostenidos, tanto de la oferta de dinero M1 como de la oferta monetaria ampliada M2.

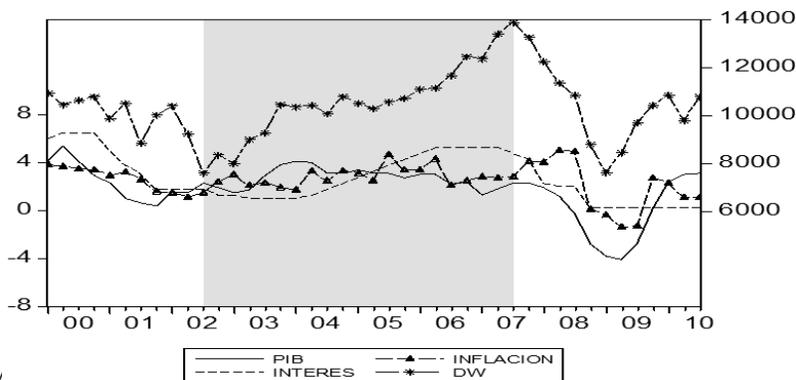
Cuadro 1
Variaciones Oferta de Dinero de Estados Unidos

AÑO	M1	M2
2001	5,1	9,275
2002	3,925	7
2003	6,75	6,775
2004	5,6	4,875
2005	1,75	4,125
2006	-0,325	5,3

Fuente: Bloomberg y cálculos del autor

En consecuencia con la dinámica de los agregados monetarios, en este periodo se evidencian bajas tasas de interés que en promedio se ubicaron en 3,3%, fomentadas por bajas tasas de inflación. La gráfica 2 muestra la evolución de la tasa de interés con descensos del 2000 al 2002, seguido de un periodo de estabilización hasta el 2004 con un promedio de 1,25%, e incrementos hasta el año 2007 con un promedio de 4,6%.

Gráfica 2
Indicadores Macroeconómicos de Estados Unidos 2002-2007



Fuente: Bloomberg y cálculos del autor

Al mismo tiempo, el sector privado en cabeza de la industria bancaria enfrentó una transformación importante según las investigaciones de Brunnermaier (2009). El modelo tradicional de banca, en el cual las instituciones financieras se quedaban con los préstamos hasta el repago, fue modificado por el modelo de originar y distribuir, en el cual los préstamos son agrupados por tramos, y revendidos vía titularizaciones. La titularización (Titularizadora Colombiana, 2010) es por lo tanto, el agrupamiento o empaquetamiento de activos financieros para ser transformados en títulos valores. Éstos pueden ser vendidos o adquiridos en el mercado financiero por los inversionistas. La creación de nuevos títulos facilitó la entrada masiva de capitales foráneos, deprimiendo aún más la tasa de interés. En conclusión, el sector privado en su afán por alcanzar altos niveles de rentabilidad en sus inversiones, estructuraron innovaciones financieras fundamentadas en la titularización de activos hipotecarios de alto riesgo (sub-prime).

La gráfica 2 también muestra variaciones en el PIB real que en promedio se estiman en 2,6% sin crecimientos negativos en ninguno de los periodos, una tasa de inflación controlada fluctuando alrededor de 2,6% y un fuerte crecimiento del DW, el cual pasó de 7.591 puntos a 13.895 puntos, registrando una variación porcentual de 83,04%. Finalmente, el índice de confianza de los consumidores en la economía americana se ha incrementado a partir del primer trimestre del 2003 pasando de 61,4 puntos a 110 puntos para el último trimestre de 2006. Respecto al mercado inmobiliario, en Estados Unidos los precios de la vivienda registraron crecimientos anuales de 11% en promedio en el periodo 2000 – 2006, mientras que la relación cartera hipotecaria sobre el PIB fluctuaba alrededor de 50%.

En una economía con altos niveles de confianza por parte de los consumidores, variaciones del PIB real positivas, inflación controlada, crecimiento en los índices bursátiles, incremento en el precio de las viviendas, bajas tasas de interés e incremento en liquidez por parte del Estado, se estimula a los agentes a realizar inversiones en activos de largo plazo como la vivienda.

Con una demanda creciente por inversiones de largo plazo, sumado a la existencia de la Ley

Federal de Reinversión Comunitaria de 1977 que pretendía el acceso a financiación para personas con bajos ingresos, escaso capital, y en general alto riesgo de pago, el sector privado incrementó los créditos sub-prime pasando del 5% del total del desembolsos hipotecarios en el año 2000 a 23% en 2006¹. De esta forma el sector privado estructuró activos financieros basados en la titularización de activos hipotecarios de alto riesgo (sub-prime) con el objetivo de mantener la liquidez en este nuevo negocio.

En general, la forma como el sector privado otorgaba y titularizaba estos créditos sub-prime se desarrollaba de la siguiente manera: los promotores inmobiliarios (mortgage brokers) seleccionaban clientes de alto riesgo de pago (sub-prime) y les ofrecían la posibilidad de adquirir vivienda con una financiación de largo plazo. Los bancos otorgaban créditos por el 100% del valor del inmueble a bajas tasas de interés reajustables al cabo de dos o tres años. Los bancos que originaron la hipoteca crearon las SIV (instituciones independientes a las cuales le transferían la cartera hipotecaria). Estos SIV emitían bonos cuyo respaldo eran las hipotecas sub-prime (titularización). Los SIV contrataban garantías de crédito con compañías aseguradoras, las cuales por una prima de riesgo, se comprometían a cumplir con los flujos de caja originados por los bonos, en caso que el deudor entrara en cesación de pago. Finalmente, estos bonos eran vendidos en el mercado bursátil y comprados por diversos agentes financieros (inversionistas privados, bancos y empresas, entre otros)².

Bajo este esquema en el cual los promotores inmobiliarios generaban sus ganancias por el número de contratos firmados sin importar el riesgo crediticio, la flexibilidad de los bancos en el

1 | Información tomada de ASOBANCARIA, de los informes de la Semana Económica.

2 | Ibid

otorgamiento de créditos, la alta calificación de estos activos financieros por parte de las agencias calificadoras de riesgo y las fallas de regulación y supervisión bancaria, se incrementó el otorgamiento de los créditos sub-prime a tal punto que para el 2006 contabilizaban el 23% del total de los desembolsos hipotecarios.

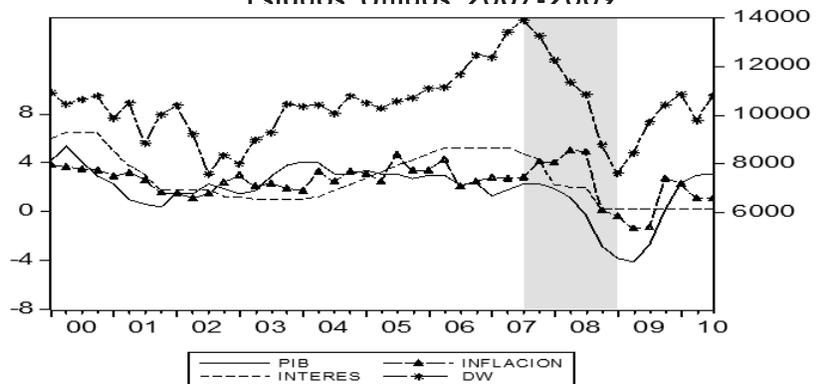
El recurso de la FED fue actuar de nuevo sobre la tasa de interés, pero esta vez en sentido contrario a como lo había hecho en 2001. En un proceso que comienza en mayo de 2004, la tasa fue objeto de incrementos sucesivos que culminan 24 meses después (mayo 2006) con una tasa de interés del 5.25%. El incremento en la tasa de interés inicia un proceso de moras y ejecuciones, repercutiendo sobre el índice de la construcción el cual se contrae 40%, generando así el derrumbe del mercado inmobiliario. Para el año 2006 la crisis inmobiliaria ya se había trasladado a la bolsa.

La Crisis: Tercer Trimestre de 2007 a Primer Trimestre de 2009

Brunnermeier (2009) identifica la agitación de los mercados financieros durante el 2007 y el 2008, como la mayor crisis financiera desde la Gran Depresión, y amenaza con tener una gran repercusión sobre la economía real. El estallido de la burbuja inmobiliaria forzó a los bancos a enfrentar préstamos malos por cientos de billones de dólares. Al mismo tiempo, la capitalización bursátil de los bancos declinó en más de dos veces.

Durante este periodo, las condiciones de la economía de Estados Unidos comenzaron a cambiar. Duras vivencias derivadas de la aparición de esta crisis condujeron a circunstancias como una caída sin precedentes del 4% en 2009 del PIB de los Estados Unidos. El promedio del crecimiento del PIB real en el período fue -0,41%, se incrementó la tasa de desempleo, se produjo una caída en los precios de la vivienda, hubo un descenso en el índice de Precios al Consumidor, se incrementó la relación cartera hipotecaria sobre PIB alcanzando niveles del 75%, se deterioró la calidad de cartera de vivienda principalmente en el segmento sub-prime, y finalmente descendió la confianza de los consumidores pasando de 90,6 puntos en el cuarto trimestre de 2007 a 26,9 para el primer trimestre de 2009.

Gráfica 3
Principales Indicadores Macroeconómicos de Estados Unidos 2007-2009



Fuente: Bloomberg y cálculos del autor

Las repercusiones de la crisis hipotecaria comenzaron a manifestarse de manera extremadamente grave desde inicios de 2008.

Con estas nuevas condiciones macroeconómicas los clientes del mercado hipotecario especialmente los sub-prime entraron en cesación de pagos incrementando de esta forma la tasa de morosidad y embargos por falta de pago los cuales para el 2007 se duplicaron con respecto al año anterior. Los bonos emitidos por las SIV respaldados por las hipotecas sub-prime quedaron sin respaldo financiero, denominándose "créditos basura". La crisis financiera ha sido resultado de la incapacidad de pago de los préstamos hipotecarios de miles de personas que tenían créditos Sub-Prime. Muchos de ellos contratados con pago de sólo intereses o con opciones de amortización negativa, que al cambiar a préstamos totalmente amortizados (pago de intereses y capital) propició el incremento de los pagos a realizar dejando sin posibilidad de pagar a los deudores, que de por sí tenían un pobre historial crediticio y una nula capacidad de pago.

En febrero de 2007 el *Wall Street Journal* y varios analistas advertían sobre el peligro de las hipotecas subprime, así como el problema generado por los impagos de otros productos hipotecarios. A mediados del 2007, el mercado se da cuenta que una gran cantidad de agentes financieros como bancos, fondos de inversión e inversionistas privados tenían comprometidos sus activos en estas hipotecas de alto riesgo. Como respuesta, los fondos de inversión como Lehman Brothers interrumpen el aporte de dinero a las entidades hipotecarias las cuales comienzan a acusar falta de liquidez en contratos hipotecarios previamente comprometidos. Freddie Mac por ejemplo, anuncia

nuevas reglas para comprar créditos subprime en el mercado secundario. El aumento de la tasa de morosidad, y el nivel de embargos por falta de pago, están a la orden del día como una preocupante realidad. Tan sólo en julio de 2007, los procedimientos de embargo contra personas que no podían pagar sus hipotecas alcanzaron la cantidad de 180,000; dos veces más que el año anterior. Además, dado que los inversionistas habían tomado demasiado riesgo, al ver que se frenaba el mercado, decidieron deshacerse de sus activos más riesgosos, dándole más impulso a la erosión de los mercados. La crisis se profundizó cuando a finales de 2007 dos fondos del banco Bear Stearn entraron en quiebra, y se anuncia la bancarrota de The American Home Mortgage, el décimo banco hipotecario de los Estados Unidos, generando un pánico masivo entre los inversores. Esto impactó en todo el mercado, y particularmente en los fondos de cobertura -*hedge funds*-, instrumentos de inversión privados que al estar desregulados tenían más flexibilidad en el momento de decidir una estrategia. Todo esto encerraba riesgos mayores, ya que en los fondos regulados, el apalancamiento no suele superar la tercera parte de los activos, mientras que en los *hedge funds* este apalancamiento era ilimitado, representando en algunos casos hasta cien veces el capital propio. En suma, esta situación provocó una repentina contracción del crédito y una enorme volatilidad de los valores bursátiles, generándose una espiral de desconfianza y pánico.

En el llamado "lunes negro", las acciones de la Bolsa de Nueva York experimentaron la peor caída en puntos de su historia en apenas una jornada bursátil: el índice Dow Jones cayó 6,98%, es decir 777,68 puntos. EE.UU. registró en diciembre la tasa de desempleo más alta en dos años

mientras que la creación de nuevos puestos fue menor a la prevista, informó el Departamento de Trabajo.

Durante el 2008 las adquisiciones y liquidación de diversas compañías no se hicieron esperar. En febrero de 2008, el Citigroup anunció una pérdida neta de más de US\$9.800 millones durante el último trimestre de 2007, así como la colocación de más de US\$18.000 millones en la categoría de cuentas incobrables, como consecuencia de haber colocado malos préstamos en el mercado hipotecario estadounidense, en especial las hipotecas de alto riesgo de tipo "subprime". En mayo de 2008 JP Morgan con la asistencia de la FED adquirió a Bear Stearn por un valor de US\$2.200 millones. En julio el IndyMack Bank entró en un proceso de control de gobierno a través de la Corporación Federal de Seguros de Depósito. La catarsis continuaría en septiembre, mes en el cual el cuarto banco de inversión de Estados Unidos, Lehman Brothers, se declara en bancarrota abrumado por sus pérdidas en el sector hipotecario; Fannie Mae y Freddie Mack entraron en un proceso de control de Gobierno a través de la Agencia Federal para el Financiamiento de la Vivienda; Bank of America compró a Merrill Lynch por un valor de US\$44.000 millones; American International Group (AIG) entró en un proceso de control del Gobierno Federal por un valor de US\$ 85.000 millones; Barcalys adquirió parcialmente a Lehman Brothers por un valor de US\$1.300 millones; JP Morgan se adueñó de Washington Mutual por valor de US\$ 1.900 millones y de Bear Sterns, lo que provoca una caída del 90% en la cotización bursátil. Finalmente, en octubre de 2008, Wells Fargo realizó una propuesta de adquisición de Wachovia.

Las repercusiones de la crisis hipotecaria comenzaron a manifestarse de manera extremadamente grave desde inicios de 2008, contagiándose primero al sistema financiero estadounidense, y después al internacional, teniendo como consecuencia una profunda crisis de liquidez, y

causando, indirectamente, otros fenómenos económicos, como los diferentes derrumbes bursátiles y en conjunto, una crisis económica a escala internacional. Tras varios lunes negros, el contagio se extiende de manera inexorable hacia otros países. La segunda hipotecaria alemana Hypo Real Bank es intervenida por el Estado en 2008 para evitar su posible quiebra. Como conclusión, esta situación provocó una repentina contracción del crédito y una enorme volatilidad de los valores bursátiles, generándose un espiral de desconfianza y pánico y una repentina caída de las bolsas de valores de todo el mundo. El DW pasó de 13.895 puntos en el tercer trimestre del 2007 a 7.608 puntos en el primer trimestre del 2009, mientras el Standard&Poors pasó de 1.420 en el primer trimestre de 2007 a 735 puntos en el primer trimestre de 2009.

Algunos autores atribuyen la crisis a tendencias de largo plazo de la participación del ahorro y de la inversión en la actividad económica (Greenspan, 2010); para otros en cambio todo se debe a la laxitud de las políticas monetarias de la Reserva Federal de los Estados Unidos, que por una política de emisión monetaria fácil, promovió una burbuja especulativa, la pérdida de los estándares de la actividad crediticia y la creación de bancos en la sombra (Krugman, 2009); otros prefieren centrar la atención en el elevado grado de apalancamiento del sector financiero (Reinhart y Rogoff, 2009) y algunos otros miran el asunto desde el cambio de rumbo de los bancos comerciales que se orientaron más hacia una banca de inversión dirigida a la generación y distribución mayorista de productos de alto grado de especulación financiera (Brunnermeier, 2009). Ya desde los años setenta, los legisladores de Estados Unidos habían tomado medidas que condujeron a una insana liberalidad en la estructura organizativa y jurídica del sistema financiero. Este movimiento de desregularización tuvo un punto culminante con la Ley Gramm-Leach-Bliley que generó varias innovaciones financieras para facilitar el que se canalizaran recursos hacia actividades productivas. Dentro de estas innovaciones financieras se encuentran las Titularizaciones de Créditos Hipotecarios "Sub-Prime".

Van apareciendo poco a poco claras tendencias en el sistema financiero en Estados Unidos que contribuirán al boom de crédito y al frenesí de emisión hipotecaria para adquirir vivienda. Tras el estallido de la burbuja de Internet (Mandel, 2001) en el 2001 y los atentados ocurridos el 11 de septiembre, muchos inversionistas se habían inclinado a las propiedades, tradicionalmente vistas como las inversiones más seguras. En el caso estadounidense, además, la compra y venta de vivienda con fines especulativos estuvo acompañada de un elevado apalancamiento, es decir, con cargo a hipotecas que, con la venta, eran canceladas para volver a comprar otra casa con una nueva hipoteca, cuando no se financiaban ambas operaciones mediante una hipoteca puente. La crisis encuentra sus orígenes en los Estados Unidos como resultados del desinflativo de la burbuja hipotecaria.

Paul Ormerod (2010) cita las cuatro razones causantes de la crisis, las cuales fueron postuladas inicialmente por Olivier Blanchard (2009), y que ilustran de manera clara las causas principales de la caída en los mercados:

1. “Se crearon activos financieros que parecían mucho menos riesgosos de lo que parecían”. Los grandes cambios en los precios de los activos no son frecuentes, pero sí probables. Este cambio súbito no es previsto por la mayoría de los inversionistas. Brunnermeier (2009) afirma que los balances de los prestatarios causaron dos espirales de liquidez; cuando los precios de los activos financieros se desplomaron, el capital de las instituciones financieras se erosionó, y al mismo tiempo los estándares en el otorgamiento de créditos y los márgenes se incrementaron. Ambos efectos originan caídas en precios, y dificultando el financiamiento. Adicionalmente, las corridas bancarias sobre las instituciones financieras como las ocurridas sobre Bear Stearns, Lehman Brothers, Washington Mutual, erosionan el capital de las instituciones, disminuyendo el margen de manobra.

2. “La titularización hizo más complejo y difícil valorar los activos de los balances de las instituciones financieras”. Los agentes no tenían una

buena aproximación sobre la distribución de probabilidad de los posibles resultados. La incertidumbre era más importante que el riesgo, lo que hizo que las valoraciones de los distintos productos fueran incompletas. Brunnermeier (2009) identifica a las titularizaciones como la causa última de los declives en los estándares de otorgamiento de créditos. La innovación financiera que se suponía hacía el sistema más seguro al facilitar la transmisión de riesgos, permitió la expansión del crédito y la consolidación de la burbuja inmobiliaria.

3. “La titularización y la globalización aumentaron la conectividad entre instituciones financieras, dentro y entre países”. El sistema fue vulnerable a un choque, dado que los bancos operaban con pocos recursos líquidos. Adicionalmente, fruto de los avances en la globalización, la crisis se fue expandiendo alrededor del mundo.

4. “Apalancamiento incrementado”. Las instituciones financieras financiaron sus portafolios con deuda en vez de capital, subestimando el riesgo en que estaban incurriendo.

El Papel del Sector Público

Una de las principales consecuencias de esta crisis es la desconfianza que se generó entre los bancos a la hora de prestarse dinero entre ellos y a la vez prestar dinero a las familias, empresas, ante la duda de qué entidades estaban contaminadas y cuáles no. En Estados Unidos el gobierno, ante tal situación de inestabilidad financiera y económica, tuvo que tomar la decisión de asumir la propiedad de aquellos activos ‘tóxicos’ para proceder a su depuración y salvar así al sector de la banca a través de ayudas financieras de estímulo económico inyectando liquidez. El Tesoro de Estados Unidos elaboró planes de rescate para tranquilizar el mundo financiero y asegurar el mercado y el préstamo interbancario. Este colapso financiero hizo que el Departamento del Tesoro

ro y la Reserva Federal de los Estados Unidos implementaran mecanismos de ayuda a partir de la política fiscal y monetaria con el objetivo de sostener la demanda, incrementar la confianza de los agentes económicos, estimular el gasto privado y restablecer la calma y el orden en los mercados financieros

Dado que la crisis ya se había expandido alrededor del planeta, se presenta un plan de salvamento internacional para hacer frente a la crisis. Desde el punto de vista de la política fiscal, el gobierno de los Estados Unidos inyectó liquidez al mercado. En agosto de 2007 la FED inyectó US\$2.000 millones, el Banco Central Europeo desembolsó US\$65.000 millones y el Banco Central de Japón otros US\$5.000 en sus respectivos mercados. En el mes de diciembre del año 2007 los bancos centrales de EE.UU, la Unión Europea, el Reino Unido, el Banco Nacional Suizo y el Banco de Canadá, hicieron público un plan para inyectar US\$100.000 millones en fondos de emergencia; en marzo de 2008 estos mismos bancos inyectan una ayuda de US\$200.000 millones; el senado de los Estados Unidos aprueba el plan de rescate por US\$700.000 millones en octubre del 2008; el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos anuncia un paquete de ayuda de US\$6.000 millones para la empresa General Motors; en diciembre de 2008 se apoya una paquete de ayuda al Bank of América por valor de US\$20.000 millones.

Respecto a la política monetaria se identifica principalmente el descenso gradual en la tasa de interés. En septiembre de 2007 la FED redujo la tasa de interés interbancaria en medio punto porcentual pasando de 5,25% a 4,74%; en octubre de 2007 vuelve a bajar la tasa de interés que-

dando en 4,5%; en el mes de diciembre del año 2007 la FED reduce la tasa de interés a 4,25%, mientras George Bush anuncia un plan para congelar intereses de algunas hipotecas de alto riesgo; en enero de 2008 se recortan las tasas de interés a 3,5%; en octubre de 2008 se reduce la tasa clave de interés a 1%; La FED reduce la tasa de interés a 0,25% en diciembre de 2008.

Como consecuencia de este paquete de ayuda, el déficit presupuestario en Estados Unidos para el 2008 alcanza la cifra de US\$4500.000 millones, la cual representa el 3,2% del PIB, tres veces más a la que se registró en el 2007. A partir de la información anterior se puede concluir que las medidas de estabilización de los mercados apuntan a generar principalmente alta liquidez, recapitalización de las instituciones financieras y descensos en la tasa de interés.

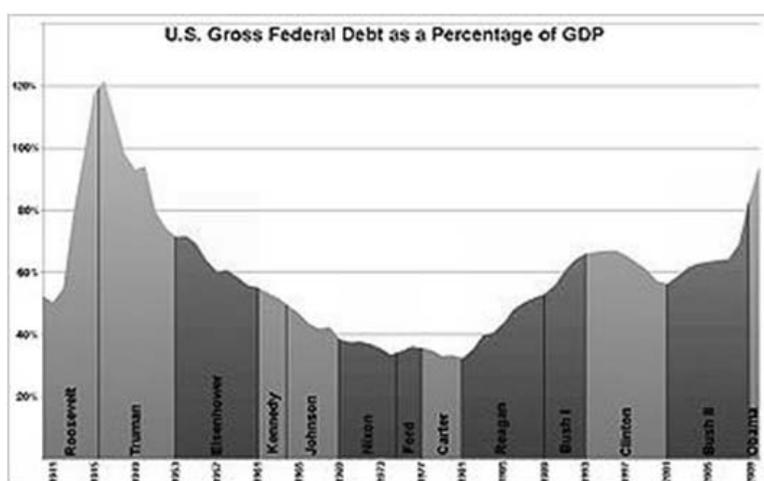
El típico instrumento de política fiscal aplicado fue el aumento del gasto público. Este aumento llevó al país a vender títulos soberanos de deuda especialmente en mercados internacionales. Por su parte la política monetaria consistió en manejar bajas tasas de redescuento por parte de la Reserva Federal (FED, para buscar que los bancos comerciales del sistema consiguieran recursos baratos que a su vez prestarían a distintos agentes económicos en la economía estadounidense.

La Gráfica 3 muestra la evolución del gasto público como porcentaje de participación en el PIB, facilita advertir que desde la Segunda Gue-

La política pública ha logrado evitar la prolongación de la recesión en la actividad económica, y ha devuelto la confianza a los mercados.

rra Mundial, Estados Unidos no había enfrentado una participación tan alta del gasto público sobre el PIB. En los años de la administración de George W. Bush y en lo corrido de la de Barack Obama, esta participación ha ascendido a peligrosos niveles cercanos al 70%. Circunstancia que nos lleva a interpretar una realidad económica norteamericana construida sobre principios 'al debe'. Sea cual sea la aproximación al tema, una cosa es de aplastante crudeza: Los montos de la deuda pública de Estados Unidos ha venido en preocupante ascenso.

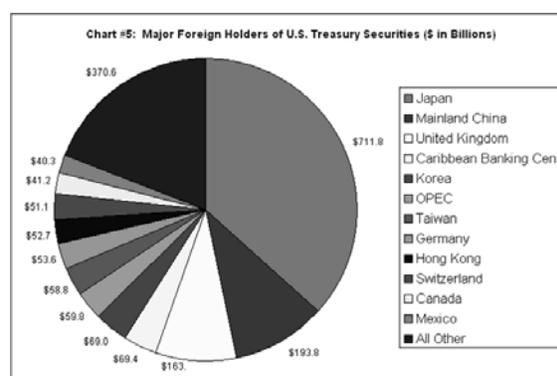
Gráfica 3
Participación de la deuda federal entre 1940 y 2010 como porcentaje del PIB, desglosadas por períodos presidenciales



Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA), U.S. Department of Commerce.

Las implicaciones de este aumento de la deuda pública en Estados Unidos trascienden las fronteras pues casi la mitad de los bonos que respaldan esta deuda está en manos de extranjeros. Las gráfica 4 enseña la posesión en manos de Japón, Corea del Sur y China, lo que demuestra la confianza en la principal economía del mundo.

Gráfica 4
Participación extranjera en la deuda norteamericana por países



Las medidas de política pública tuvieron impacto en los mercados a partir del 2009, instante en el que los indicadores financieros y del sector real empiezan a cambiar gradualmente de tendencia. Este hecho revela la importancia de la intervención pública en instantes de crisis financieras, como prestamista de última instancia. Adicionalmente, se han introducido nuevas regulaciones que buscan crear marcos de referencia que eviten la ocurrencia de los malfuncionamientos mencionados.

Colombia frente a la Crisis

El país ha enfrentado con relativo éxito el desplome de los mercados financieros internacionales y la consecuente recesión económica generada. A nivel de actividad económica, en el Cuadro 2 se observa una súbita desaceleración a partir del cuarto trimestre del 2008, con una duración aproximada de un año. El crecimiento económico se recupera en el cuarto trimestre de 2009, con una expansión económica cercana al tres por ciento. Los elementos del producto interno bruto que se ven afectados negativamente por la recesión económica son el comercio exterior tanto en importaciones como en exportaciones y la formación bruta de capital. Adicionalmente, el consumo de los hogares permanece constante a lo largo de la crisis, mientras que el gasto público se expande de manera significativa a partir del tercer trimestre del 2009. El incremento en el consumo del Gobierno obedece a una política anticíclica que buscaba contrarrestar la severa contracción de la inversión, y a la política expansionista propia de los gobiernos en época electoral. Como resultado de la política fiscal, se ha generado un déficit público superior a tres puntos porcentuales del producto interno bruto, distorsionando de manera significativa la estabilidad de los principales agregados macroeconómicos.

En los mercados financieros, la evolución del Índice Global de la Bolsa de Valores de Colombia sufre un desplome del veinte por ciento en octubre de 2008, recuperando los niveles ocho meses después, dando inicio a una valoración positiva del mercado bursátil. La respuesta financiera del mercado nacional a la crisis es por lo tanto más volátil que la presentada en el sector real, resolviéndose en un menor lapso de tiempo.

La política pública ha logrado evitar la prolongación de la recesión en la actividad económica, y ha devuelto la confianza a los mercados. Paradójicamente, el único desajuste que permanece en la actualidad es el déficit fiscal, al haber utilizado el gasto público como instrumento para corregir los desequilibrios del sector privado.

Cuadro 2
Elementos de Oferta y Demanda Final en el Territorio Nacional 2007-2010
Precios Constantes de 2005
Series Desestacionalizadas
Variaciones Anuales

Fuente: Departamento Nacional de Estadística

Periodo	Producto Interno Bruto	Importaciones Totales	Consumo Total	Consumo de Hogares	Consumo Final del Gobierno ²	Formación Bruta de Capital	Formación Bruta de Capital Fijo	Exportaciones Totales	
2007	I	7,4	17,3	8,5	10,0	2,4	19,2	21,4	2,6
	II	6,5	11,8	6,8	7,2	5,2	12,0	12,5	5,6
	III	5,4	13,1	6,8	6,5	8,3	7,0	8,7	5,0
	IV	8,3	14,3	6,1	5,5	8,1	14,5	15,8	14,4
	Anual	6,9	14,0	7,0	7,3	6,0	13,0	14,4	6,9
2008	I	5,1	11,1	4,8	4,2	5,0	14,1	8,0	11,4
	II	4,5	7,3	4,1	3,3	6,6	8,1	5,8	7,2
	III	3,1	6,7	1,8	2,7	(0,7)	2,4	6,8	3,6
	IV	(1,5)	10,1	1,1	1,8	(0,3)	(6,3)	(0,6)	2,9
	Anual	2,7	8,8	2,9	3,0	2,6	4,4	4,9	6,1
2009	I	(0,4)	(1,2)	0,2	0,1	1,5	(5,0)	(1,0)	6,1
	II	(0,2)	(10,7)	1,0	1,1	0,8	(10,8)	3,5	(0,9)
	III	0,9	(11,6)	1,5	0,4	4,6	2,3	2,7	(4,9)
	IV	3,0	(8,1)	2,9	2,7	4,1	3,1	5,6	(11,0)
	Anual	0,8	(7,9)	1,4	1,1	2,8	(2,8)	2,7	(2,8)
2010	I	4,2	4,2	3,4	3,4	6,3	13,1	3,3	(10,3)
	II	4,5	18,8	3,8	3,9	5,9	24,2	3,4	1,5

Conclusiones

Las crisis no siempre las generan los países en desarrollo. La crisis actual ha sido generada por la economía norteamericana, la más importante del mundo. Las "burbujas" no se neutralizan solas, y requieren de la activa intervención de las autoridades económicas mediante una correcta aplicación de políticas fiscales, monetarias y regulatorias. Una vez las medidas gubernamentales han logrado la confianza de los inversionistas, todos los indicadores financieros y económicos inician un cambio de tendencia, como ha venido ocurriendo tanto en la economía americana como la colombiana. Lo anterior destaca la importancia de las acciones de Estado, frente a profundas distorsiones de los mercados.

El único desajuste que persiste en la actualidad son los preocupantes déficits fiscales, que deberán ser corregidos mediante una política fiscal restrictiva.

BIBLIOGRAFÍA

Blanchard, O. J. 2008. "The State of Macro", MIT Department of Economics Working Papers 08-17.

Blanchard, O. J. 2009 "The Crisis: Basic Mechanisms and Appropriate Policies", MIT Department of Economics Working Papers 09-01.

Broome, L. L. & Markham, J. W. 2001. "The Gramm-Leach-Bliley Act: An Overview". Tomado de http://www.symtrex.com/pdfdocs/glb_paper.pdf.

Brunnermeir, M. 2009. "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008", Journal of Economics Perspectives, 23(1): 77-100.

Greenspan, A. 2010. "La Crisis" Revista de Economía Institucional, 12(22): 15-60.

Fiduciaria Bogotá, 2009. "Retos para Colombia en la coyuntura económica mundial", Foro Internacional, Bogotá, Fiduciaria Bogotá.

Krugman, P. 2009. "De vuelta a la economía de la Gran Depresión y la Crisis del 2008", Bogotá, Grupo Editorial Norma.

Mandel, M. 2001. "The Internet Depression" Perseus Books Group, NY

Marichal, C. 2009. "Las grandes crisis financieras. Una perspectiva global, 1873-2008", Buenos Aires, Editorial Sudamericana.

Ormerod, P. 2010. "La Crisis Actual y la Culpabilidad de la Teoría Macroeconómica", Revista de Economía Institucional 12(22).

Rogoff, K. & Reinhart, C. 2009. "The Aftermath of Financial Crises", American Economic Review, 99 (may 2009).

Sachs, Jeffrey, 2009, "Raíces de la Crisis Financiera", El Tiempo.

Titularizadora Colombiana, 2010. Tomado de <http://www.titularizadora.com>