

Ignacio Lozano¹

Universidad
Católica de Colombia

Efectos de la crisis financiera internacional sobre la postura fiscal del gobierno colombiano

(Primera parte)

Recibido: 29 de mayo de 2009

Concepto de evaluación: 5 de agosto de 2009

Aceptado: 30 de septiembre de 2009

RESUMEN

La quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 marcó el comienzo de uno de los peores años en la historia de los mercados financieros internacionales. Este evento también determinó el inicio de la recesión económica mundial que se extenderá por lo menos tres años. Las cifras han confirmado que prácticamente todos los países industrializados, y la mayor parte de los emergentes, entraron en recesión, con graves efectos sobre el empleo y la pobreza, de manera que el colapso que hoy soporta la población mundial se asemeja a la crisis de los años treinta. Este artículo describe la forma como se gestó la crisis en el sistema financiero de los Estados Unidos y se propagó en el resto de las economías industrializadas. En esta entrega también se describen los canales de transmisión de la crisis hacia los mercados emergentes y, en particular, se muestran los primeros efectos sobre las principales economías de América Latina.

Palabras clave: instituciones y mercados financieros, fluctuaciones cíclicas, política monetaria, consumo, ahorro y riqueza.

The financial crisis effects on the colombian government fiscal stance

(First part)

ABSTRACT

The Lehman Brothers crash in September 2008 marked the beginning of one of the worst years in the history of international financial markets. This event also determined the initiation of the global economic recession which will last at least three years. The data have been confirmed that virtually all industrialized and most emerging countries faced a deep recession, with serious effects on employment and poverty, so the collapse today is similar to the crisis of the thirties. This paper describe how the crisis was conceived in the financial system in the United States and spread to the rest of the industrialized economies. We also describe the transmission channels of the crisis into emerging markets and, in particular, we show the first effects on the major economies of Latin America.

Key words: institutions and financial markets, business fluctuations, monetary policy, consumption, saving and wealth.

¹ Economista Universidad
Pedagógica y Tecnológica de Colombia.
Magíster en Economía Universidad
de los Andes. Ph. D en Economía
de la Universidad Pompeu Fabra.
Investigador del Banco de la República
y Profesor de la Universidad
Católica de Colombia.
ilozanes@gmail.com

Auxiliares de investigación:
Daniel Morales y Mary Luz Torres,
estudiantes en proceso de grado
de la Facultad de Economía de la
Universidad Católica de Colombia.
danielmorales_0831@yahoo.com;
marytonin@hotmail.com

INTRODUCCIÓN

La nacionalización de las dos agencias hipotecarias más grandes de los Estados Unidos a comienzos de septiembre de 2008, Fannie Mae y Freddie Mac, y la quiebra de Lehman Brothers, una semana más tarde, marcaron el comienzo de uno de los peores años en la historia de los mercados financieros internacionales. Estos hechos también determinaron el inicio de la recesión económica mundial que se extenderá por lo menos tres años. Las cifras han confirmado que prácticamente todos los países industrializados y buena parte de los emergentes entraron en recesión, y que sus efectos están siendo devastadores sobre el empleo y la pobreza, de manera que el colapso que hoy soporta la población mundial es comparable con la crisis de los años treinta. Los últimos pronósticos del Fondo Monetario Internacional (FMI) señalan que Estados Unidos crecerá -2,6% en 2009, al tiempo que los países miembros de la Unión Europea y Japón registrarán crecimientos de -3,2 y -5,8%, respectivamente.

Las economías emergentes, que en principio parecían inmunes frente al contagio de la crisis, presentan hoy en día otro panorama. Inicialmente, se argumentó que dichas economías estaban blindadas frente a los choques externos. La solidez y profundización de sus mercados financieros, el manejo macroeconómico y la calidad de las instituciones, serían los factores claves para contener los efectos de la crisis. No obstante, lo cierto es que la crisis terminó afectando su crecimiento a través de la caída de los precios de las materias primas y los alimentos, de sus menores ventas en los mercados externos, de la caída estrepitosa de sus índices bursátiles y de la depreciación de sus monedas. Para América Latina se prevé un crecimiento promedio de -1,5% al finalizar el 2009, frente a tasas promedio superiores a 5% registradas en el quinquenio anterior. Las economías grandes de la región, como Brasil, México, Argentina y Venezuela registrarán fuertes contracciones, en tanto para Colombia se prevé que crezca 0%.

En el caso particular de Colombia, los efectos negativos de la crisis ya son evidentes. Según

datos oficiales, Colombia registró durante el primer trimestre de 2009 una importante caída en la producción industrial (7,9%), con una fuerte devaluación de 33,7% (año completo), la mayor tasa de desempleo en la región latinoamericana (14%), una balanza comercial deficitaria (USD11 millones) y un déficit fiscal de la administración central de 2,3% del producto interno bruto (PIB) (al cierre de 2008). Así las cosas, el blindaje que supuestamente había adquirido la economía frente a posibles choques externos, quedó en entredicho. El gobierno tuvo que reducir sus pronósticos de crecimiento para 2009, de 5% a 3,5% a finales del año 2008 y, con la nueva información del DANE sobre el desempeño económico del cuarto trimestre de 2008, redujo aún más su pronóstico fijándolo entre 0,5 y 1,5%. Las cifras del DANE confirmaron una caída de la actividad económica de -0,7% en el cuarto trimestre de 2008, con lo cual la actividad económica creció dicho año 2,5%.

Con los resultados descritos, Colombia, al igual que la mayoría de las economías emergentes de la región (Chile, Brasil, México, Argentina, entre otros), entró técnicamente en una fase de recesión inducida por la crisis internacional. Frente a este panorama, ¿qué deben hacer las autoridades económicas de estos países para mitigar la crisis? La respuesta usual en estos casos es adelantar políticas temporales de corte contra-cíclico, lo cual significa bajar las tasas de interés, por parte de la autoridad monetaria, para reanimar la inversión y el consumo, y expandir el gasto público, o recortar los impuestos, por parte de la autoridad fiscal. Cabe recordar que los países emergentes registraron recientemente una fase de expansión económica, y que el contexto externo jugó un papel primordial. Para el caso colombiano, tanto los precios externos de los *commodities* que registraron alzas extraordinarias, particularmente el petróleo, como el buen desempeño de los socios comerciales, favorecieron sus exportaciones. De hecho, en 2008 el valor de las exportaciones ascendió a US\$40.550 millones, lo cual marcó un record histórico. Por su parte, el ambiente interno más seguro para los negocios y la holgura financiera internacional hicieron posible

un cuantioso influjo de inversión extranjera tanto directa como de portafolio. Así las cosas, el influjo de cuantiosos recursos externos se constituyó en la principal fuente de crecimiento de la economía colombiana, que creció a una tasa promedio de 5,9% entre 2003 y 2007.

Desde la perspectiva macroeconómica, en la mayoría de los países de la región la expansión del producto estuvo acompañada de una apreciación de las monedas locales y un ligero aumento de la inflación y las tasas de interés. El crecimiento y la revaluación, en el caso colombiano, contribuyeron a reducir el déficit fiscal y el nivel de endeudamiento público. Sin embargo, los avances en el manejo fiscal pudieron ser mejores, como los registrados en Chile, Perú y otros países de la región.

Frente a la ya evidente recesión, las autoridades fiscales y monetarias de la región tienen el doble reto de mitigar los efectos de la crisis, pero sin comprometer la solvencia fiscal y la estabilidad macroeconómica. Los bancos centrales de la región empezaron hacer lo propio desde finales del año pasado, con reducciones progresivas en las tasas de interés (550 puntos básicos en el caso colombiano). Para las autoridades fiscales la tarea no es sencilla, fundamentalmente porque en algunos países de la región, como Colombia, no se hicieron ahorros fiscales en los buenos tiempos para gastarlos en la recesión, como lo prescriben las políticas fiscales contra cíclicas. Hoy en día, el gobierno colombiano enfrenta un cuantioso déficit y un abultado endeudamiento que le impide expandir el gasto público o recortar los impuestos para atenuar la crisis, como los están haciendo Chile, Perú, México, Brasil y, por supuesto, la mayor parte de los países industrializados.

En este trabajo se analizará la forma como se gestó la crisis financiera internacional en los Estados Unidos y se propagó en el resto de las economías industrializadas. Adicionalmente, se describen los canales a través de los cuales se contagiaron las economías emergentes. El trabajo contiene cuatro partes, adicionales a esta introducción. En la segunda parte se indaga sobre las causas de la crisis y se resaltan tres enfoques que han hecho carrera

en los últimos meses para explicar el colapso del sistema financiero.

Allí se ofrece la evidencia que soporta estos enfoques, y se concluye que desde septiembre de 2008 se han venido corrigiendo ciertos desequilibrios macroeconómicos a nivel global, que se generaron en un contexto de alta liquidez (políticas monetarias excesivamente laxas) y fallas en los esquemas de regulación y supervisión financiera, que distorsionaron los precios del riesgo de las instituciones financieras. En la tercera parte se describe la propagación de la crisis sobre el sector real de las principales economías industrializadas (Europa y Japón), valorando fundamentalmente sus repercusiones sobre la producción industrial, sobre el sector comercio (ventas) y sobre el empleo.

Los canales de transmisión de la crisis internacional sobre las economías emergentes se analizan en la cuarta parte. En particular, para el caso de los países de América Latina, se identifican dos canales: uno de demanda global (canal real) y uno de restricción de financiamiento (canal financiero). En relación con el canal real se destacan la caída en los precios de la mayor parte de sus bienes de exportación (precio de los *commodities*), los efectos sobre la cuenta corriente por las menores compras de las economías industrializadas, y la disminución en el flujo de remesas provenientes de Estados Unidos y Europa. Respecto del acceso de los países de la región a los mercados internacionales del crédito, las condiciones de crisis han conducido a una mayor restricción de financiamiento para estas economías. En particular, aquellas economías con fundamentos menos sólidos han tenido mayores dificultades de acceso. Finalmente, en la quinta parte se dan las conclusiones.

GÉNESIS DEL COLAPSO FINANCIERO

Para analizar los efectos de la crisis financiera internacional sobre las economías emergentes conviene, inicialmente, entender las causas del colapso que se gestó en los Estados Unidos. Al respecto, durante estos meses han hecho carrera dos tipos de argumentos. Por una parte, se sostiene que la

responsabilidad recae exclusivamente sobre el gobierno norteamericano, ya que mantuvo una política monetaria muy laxa a comienzos de la década, junto con una baja regulación y supervisión del sistema bancario, con lo cual crearon ciertos incentivos perversos que generaron el problema. Por otra, se argumenta que la crisis fue ocasionada por el propio comportamiento de los bancos, que diseñaron e implementaron múltiples innovaciones financieras en el mercado hipotecario, con lo cual se ocultaron los verdaderos riesgos del negocio. Esas prácticas alejaron al sistema bancario norteamericano y a sus reguladores de las posiciones prudenciales consignadas en el Acuerdo de Basilea II.

A partir de la evidencia no es difícil concluir que estas dos explicaciones, lejos de ser excluyentes, se complementan entre sí. Como se mostrará en esta sección, si bien la política monetaria adelantada por la Reserva Federal (FED) desde comienzos de esta década redujo las tasas de interés y mantuvo altos niveles de liquidez en el mercado, lo cual pudo motivar un excesivo endeudamiento, también es cierto que durante estos años se creó una especulación de precios en el mercado de finca raíz norteamericano, estimulada por la creación de numerosas innovaciones financieras que se basaban en la titularización de activos hipotecarios de alto riesgo (conocidos como *subprime*).

La arquitectura que se creó a partir de las innovaciones fue permitida por la autoridad regulatoria, con lo cual se asumieron riesgos muy altos generando una burbuja especulativa, que a la postre se desencadenó con la nacionalización de los principales bancos hipotecarios y con la quiebra de Lehman.

A los dos enfoques descritos se suma una explicación más global que afirma que la crisis se gestó por el excesivo nivel de endeudamiento en algunas economías avanzadas, resultado a su vez de desequilibrios en sus balances reales. Los desequilibrios se refieren principalmente a que en algunas economías, como la norteamericana, se observaron niveles excesivos de consumo, mientras que en otras, como en China y algunas asiáticas, se observaron altos niveles de ahorro. Estos desequilibrios

macroeconómicos a nivel global, en combinación con una política monetaria excesivamente laxa, y fallas en los esquemas de regulación y supervisión, distorsionaron los precios del riesgo financiero y opacaron la exposición de las instituciones financieras. Lo que se ha registrado desde septiembre de 2008, es un proceso de no apalancamiento para corregir esta situación, con un impacto muy fuerte sobre el consumo de las familias y sobre la posición financiera de un elevado número de empresas e instituciones financieras de las economías avanzadas, especialmente de los Estados Unidos. En las secciones que siguen se analizan los dos primeros enfoques y se deja de lado este tercer tipo de argumentación, que de alguna manera toma elementos de los dos primeros.

LA POLÍTICA DE ALTA LIQUIDEZ DE LA FED Y LA CREACIÓN Y PROPAGACIÓN DEL ESQUEMA DE ACTIVOS RIESGOSOS

Para estimular el consumo y reactivar la demanda agregada a través del crédito, la FED redujo su tasa de intervención de 6,5¹ a 1,75% entre enero y noviembre de 2001. Con esta política, la Reserva Federal procuró contener los síntomas de desaceleración que registraba la economía norteamericana. Dichos síntomas también se estaban registrando en la mayor parte de las economías industrializadas, por lo que sus bancos centrales reaccionaron meses más tarde con reducciones similares en sus tasas (Figura 1). La reducción de tasas condujo a una rápida expansión en los créditos hipotecarios y en el consumo, con lo cual se reactivó la construcción de vivienda y, en general, el consumo de la población.

Las facilidades del crédito hipotecario y el dinamismo en la construcción fueron generando un rápido aumento en los precios de la finca raíz, lo cual a su vez estimuló la inversión en vivienda

1 Los datos estadísticos citados están tomados de Asobancaria, Bancolombia, Grupo Aval, FMI, BID, Cepal, OIT y DANE.

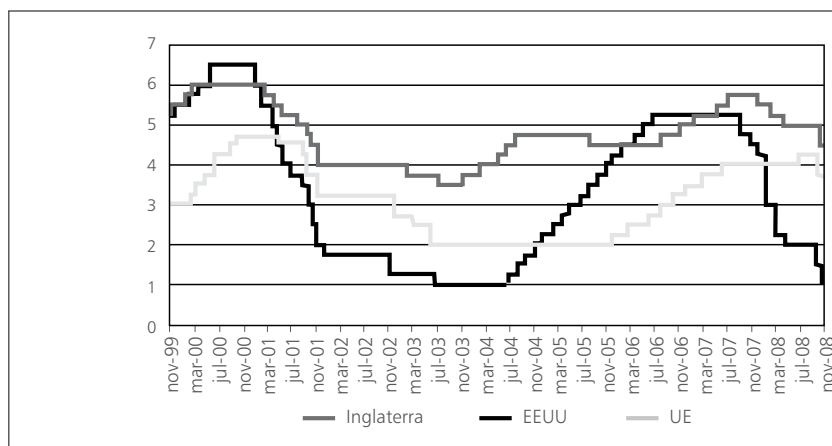
mediante hipotecas de largo plazo. Lo curioso fue que las hipotecas comenzaron a transarse entre bancos cada vez más grandes, quienes a su vez fueron diseñando derivados financieros respaldados por dichas hipotecas para luego transarlos con otros bancos. Se conformó así una cadena de transacciones con los derivados a partir de unos títulos hipotecarios que contaban sólo con un respaldo original (una vivienda). Las empresas calificadoras de riesgo —que fueron contratadas por los propios bancos para avalar sus operaciones— certificaron estas innovaciones fundamentadas en la titulación de activos hipotecarios de alto riesgo (subprime), los cuales proliferaron a través de los mercados financieros internacionales.

del inmueble podía acercarse al 100%. De otro lado, para mantener la capacidad patrimonial y la liquidez que requería la continuidad del esquema, los bancos crearon instituciones independientes para transferirles la cartera hipotecaria. A su vez, estas instituciones emitían bonos respaldados por las hipotecas subprime².

Más específicamente, el esquema de emisión de títulos de alto riesgo se basó en el principio de cascada (Figura 2), el cual consiste en dividir un activo en tres partes que reciben flujos de caja a distintos niveles de preferencia (riesgo). El primero —que se denominó Tramo senior o Preferente— ofrecía una rentabilidad del 6% y ascendía al 75% de la cartera hipotecaria. El segundo —denomina

Figura 1

Tasa de intervención: Inglaterra, Estados Unidos y Unión Europea



Fuente: Fedesarrollo. Tendencia económica, 77. Septiembre de 2008.

El perfil de riesgo de los clientes del mercado inmobiliario fue usualmente alto, en la medida que no satisfacían los requisitos mínimos para respaldar los préstamos, no contaban con historial crediticio y, en muchos casos, presentaron documentos falsos ante los bancos. Por su parte, gracias a la política monetaria de bajas tasas y alta liquidez del mercado, los bancos diseñaron créditos atractivos con tasas muy bajas. Fue habitual conceder créditos iniciales por el 80% del valor de la vivienda y diseñar otros créditos complementarios por el saldo, con lo cual la relación de préstamo a valor

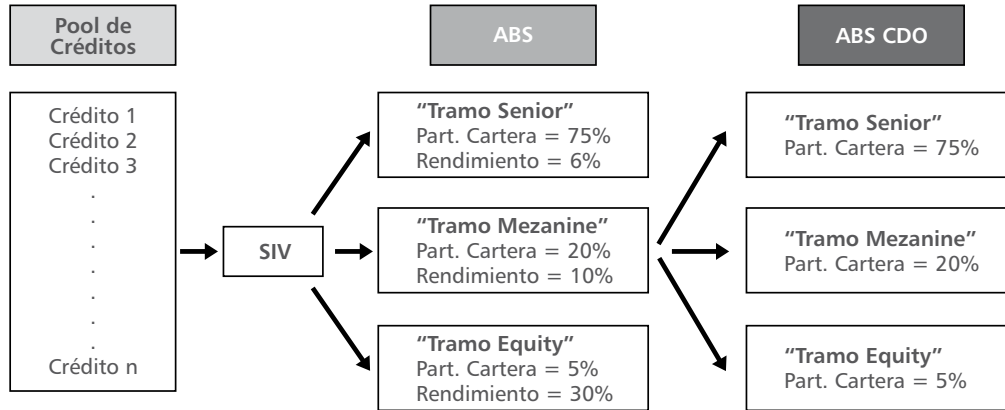
do Mezanine— representaba el 20% de la cartera y ofrecía una rentabilidad del 10%. Por último, el tercer nivel —Equity— ofrecía un rendimiento del 30% y tenía una participación del 5% de la cartera total.

Cabe anotar que el nivel Senior contaba con una calificación AAA, mientras el nivel Mezanine presentaba una calificación BBB. Sin embargo, para incentivar a los inversionistas del nivel Mezanine, se diseñó una subdivisión de este nivel en tres

2 Asobancaria. “‘ABC’ de la crisis financiera y las discusiones regulatorias”. *Semana Económica*, 677, octubre de 2008.

Figura 2

Estructura de las titularizaciones



Fuente: Asobancaria. “ABC’ de la crisis financiera y las discusiones regulatorias”. *Semana económica*, 677, octubre de 2008.

subcategorías llamadas Senior, Mezanine y Equity, las que curiosamente conservan las mismas participaciones de los niveles originales. Así las cosas, el subnivel Senior del nivel Mezanine alcanzaba una calificación AAA. El esquema condujo a que cerca del 90% de los bonos respaldados con cartera hipotecaria alcanzaran la mejor calificación crediticia. La figura 2 ilustra cómo funcionó la estructura de las titularizaciones³.

Finalmente, para hacer más atractivos los títulos así emitidos, se contrataron garantías de crédito (*Credit Default Swaps*, CDS), emitidas por agencias aseguradoras especializadas (Monolines). A cambio de una prima de riesgo, estas aseguradoras se comprometían a responder por los flujos de caja requeridos para pagar los títulos, en caso de que los deudores dejaran de cumplir con sus obligaciones. El crecimiento de los créditos subprime fue tal que entre el 2000 y 2006 incrementaron su participación de 3 a 13,7% dentro del total de la cartera hipotecaria (Figura 3).

1. La postura de la FED entre 2004-2007 y sus efectos en el mercado inmobiliario

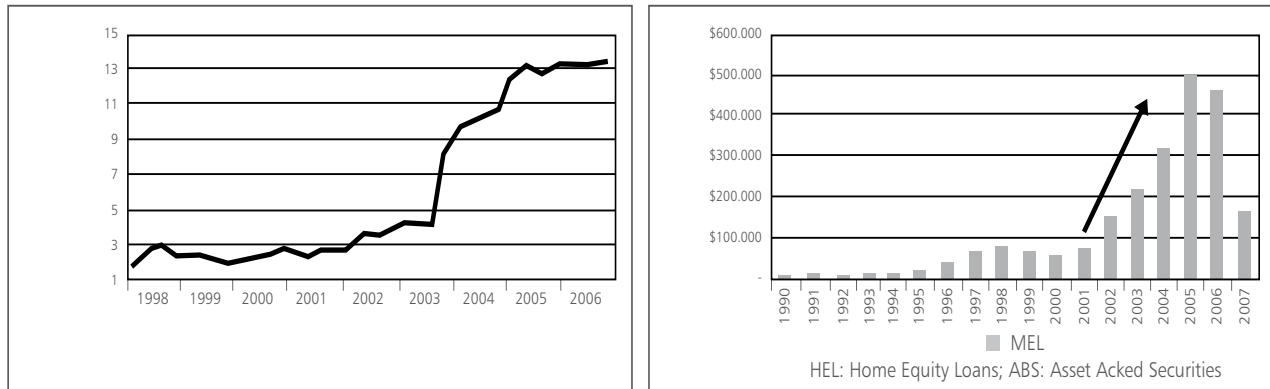
Para afrontar las presiones inflacionarias, a mediados de 2004 la FED comenzó a elevar su tasa de intervención. Entre junio de ese año y septiembre de 2007, subió su tasa del 1 al 5,25%. Las presiones inflacionarias surgieron principalmente de tres hechos. Por una parte, por el incremento del precio del petróleo cuyo suministro mundial se redujo por la guerra de Irak. Por otra, los subsidios a los biocombustibles y la alta rentabilidad del petróleo disminuyeron las tierras disponibles para producción de alimentos, por lo que se contrajo su oferta y se incrementaron los precios de los alimentos en los mercados internacionales. El otro hecho tuvo que ver con la dinámica del consumo de los hogares norteamericanos, que fue incentivada por el bajo costo de los intereses y la alta liquidez. En su conjunto, estos factores incrementaron la inflación en los Estados Unidos de 2,6% en el 2006, a 4,1% en 2007 y 5,6% a julio de 2008.

La política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) siguió los derroteros de la FED, aunque con un poco de rezago. El BCE buscó anclar las ex-

3 Ibid.

Figura 3

Participación de los subprime en la cartera hipotecaria (izq.) y emisiones de CDO (der.)



Fuente: Mortgage Bankers Association.

Fuente: Merrill Lynch (2008) Global.

pectativas de inflación de mediano plazo mediante incrementos sucesivos en sus tasas. La dinámica inflacionaria en los países de la Unión tuvo que ver con las negociaciones salariales que se realizaron en las principales economías de Europa, con el aumento en los precios de los alimentos y las materias primas y, adicionalmente, con el importante crecimiento que registraron los agregados monetarios. Basta decir que el crecimiento de M3 a enero de 2008, ascendió a 11,5%, lo cual estuvo correlacionado con la rápida expansión del crédito.

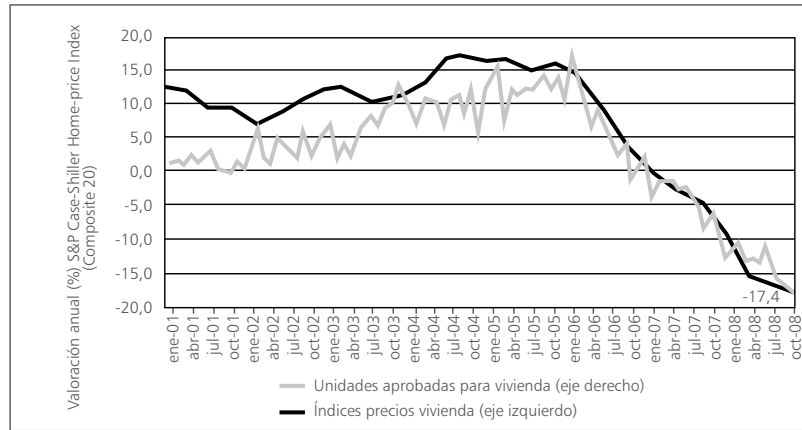
El aumento en las tasas de la FED condujo a un incremento de las tasas hipotecarias de 5 a 6,7% entre 2004 y 2007. El mayor costo de las hipotecas poco a poco fue aumentando el porcentaje de morosidad de este tipo de cartera, hasta alcanzar 23% a mediados de 2007. Entre 2005 y 2007, la tasa de incumplimiento de los créditos *subprime* pasó del 6% a niveles superiores al 12%. Por otra parte, el precio de las viviendas empezó a descender (contabilizó 10% de caída en 2006), con lo cual se hizo menos atractivo este tipo de inversión (Figura 4). Esta doble situación fue minando la solvencia

de las familias y los bancos, en la medida que el valor de su deuda fue excediendo el valor de los inmuebles.

El incumplimiento de las obligaciones hipotecarias, especialmente aquellas pactadas a tasas variables, creció de manera acelerada en razón a que buena parte de los clientes prefirió devolver sus inmuebles desvalorizados en pago de los créditos insostenibles. Los títulos hipotecarios quedaron sin respaldo, comprometiendo así el colateral de los derivados financieros ampliamente utilizados en este esquema especulativo. Los inversionistas de la banca de inversión comenzaron a devolver los títulos y a retirar sus fondos, dejando ilíquidos este tipo de intermediarios, que se habían constituido en la pieza clave del esquema. El sistema financiero hizo crisis a comienzos de septiembre de 2008, cuando se decidió nacionalizar las dos agencias hipotecarias más grandes de los Estados Unidos, Fannie Mae y Freddie Mac, y quebró la mayor banca de inversión de los Estados Unidos, Lehman Brothers.

Figura 4

Unidades aprobadas e índice de precios de vivienda – Estados Unidos



Fuente: Fedesarrollo. Tendencia económica, 77. Septiembre de 2008.

2. El manejo del riesgo se alejó de los preceptos estandarizados a nivel internacional

Las prácticas poco ortodoxas de las entidades financieras que causaron el colapso en septiembre de 2008, se efectuaron bajo la regulación y supervisión bancaria de los Estados Unidos, en donde se trabajaba bajo la premisa de que el riesgo está en cabeza de quien es capaz de medirlo, valorizarlo y administrarlo, dejando al margen situaciones extremas de crisis sistémicas. Al contrastar dichas premisas frente a las reglas sobre riesgo establecidas en el Acuerdo internacional de Basilea II, es evidente su distanciamiento. Tal distanciamiento tuvo que ver especialmente con los requerimientos mínimos de capital, el proceso mismo de la supervisión y la disciplina del mercado.

El Acuerdo de Basilea II contiene una serie de recomendaciones sobre la legislación y la regulación bancaria, emitidas por el comité conformado por los bancos centrales y las entidades de supervisión bancaria de los países de la OECD. Aunque este comité no posee autoridad formal de supervisión internacional, y sus conclusiones no tienen fuerza legal, su objetivo es la elaboración de estándares de supervisión, así como recomendaciones y principios para las mejores prácticas en el mercado financiero, con la expectativa de que

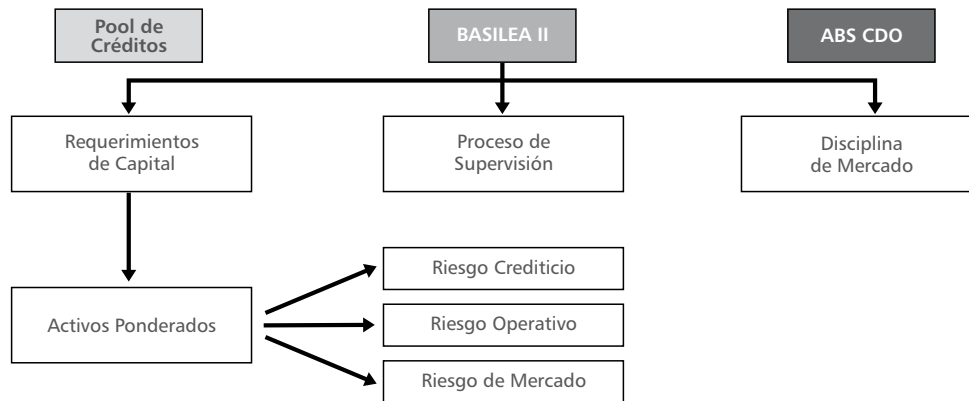
las autoridades de cada país adopten las medidas para su implementación.

El Acuerdo destaca tres principios básicos que deben guiar la actividad bancaria para evitar situaciones de crisis sistémicas como la desatada con el caso Lehmann. Por supuesto, estos principios fueron desconocidos por muchas de las agencias que entraron en problemas, quedando al descubierto su desacertado sistema de valoración de riesgos (Figura 5). El primero de estos principios tiene que ver con los requerimientos mínimos de capital y la calidad crediticia, que debe ser medida en función de los riesgos crediticios, operativos y de mercado.

Como se mencionó a comienzos de esta sección, las prácticas de los bancos de Estados Unidos que entraron en problemas desde mediados de 2007, fueron negociar créditos con clientes de bajo perfil y sin historia bancaria, con lo cual el nivel de prudencia fue mínimo. El segundo tiene que ver con la divulgación oportuna de la información, como una buena práctica de transparencia. La divulgación debe incluir el grado de exposición de las instituciones financieras a los diferentes tipos de riesgos, estandarizada a nivel internacional. Finalmente, la reconciliación de la información desde la perspectiva financiera, contable y de la gestión del riesgo, resulta primordial para valorar la verdadera exposición de los bancos.

Figura 5

Estructura general del Acuerdo Internacional de Basilea II



Fuente: Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

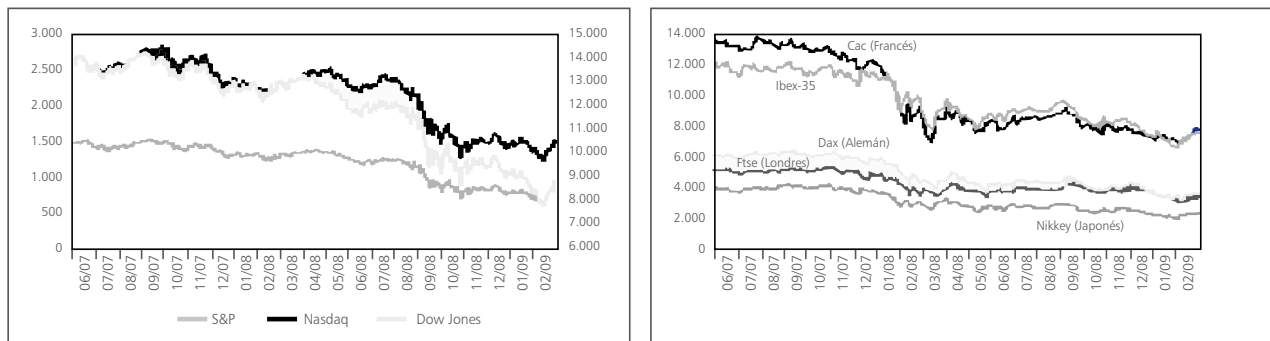
3. El caso Lehman desató volatilidad y nerviosismo en los mercados bursátiles

Lo que inicialmente fue un problema del negocio inmobiliario, se extendió a otros sectores como las constructoras, la banca de inversión, las aseguradoras y, en general, a todo el sistema bancario. La quiebra de Lehman (adquirido parcialmente por Barclays) implicó pérdidas para muchas instituciones financieras, con lo cual sus accionistas reaccionaron vendiendo los títulos. Algunos bancos como Bearm Stearms (adquirido por JP Morgan con asistencia de la FED), Indymac Bank (con control del

gobierno) y el Citigroup entraron en problemas de desvalorización de sus acciones. La crisis se trasladó a todas las bolsas del mundo al hacerse público que uno de los principales bancos europeos, el BNP Paribas, suspendió tres de sus fondos por falta de liquidez. A esta dinámica también se sumaron los accionistas de las empresas manufactureras, que fueron fuertemente golpeadas por la disminución del crédito y de las expectativas de caída en sus ventas. La oferta masiva de acciones en los mercados bursátiles se reflejó en la caída estrepitosa de los mercados de valores. A noviembre de 2008, el índice Dow Jones cayó un 31,2%, el Nasdaq 32,1% y el S&P, 37,9%. Por su parte, el Nikkey japonés

Figura 6

Principales índices bursátiles de EE.UU. (izq.), Eurozona y Japón (der.)



Fuente: Bancolombia. Cálculos propios.

cayó un 50,2%, el Ftse 100 de Londres 36,3%, el DAX Alemán 46%, el IBEX-35 un 47,3% y el CAC-40 francés 43,9% (Figura 6).

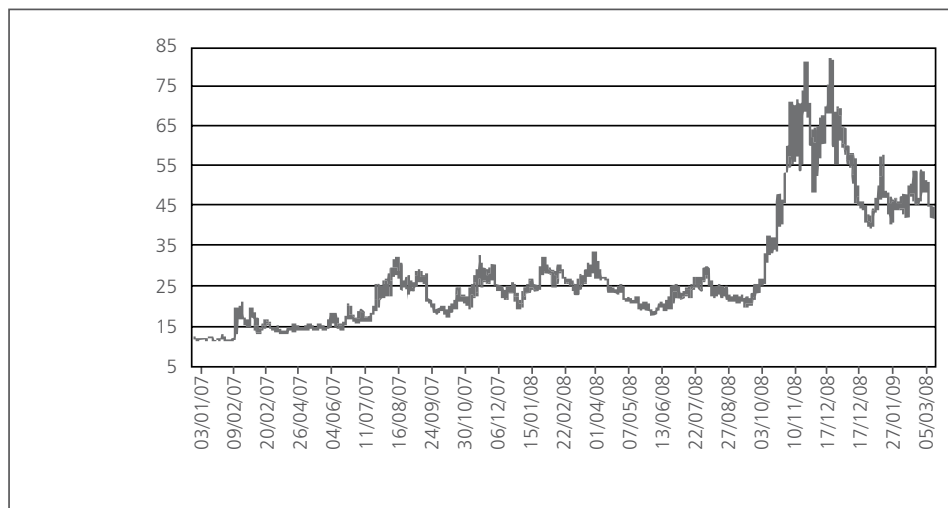
La pérdida del valor patrimonial de los bancos implicó restringir el flujo de crédito al sector real y, para el caso de las empresas manufactureras, implicó una fuerte descapitalización, con lo cual se vieron obligadas a disminuir su nivel de actividad. Por supuesto, tanto la reacción de los bancos como de las empresas del sector real estuvo altamente influenciada por el nerviosismo del colapso y la desconfianza que generó en todos los agentes el futuro de la economía mundial. Así las cosas, la caída de los índices bursátiles estuvo acompañada de alta volatilidad, tal como lo muestra el índice VIX, indicador que permite observar el grado de nerviosismo de los inversionistas en el mercado financiero. Para octubre de 2008, el VIX sobrepasó todo valor histórico y se ubicó en 80 puntos⁴, luego de que históricamente se mantuvo en un rango de 9,3 y 45,7⁵ (Figura 7).

LA PROPAGACIÓN DE LA CRISIS ENTRE LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

El colapso del mercado inmobiliario norteamericano dejó sin fundamento la arquitectura financiera que había sido diseñada con base en la titulación de los activos hipotecarios de alto riesgo. Si bien los *subprime* fueron solo el 15%⁶ del mercado hipotecario en Estados Unidos, su titularización estaba diseminada por todo el mercado financiero y mezclada con otros activos a través de fondos de inversión. El sistema financiero de los Estados Unidos, y de la mayor parte de los países industrializados entró en problemas patrimoniales, pues la desvalorización de sus activos respaldados con los derivados y las titularizaciones les implicó incrementos notorios en el costo de su apalancamiento. Pronto tuvieron que buscar incrementos de capital por medio de la venta de sus activos más líquidos, lo cual terminó impactando fuertemente los mercados bursátiles.

Figura 7

Índice VIX



Fuente: Grupo Aval. Cálculos propios.

4 Bancolombia. Indicadores Económicos y Financieros.

5 Banco Santander. "Sobre el VIX y los bonos de países emergentes". Departamento de Investigaciones Económicas, 2007.

6 Poal Marcet, José. ¡Llegó la crisis! El ABC del Crack Financiero Mundial. Bogotá: Grupo Editorial Norma, 2008.

El nerviosismo se apoderó de los mercados financieros y los agentes entraron en un comportamiento de total aversión al riesgo (el indicador VIX se incrementó 496% entre mayo y noviembre de 2008)⁷. El flujo permanente de malas noticias sobre el verdadero estado de las instituciones financieras, tanto de Estados Unidos como de Europa y Japón, trajo como consecuencia la pérdida de la confianza de los mercados financieros internacionales que se manifestó en la caída de las bolsas y el incremento en la volatilidad de sus índices, impactando no sólo los inversionistas de portafolio, sino también la actividad real. La crisis trajo consecuencias adversas sobre el consumo de los hogares, la producción de las firmas y el empleo. La consecuencia directa de toda esta situación fue el endurecimiento de las condiciones para el otorgamiento de préstamos y evaluaciones de riesgo más rigurosas, pues la situación exigía la realización de inversiones seguras. El crédito prácticamente se congeló quedando inversionistas, empresas y hogares sin acceso a los recursos financieros. Se configuró entonces una crisis de confianza y liquidez.

Las enormes pérdidas registradas en los mercados bursátiles internacionales, junto a la caída en los precios de las viviendas, generaron una gran pérdida de riqueza que afectó negativamente el consumo. La caída del consumo de los hogares se resintió igualmente por la contracción del crédito por parte de las entidades financieras y la posición pre cautelativa adoptada por las familias. Por el lado de las actividades productivas, las mayores restricciones de acceso al crédito obstaculizaron la canalización del ahorro hacia la inversión, por parte de los bancos. La financiación empresarial a través de la emisión de bonos corporativos se perjudicó por el aumento generalizado de las primas de riesgo (*spreads*). Por su parte, los inversionistas de portafolio incrementaron su apetito por Bonos del Tesoro en dólares (de cero riesgo), lo cual condujo a la depreciación de las monedas de los países emergentes y a la caída en los precios de los

commodities. Toda esta situación precipitó la caída de la actividad productiva.

4. La caída en la producción industrial y en el comercio

De acuerdo con las cifras, el PIB de Estados Unidos se contrajo en -6,1% durante el primer trimestre de 2009, luego de presentar una caída de -6,3 y -0,5% en el cuarto y tercer trimestre de 2008, respectivamente. La fuerte contracción de la economía norteamericana se explica fundamentalmente por la notoria disminución en el consumo y en la inversión bruta (residencial y no residencial), la que presentó una reducción anualizada a marzo de -51,8%. Para finales de 2009, la economía norteamericana posiblemente se contraiga por encima del 2% y para 2010 se prevé una ligera recuperación. La recesión observada en los últimos tiempos se extendió al resto de los países industrializados. En la Eurozona, el producto creció en promedio 0,8% durante 2008, cifra menor a la registrada en el 2007 (2,6%). En el último trimestre de 2008, la contracción fue de -1,5%, la peor caída en la historia de la Unión. Aunque prácticamente todas las economías de la Eurozona registraron grandes caídas en la actividad productiva (especialmente Alemania y España), es preciso destacar el menor deterioro en Francia (-0,9%).

Por su parte, la economía japonesa retrocedió -3,3% en el cuarto trimestre de 2008, con lo cual sumó una contracción de -2% para el año completo. La contracción para finales de 2009 de la economía nipona puede exceder el -6%. Estas cifras constituyen la peor caída desde la Segunda Guerra Mundial, y se explican principalmente por el bajo dinamismo de sus exportaciones, inducido por la caída en la demanda de sus principales socios comerciales (Estados Unidos y Europa), y el pobre desempeño del sector industrial, cuya producción se contrajo -21%.

A nivel sectorial, la industria, la construcción y el comercio han registrado los peores índices en las economías industrializadas. En los Estados Unidos, la caída anualizada a enero de 2009 del PIB

⁷ En noviembre 20 de 2008, el indicador VIX registró una puntuación récord en toda su historia, alcanzó los 80 puntos.

industrial alcanzó -10%, explicada en buena parte por el sector automotriz (-47,3%). La producción manufacturera, que representa casi cuatro quintas partes de la actividad industrial, registró una caída de -2,5% en solo enero, mientras la automotriz cayó -23,4%, la producción energética -1,3%, y la producción minera acumuló una caída a enero de -10,6%. En este contexto, la capacidad instalada en la industria continuó su tendencia de disminución, ubicándose en 72% durante el primer mes del año 2009 (el nivel más bajo desde febrero de 1983).

La producción industrial en la Eurozona se contrajo -3,5% en enero de 2009, completando cinco meses consecutivos de descensos (Figura 8). Este comportamiento refleja las caídas generalizadas de todas las ramas, en particular las relacionadas con la producción de bienes intermedios (-24,4%), de capital (-21,4%) y de consumo durable (-18%). Los países que mostraron una mayor contracción industrial fueron Alemania (-19,1%) y España (-20%). Cabe anotar que España y Francia han registrado seis meses de continuo desplome en la producción industrial desde mitad del 2008.

La producción industrial japonesa ha seguido la misma tendencia del resto de los países industrializados. La contracción de su industria ha estado asociada con una caída de la inversión empresarial afectada por los mayores costes de las materias primas y por la disminución del consumo de los hogares. De hecho, el índice de la confianza del consumidor se redujo en 31% en julio de 2008, por la percepción del debilitamiento de la economía y las peores condiciones para el empleo y los salarios. Adicionalmente, el índice de confianza de las principales industrias manufactureras cayó en -3% en el tercer trimestre de 2008, alcanzando uno de los niveles más bajos de los últimos cinco años. Los mayores costes de las materias primas y la caída en las ventas explican la menor confianza en la economía nipona.

La contracción industrial en los países desarrollados ha estado influenciada por el desplome en las ventas al por menor. En Estados Unidos, este indicador registró un descenso de -2,7% en marzo, con lo cual la variación anual se situó en -9,4%.

La mayores caídas en las ventas al por menor se han registrado en materiales eléctricos (-5,9%), bienes de la industria automotriz (-2,3%) y en las estaciones de gasolina (-1,6%). El deterioro en las ventas de gasolina en marzo pudo ser causado por el incremento en su precio, que pasó de US\$1,88 a US\$ 2,25 por galón. Cuando se excluyen estos tres grupos de bienes, las ventas sólo caen -0,9%. Las ventas en los países de la Eurozona registraron una caída de -4,2% en el año completo. El retroceso más importante en este indicador se registró en España (-8,2%). Por sectores, las ventas de alimentos, bebidas y tabaco cayeron (-5,2%), mientras que el sector no alimentario se redujo en -1,9%. La reducción en los indicadores líderes de las ventas sugieren que el menor ingreso de los hogares (por la pérdida en el valor de sus activos, los despidos y las mayores restricciones al crédito) y el deterioro en la confianza entre los consumidores han sido las principales causales del debilitamiento de la demanda doméstica.

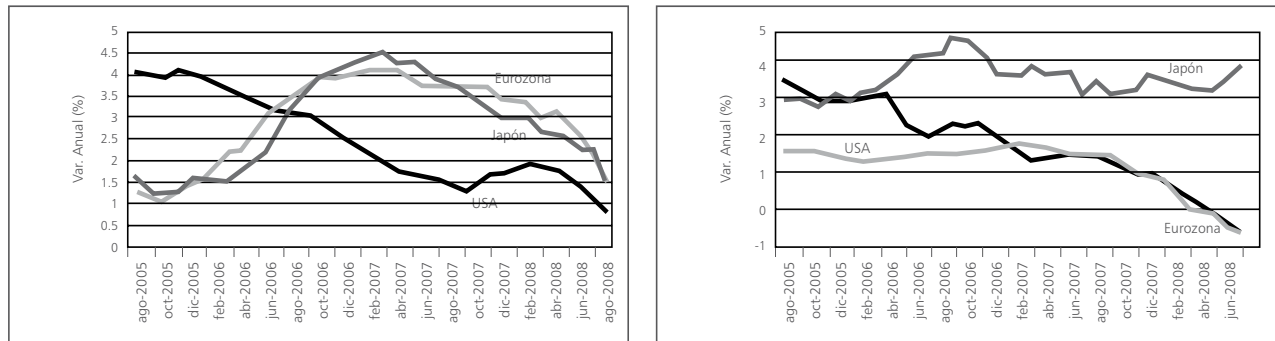
Para el caso de Japón, lo más notorio es la caída de las ventas al exterior, lo cual constituye un escenario crítico para una economía que depende considerablemente de la demanda mundial. Actualmente, las ventas externas representan el 16% del PIB japonés. Según las cifras oficiales, durante el 2008 las exportaciones del Japón retrocedieron en -13,9%, principalmente por la menor demanda externa de automóviles y aparatos electrónicos. Adicionalmente, la moneda local ha sufrido una fuerte apreciación (21% frente al US dólar), situación que está afectando negativamente a las empresas industriales.

TRANSMISIÓN DE LA CRISIS A LOS MERCADOS EMERGENTES: EL CASO DE AMÉRICA LATINA

El estrechamiento de los mercados financieros, y la menor dinámica de las economías desarrolladas, han venido afectando el desempeño económico de los países emergentes. A nivel agregado, las economías emergentes contrajeron su producción 4% en el cuarto trimestre de 2008, en buena parte

Figura 8

Producción Industrial (izq.) y ventas (der.) en Estados Unidos, Eurozona y Japón



Fuente: Bloomberg. US Census Bureau. Cálculos Asobancaria.

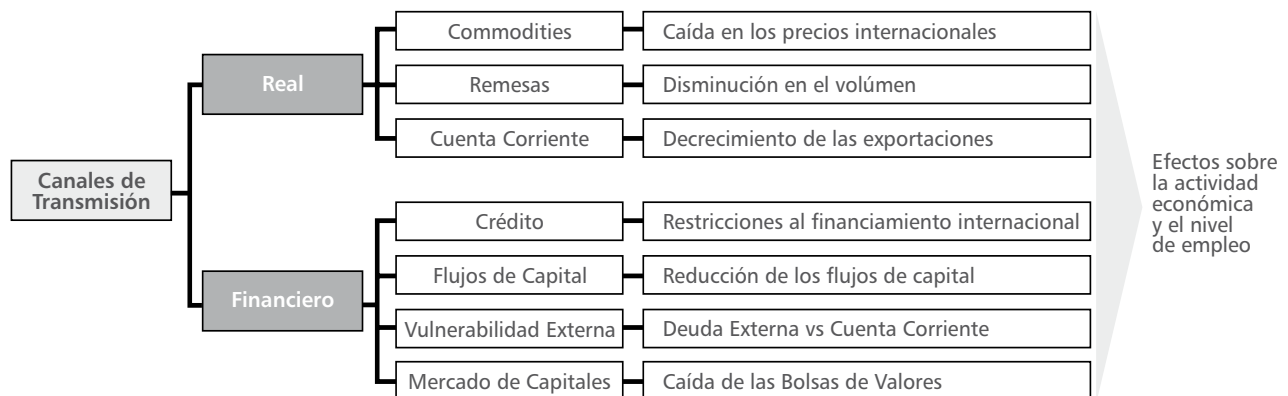
debido al primer coletazo de la crisis⁸. En particular, el impacto del colapso mundial sobre los países de América Latina ha dependido de la vulnerabilidad de cada economía a los choques externos, tanto por el canal comercial como por el canal financiero. Lo primero porque estos países siguen dependiendo de manera importante de las exportaciones de materias primas hacia los países industrializados y, lo segundo, porque los flujos de capital, tanto en la forma de inversión extranjera directa como de portafolio, constituyen una fuente fundamental de financiamiento de sus actividades productivas.

Así las cosas, la transmisión de la crisis hacia las economías emergentes puede interpretarse mediante la ocurrencia de dos choques: uno de demanda global (canal real) y uno de restricción de financiamiento (canal financiero), tal como se muestra en la Figura 9.

En relación con el canal real se destacan la caída en los precios de la mayor parte de sus bienes de exportación (precio de los *commodities*), los efectos sobre la cuenta corriente por las menores compras de las economías industrializadas, y la disminución en el flujo de remesas provenientes de

Figura 9

Canales de transmisión de la crisis financiera a las economías emergentes



8 FMI. Perspectivas de la economía mundial, 2009.

Estados Unidos y Europa. Puesto que este choque negativo de demanda está asociado no solamente con la parte baja del ciclo económico de los países desarrollados, sino también con el ajuste en los patrones de excesivo gasto de países como los Estados Unidos, este canal podría tener elementos tanto transitorios como permanentes.

Respecto del acceso de los países de la región a los mercados internacionales del crédito, las condiciones de crisis han conducido a una mayor restricción de financiamiento para estas economías. En particular, aquellas economías con fundamentos menos sólidos han tenido mayores dificultades de acceso. Como se hará evidente en las siguientes secciones, con el colapso de los mercados financieros, los inversionistas se refugiaron en las monedas más fuertes (en bonos del Tesoro Americano), creando una brecha de financiamiento externo en las economías emergentes. En la medida en que no se normalice la situación en dichos mercados, la restricción de financiamiento externo se mantendrá para los países de la región.

Ahora bien. Si el choque de demanda se agrava, se espera que aumente el déficit de la cuenta corriente, por lo que se ampliarían las necesidades de financiamiento externo de las economías emergentes. Esta situación podría empeorar las condiciones de acceso a los recursos externos. Por otra parte, un mayor choque de demanda externa afecta negativamente las expectativas de crecimiento de los países emergentes, con lo cual se terminan de agudizar las condiciones de acceso a los mercados financieros internacionales. Como corolario, el choque de demanda y la restricción de financiamiento se retroalimentan por lo que registran una correlación positiva. En este contexto, se deprecian las monedas locales, tal como sucedió en las principales economías de América Latina en el cuarto trimestre de 2008. Esta depreciación constituye la respuesta natural de los precios ante los choques externos. El coste que deben asumir las economías para reordenar los desajustes provocados por los choques dependerá de manera crucial de la postura que tenga la política económica de cada país (Figura 10).

1. Efectos sobre la actividad económica y el empleo

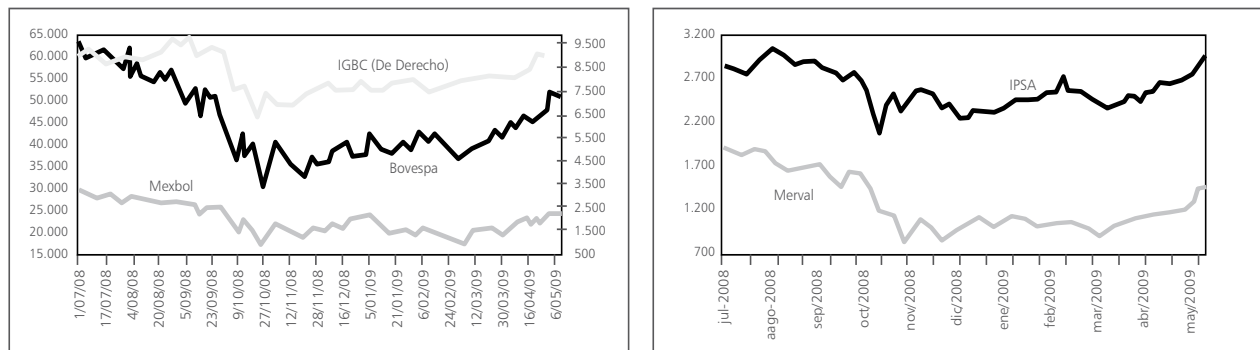
Los efectos de la crisis internacional transmitidos a través de los canales reales y financieros están teniendo repercusiones directas sobre la actividad económica y los niveles de empleo y pobreza en los países de la región. Las economías de América Latina y el Caribe crecieron en promedio 4,6% en 2008, con lo cual el crecimiento promedio entre 2004 y 2008 se situó en 5,4%, y el crecimiento per cápita fue cercano a 3%. El nivel de pobreza se redujo durante esta fase de expansión, por lo que algunos organismos internacionales como el BID han llamado a este periodo como una fase de oro. Entre 2002 y 2008, la tasa de pobreza se redujo en más de diez puntos porcentuales, situándose al final del periodo en 33,2%, lo que representa unos 182 millones de personas. No obstante, con la ya evidente caída de la actividad productiva y el aumento del desempleo, se esperan retrocesos en estos logros de los últimos años.

Durante el año 2008 se registró el quiebre del ciclo de expansión. En el primer semestre, el crecimiento económico de la región presentó un comportamiento favorable, por los altos precios de las materias primas y un fuerte dinamismo de la demanda interna. Sin embargo, esas tendencias cambiaron en el segundo semestre. La actividad se desaceleró en la mayoría de los países, principalmente debido a la menor demanda externa, al desplome de los precios de los productos básicos y a la creciente incertidumbre sobre las perspectivas de la economía mundial. En el agregado del año, las economías presentaron un crecimiento inferior al observado en 2007, aunque hubo excepciones como Uruguay (11,5%), Perú (9,4%) y Panamá (9,2%).

Por el lado de la demanda, los indicadores mantuvieron registros importantes en 2008, aunque el deterioro del cuarto trimestre fue evidente. El consumo privado creció 5,2%, el consumo público 4,6% y la formación bruta de capital fijo 10%, con lo cual la demanda interna se expandió 6,6%. El coeficiente de inversión bruta a PIB se mantuvo

Figura 10

Índices bursátiles de las principales bolsas de América Latina



Fuente: Grupo Aval. Cálculos propios. Fuente: Grupo Aval. Cálculos propios.

alrededor de 22,2%, y el coeficiente de ahorro a PIB se situó en niveles semejantes (21,7%). Por el lado del mercado laboral, los efectos de la crisis no alcanzaron a afectar sus principales indicadores en el año completo 2008, pero la información trimestralizada da luces al respecto. La tasa de desempleo urbano de la región se redujo de 8,3% en 2007 a 7,5% en 2008 (de enero a noviembre). Esta reducción se explica por el incremento de la tasa de ocupación que pasó de 54,4 a 54,9% en este periodo, ya que la tasa de participación se mantuvo prácticamente invariable (59,3%). Este resultado agregado fue influenciado por el buen desempeño del mercado laboral brasileño, que constituye cerca del 40% de la población económicamente activa de la región.

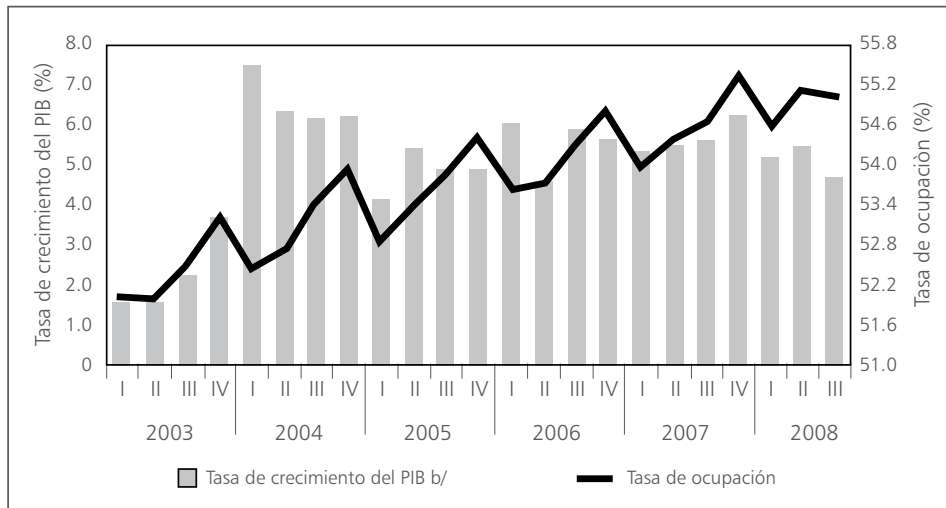
De acuerdo con la información trimestral, en el tercer trimestre de 2008 comienzan a observarse los primeros efectos de la crisis internacional sobre la actividad económica y el empleo en los países de América Latina (Figura 11). Por el lado del mercado laboral, y en contraste con la tendencia observada desde 2003, la tasa de ocupación regional en el tercer trimestre de 2008 se contrajo ligeramente. En ciertos países como Argentina, Ecuador, México y Perú, se redujo, mientras en otros como Brasil y Uruguay aumentó ligeramente. Estos comporta-

mientos llevan a que en el agregado, la tasa de ocupación presente una ligera reducción (ver línea sólida). Por el lado de la producción, es clara la desaceleración del tercer trimestre. Aunque no se tiene la información agregada para la región, sus principales economías (Brasil, México, Argentina, Chile y Colombia, entre otras) registraron contracciones en la producción durante el cuarto trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009, por lo que técnicamente entraron en un ciclo recesivo, que se extenderá por lo menos hasta el segundo semestre.

De acuerdo con estimaciones recientes de varios organismos internacionales, como el BID y el FMI, la actividad económica de la región se podría contraer al -1,5% para finales de 2009. El sendero de recuperación de 2010 dependerá del ritmo de recuperación de las economías industrializadas y, en especial, de la economía norteamericana. Algunos analistas señalan que la recuperación puede ser relativamente rápida, y se fundamentan en que, a diferencia de colapsos financieros pasados, en esta ocasión las economías de la región cuentan con unos indicadores fundamentales más fuertes (baja inflación, regímenes cambiarios flexibles, sistemas financieros más sólidos, mayores reservas internacionales y mejores balances externo y fiscal). La

Figura 11

Crecimiento económico y tasas de desempleo en América Latina



Fuente: OIT. Panorama laboral, 2008. América Latina y el Caribe.

recuperación plena podría tomar tres años (hasta 2012) y sería factible si la economía de los Estados Unidos toca fondo en el primer semestre de 2009 y logra sus niveles de crecimiento de la pre crisis en el cuarto trimestre de 2010.

Desde otra óptica, la recuperación de las economías de la región podría ser más lenta, de manera que tomaría un poco más de tiempo lograr los niveles de crecimiento registrados en la pre crisis. La débil recuperación se explica especialmente por el contexto externo, ya que se asumen los pronósticos más conservadores que consideran que sólo hasta el 2013 los Estados Unidos retornarían a los niveles de crecimiento de la pre crisis. Este supuesto se apoya en la evidencia histórica que sugiere que luego de grandes colapsos financieros de carácter global, los países pueden tomar alrededor de cuatro años para alcanzar nuevamente sus niveles potenciales de crecimiento.

CONCLUSIONES

La quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 marcó el comienzo de uno de los peores años en la historia de los mercados financieros internacionales y el inicio de una nueva fase de recesión

económica mundial. Los últimos pronósticos del Fondo Monetario Internacional señalan que Estados Unidos crecerá -2,6% en 2009, al tiempo que los países miembros de la Unión Europea y Japón registrarán crecimientos de -3,2 y -5,8%, respectivamente. Para 2010 y 2011, las proyecciones son menos dramáticas, aunque por supuesto muy inciertas.

Las economías emergentes, que en principio parecían inmunes frente al contagio de la crisis, presentan hoy en día otro panorama. Inicialmente se argumentó que dichas economías, al contar con unos indicadores fundamentales más robustos (bajas tasas de inflación, regímenes cambiarios flexibles, sistemas financieros más sólidos, mayores reservas internacionales y mejores balances externo y fiscal), estaban blindadas frente a los choques externos. La solidez y profundización de sus mercados financieros, el manejo macroeconómico y la calidad de las instituciones están siendo los factores claves para contener los efectos de la crisis. No obstante, lo cierto es que esta terminó afectando su crecimiento a través de la caída de los precios de las materias primas y los alimentos, de sus menores ventas en los mercados externos, de la caída estrepitosa de sus índices bursátiles y

de la depreciación de sus monedas. Para América Latina se prevé un crecimiento promedio de -1,5% en 2009, frente a tasas promedio superiores a 5% registradas en el quinquenio anterior.

Varias argumentaciones han hecho carrera en los últimos meses, respecto a las causas del colapso financiero internacional. Una explicación más global del fenómeno señala que la crisis se gestó por el excesivo nivel de endeudamiento en algunas economías avanzadas, resultado a su vez de desequilibrios en sus balances reales. Los desequilibrios tuvieron que ver con los niveles excesivos de consumo en algunos países industrializados, como en Estados Unidos, mientras que en otros se observaron altos niveles de ahorro (en China y algunos asiáticos). Estos desequilibrios macroeconómicos a nivel global, en combinación con política monetaria excesivamente laxa a nivel internacional, y fallas en los esquemas de regulación y supervisión financiera, distorsionaron los precios del riesgo y opacaron la exposición de las instituciones financieras. Así las cosas, lo que se ha registrado desde septiembre de 2008, es un proceso de no apalancamiento para corregir esta situación, con un impacto muy fuerte sobre el consumo de las familias y sobre la posición financiera de un elevado número de empresas e instituciones financieras de las economías avanzadas, especialmente de los Estados Unidos.

El estrechamiento de los mercados financieros y la menor dinámica de las economías desarrolladas, y generadas por la crisis, han venido afectando el desempeño económico de los países emergentes. En particular, el impacto del colapso mundial sobre los países de América Latina ha dependido de la vulnerabilidad de cada economía a los choques externos, tanto por el canal comercial como por el canal financiero. Lo primero porque estos países siguen dependiendo de manera importante de las exportaciones de materias primas hacia los países industrializados y, lo segundo, porque los flujos de capital, tanto en la forma de inversión extranjera directa como de portafolio, constituyen una fuente fundamental de financiamiento de sus actividades productivas. Así las cosas, la transmisión de la crisis hacia las economías emergentes se

ha manifestado a través de dos choques (canales): uno de demanda global (canal real) y uno de restricción de financiamiento (canal financiero).

En relación con el canal real se destacan la caída en los precios de la mayor parte de sus bienes de exportación (precio de los *commodities*), los efectos sobre la cuenta corriente por las menores compras de las economías industrializadas, y la disminución en el flujo de remesas provenientes de Estados Unidos y Europa. Puesto que este choque negativo de demanda está asociado no solamente con la parte baja del ciclo económico de los países desarrollados, sino también con el ajuste en los patrones de excesivo gasto, este canal podrá tener efectos transitorios y permanentes. Respecto del acceso de los países de la región a los mercados internacionales del crédito, las condiciones de crisis han conducido a una mayor restricción de financiamiento para estas economías. En particular, aquellas economías con fundamentos menos sólidos han tenido mayores dificultades de acceso. Con el colapso de los mercados financieros, los inversionistas se refugiaron inicialmente en las monedas más fuertes (en bonos del Tesoro Americano), creando una brecha de financiamiento externo en las economías emergentes. En la medida que no se normalice la situación en dichos mercados, la restricción de financiamiento externo se mantendrá para los países de la región.

En el caso particular de Colombia, los efectos negativos de la crisis ya son evidentes. Según datos oficiales, Colombia registró durante el primer trimestre de 2009 una importante caída en la producción industrial (7,9%), con una fuerte devaluación de 33,7% (año completo), la mayor tasa de desempleo en la región latinoamericana (14%), una balanza comercial deficitaria (USD11 millones) y un déficit fiscal de la administración central de 2,3% del PIB (al cierre de 2008). Así las cosas, el blindaje que supuestamente había adquirido la economía frente a posibles choques externos, quedó en entredicho. El gobierno tuvo que reducir sus pronósticos de crecimiento para 2009 de 5 a 3,5% y, con la nueva información del DANE sobre el desempeño económico del cuarto trimestre de 2008 redujo más

su pronóstico, fijándolo entre 0,5 y 1,5%. Las cifras del DANE confirmaron una caída de la actividad económica de -0,7% en el cuarto trimestre de 2008, con lo cual la actividad económica creció dicho año 2,5%. Para el primer trimestre de 2009, el DANE confirmó una caída en la actividad económica de

-0,6%. Con los resultados descritos, Colombia, al igual que la mayoría de las economías emergentes de la región (Chile, Brasil, México, Argentina, entre otros) entró técnicamente en una fase de recesión inducida por la crisis internacional.

BIBLIOGRAFÍA

- Asobancaria*. “El temblor hipotecario”. *Semana económica*, 619, agosto de 2007.
- Asobancaria*. “El sistema financiero colombiano en un entorno de crisis internacional”. *Semana económica*, 675, octubre de 2008.
- Asobancaria*. “‘ABC’ de la crisis financiera y las discusiones regulatorias”. *Semana económica*, 677, octubre de 2008.
- Asobancaria*. “Financiación de vivienda y titularización hipotecaria: diferencias entre Colombia y Estados Unidos”. *Semana económica*, 679, noviembre de 2008.
- Banco de Bogotá – Investigaciones Económicas*. “Europa: política monetaria”. Enero 15 de 2009 y febrero 5 de 2009. Marzo 6 de 2008, junio 5 de 2008.
- Banco Santander*. “Sobre el VIX y los bonos de países emergentes”. *Departamento de Investigaciones Económicas*, 2007.
- Colombian Economic Outlook*. “Speech at the Colombian American Association”. *New York*, 19 de febrero de 2009.
- DANE*. *Estadísticas Oficiales*, Bogotá. 26 de marzo de 2009.
- DANE*. “Muestra mensual manufacturera”. *Comunicado de Prensa*, 3, Bogotá, 2009.
- DANE*. *Boletín de prensa*. Bogotá, 27 de febrero de 2009.
- Fedesarrollo*. *Tendencia económica*, 77. Bogotá, septiembre de 2008.
- Ferrari, César*. “Tiempos de incertidumbre. Causas y consecuencias de la crisis mundial”. En: *Economía Institucional*, 10 (19). II Semestre de 2008.
- FMI*. “Perspectivas de la Economía Mundial”. Bogotá, abril de 2009.
- Grupo Bancolombia*. *Departamento de Investigaciones Económicas y Estratégicas*. Artículo de Coyuntura. Bogotá, diciembre 3 de 2007.
- Grupo Bancolombia*. *Departamento de Investigaciones Económicas y Estratégicas*. *Análisis Fundamental Diario*. Bogotá, febrero 16 de 2009.

Grupo Bancolombia. Departamento de Investigaciones Económicas y Estratégicas. *Análisis Fundamental Diario*. Bogotá, febrero 17 de 2009.

Grupo Bancolombia. Departamento de Investigaciones Económicas y Estratégicas. *Análisis Fundamental Diario*. Bogotá, marzo 20 de 2009.

Izquierdo, Alejandro y Ernesto Talvi. *Policy Trade Offs for Unprecedented Times. Confronting The Global Crisis in Latin America and the Caribbean*. IDB, 2009.

La República. "Diario económico, financiero y empresarial". Edición del 7 de marzo de 2009.

Ministerio de Comercio, Industria y Turismo. *Informe Económico*. Febrero de 2009. Coyuntura Económica de Colombia, 2008.

Oficina Internacional del Trabajo (OIT). *Panorama Laboral 2008. América Latina y el Caribe*, 2009.

Pérez, Mauricio. "El origen del pánico de 2008: la crisis del mercado de crédito hipotecario en Estados Unidos". *Economía Institucional*, 9 (19), 2008.

Páginas web consultadas

http://www.banrep.org/series-estadisticas/see_precios.htm#2

http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/mmm//bol_mmm_dic08.pdf

<http://investigaciones.bancolombia.com/InvEconomicas/home/homeinfo.aspx>

<http://www.banrep.gov.co/documentos/presentacionesdiscursos/uribe/2009/ingNYFeb09.pdf> (8 de marzo de 2009)

http://www.dane.gov.co/files/comunicados/cp_mmm_ene09.pdf

http://www.dane.gov.co/files/comunicados/cp_mmm_ene09.pdf la

http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/ech/ech/bol_ech_ene09.pdf

