

Crisis financiera de 2008: la visión un año después

Revista Soluciones de Postgrado EIA, Número 4.p. 77-105. Medellín, agosto 2009

Javier Serrano Rodríguez*

* Profesor Titular, Facultad de Administración Universidad de los Andes, Ingeniero, *Master of Science* en Ingeniería Industrial de la Universidad de Pittsburgh, estudios de doctorado en la misma Universidad. Profesor titular de la Facultad de Administración de la Universidad de los Andes y Director de la Escuela de posgrados de la misma Facultad; profesor de la Universidad de los Andes, por más de 35 años, en las facultades de ingeniería y administración, donde ha sido decano de la Facultad de Administración y director de la Maestría en Administración y de la Especialización en Finanzas. Autor de varios artículos y libros en el área de finanzas, con énfasis en evaluación de proyectos y mercados financieros. Consultor de empresas nacionales e internacionales, fue Vicepresidente de Planeación del Banco Cafetero.

CRISIS FINANCIERA DE 2008: LA VISIÓN UN AÑO DESPUÉS

Javier Serrano Rodríguez

Resumen

La crisis financiera que afectó a la economía norteamericana, y en general a las economías de la mayoría de países desarrollados, cuyo origen se señaló inicialmente en la titularización de cartera hipotecaria subprime tuvo causas más complejas que posiblemente los supervisores, las agencias calificadoras, los bancos, los inversionistas institucionales y otros agentes económicos no vislumbraron en sus justas dimensiones. El crecimiento económico generó una liquidez en la economía mundial que dio lugar a una disminución de spreads por plazo y por riesgo, que se acompañó con el desarrollo de innovaciones financieras y con un aumento en el apetito por riesgo de muchos inversionistas, que los llevó a tomar decisiones inadecuadas para su perfil de riesgo. La globalización de la economía le dio a la crisis unas dimensiones insospechables en otras épocas y puso en evidencia desafíos extraordinarios a quienes deberían enfrentar esta crisis, lo cual ha llevado a plantear cambios profundos en la regulación y supervisión de los sistemas financieros. En el artículo se analizan los antecedentes, los desarrollos, las medidas adoptadas y los futuros previsibles de la crisis, en la economía mundial, con énfasis en Estados Unidos, finalizando con un análisis de la situación de Colombia frente a la crisis.

Palabras clave: crisis financiera, sistema financiero estadounidense, medidas gubernamentales para enfrentar la crisis en USA, evolución de la crisis financiera, innovación financiera.

Abstract

The financial crisis that affected the North American economy, and in general the economies of most of the developed countries, which origin was initially pointed out in the securitization of mortgage portfolio subprime, has more complex causes that perhaps the supervisors, the certifying agencies, the banks, the institutional investors and other economic agents, didn't discern in their right dimensions. The economic growth generated a liquidity in the worldwide economy that gave rise to a decrease of spreads by period and by risk*, that came along with the development of financial innovations and with an increase in the appetite for risk of many investors, that led them to make the wrong decisions for their risk profile. The globalization of the economy gave the crisis some dimensions that were unsuspected in other times and it showed up extraordinary challenges for those who must face this crisis, which has led to set out deep changes in the regulation and supervision of the financial systems. This article analyzes the backgrounds, the developments, the measures taken and the foreseeable futures of the crisis, in the worldwide economy, with emphasis in the United States, concluding with an analysis of the situation of Colombia, regarding the crisis.

Key words: Financial Crisis, USA Financial System, Regulatory Dispositions against Crisis, Financial Crisis Evolution.

Crisis financiera de 2008: la visión un año después

Javier Serrano Rodríguez

Revista Soluciones de Postgrado EIA, Número 4.p. 77-105. Medellín, agosto 2009

Introducción

La crisis financiera que se manifestó durante el último trimestre del año 2008, gestada en los años previos, fue una realidad mundial con serias implicaciones y cuyo resultado final aún es incierto, tal y como se puede deducir de las publicaciones económicas de entidades especializadas, como el Banco Mundial, BIS (*Bank for International Settlements*) y la OECD (*Organisation for Economic Co-operation and Development*), y de reportes de los bancos centrales de Estados Unidos, Europa y Japón. Recientemente, el secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Timothy F. Geithner, en un testimonio escrito ante *The House Financial Services*

Committee (Geithner, 2009) señalaba que aún no se puede precisar el tamaño y duración de la crisis y que ella no se ha superado, no obstante los estímulos que el Gobierno le ha inyectado a la economía y algunas señales positivas, como el prepago que hicieron algunos bancos de las ayudas que habían recibido del Gobierno. En el manejo que se le dio a la crisis, el Secretario del Tesoro señalaba como la prioridad inicial para resolver la crisis, el restablecimiento de la confianza en el sistema bancario, ha venido evolucionando hacia otros estímulos y a cambios en el marco regulatorio y de supervisión; en la misma presentación enfatizaba

que aun la economía más desarrollada no estaba preparada para una crisis como la que se presentó, "sin un conjunto de herramientas adecuadas para contener el riesgo de un daño aún mayor a la economía y manejar la quiebra de instituciones financieras complejas y grandes" (Geithner, 2009).

La causa real de la crisis financiera fue la toma de riesgos excesivos por parte de actores tradicionales e importantes por su tamaño y liderazgo en el mercado, consecuencia del apetito por el riesgo que generó la liquidez que caracterizó a la economía mundial en los años previos a la crisis, lo cual repercutió en una disminución de los *spreads* de la mayoría de bonos emitidos por emisores con calificaciones bien diferentes. Como la causa inmediata de la crisis se señala a la titularización de cartera en un segmento del mercado hipotecario conocido como el de *subprime*, que corresponde a grupos de mayor riesgo por su origen, capacitación, historia laboral o crediticia. Sin embargo, existen otros factores que se han venido revelando recientemente y a los cuales al principio no se les asignó la importancia real que tienen en la profundización de la crisis, en su duración y en su solución. Dos ejemplos de esta situación: el tamaño de las operaciones de derivados OTC (*over the counter*, que corresponde a

transacciones realizadas por fuera de una bolsa organizada de derivados, en general no estandarizadas) frente a las operaciones estandarizadas que se realizan en las bolsas de derivados y el arbitramento regulatorio como consecuencia de la dispersión y complejidad del sistema de supervisión en los Estados Unidos, que llevó a algunas entidades financieras a buscar un supervisor débil y con poca capacidad de intervención, que facilitó la toma de riesgos excesivos por parte de ellas.

La situación en otros países fue similar aunque con variantes ligeras; en el caso español, un aumento generalizado de precios, en especial de la finca raíz y de las acciones, consecuencia de una inflación importada principalmente como consecuencia del aumento del precio internacional del petróleo, que afectó a un país importador neto de energía. El aumento de las tasas de interés para controlar la inflación, como política del Banco Central Europeo, se unió a una práctica bancaria de hipotecas a tasa variables atadas a un *benchmark*, cuyas cuotas comenzaron a aumentar significativamente como efecto del aumento de las tasas de interés, que llevó a una situación similar a la que ocurrió en Colombia en 1998, consistente en que el saldo de la deuda aumentaba mientras el valor de la vivienda y de otros activos

financieros se desplomaba a raíz del aumento de la tasa de interés y de haber atado el cálculo de la UPAC a una tasa de mercado y no a la inflación; lo anterior en un ambiente de desaceleración de la economía mundial, que llevó a una contracción generalizada de la demanda por bienes y servicios y a un aumento del desempleo.

Esta crisis toma a la economía colombiana en una situación relativamente sana, tal y como se analiza en el numeral 6 de este artículo; a diferencia de lo que ocurrió en el pasado (por ejemplo, en 1998), no existen factores internos que hayan desencadenado una crisis; ésta viene como consecuencia de factores externos, que se pueden resumir en una crisis financiera en un buen número de países desarrollados y en una desaceleración de la economía mundial, que termina en una recesión en los principales socios comerciales de Colombia: Estados Unidos, Venezuela, Unión Europea, Japón. El Gobierno y la Junta Directiva del Banco de la República han tomado en forma oportuna las medidas adecuadas respecto a aquellas variables sobre las cuales se tiene capacidad de maniobra; infortunadamente poco se puede hacer, en el corto plazo, sobre los factores externos que, mediante acción negativa, van a llevar a una disminución de las exportaciones (DANE, 2009a)

y, por tanto, de los ingresos corrientes de la Nación, a restricciones en el acceso a los mercados internacionales y a un aumento de los costos de financiamiento de las empresas.

El origen de la crisis financiera en Estados Unidos: un resumen

Como antecedentes a la crisis financiera de los Estados Unidos, que ayudan a entender su origen y posterior evolución, habría que mencionar, entre varios, los siguientes:

1. Consolidación del sistema financiero en el mundo: un menor número de actores de un tamaño superior.
2. Fusiones y adquisiciones, en niveles que no se habían visto antes, tanto en el sector financiero como fuera de él.
3. Eliminación o reinterpretación de las restricciones de la *Glass Steagall Act*, que estableció en 1933 una separación entre banca de inversión, banca comercial, administración de carteras colectivas y seguros.
4. Como consecuencia de lo anterior, integración entre los mercados intermediados y los desintermediados: integración entre *Wall Street* y *Main Street*.

5. Titularización de cartera y otros activos, con un aumento del apalancamiento financiero y una diseminación de riesgos hacia todos los mercados financieros en el mundo, en la medida que la demanda por esos títulos provenía sobre todo de inversionistas institucionales mundiales.
6. Crecimiento de las compañías virtuales de inversión: fondos mutuos de inversión y ETF (*Exchange Traded Funds*, portafolios que replican un índice de mercado para obtener la rentabilidad de ese índice), principalmente, y del ahorro de un hogar promedio en los Estados Unidos, consecuencia de la valorización de activos: finca raíz, acciones.
7. Aumento de la liquidez en la economía mundial y aumento del apetito por el riesgo. Disminución significativa de los *spreads* por plazo y por riesgo, tal y como se observa en la figura 1, para el mercado de los Estados Unidos, o en la figura 2, para los mercados emergentes.

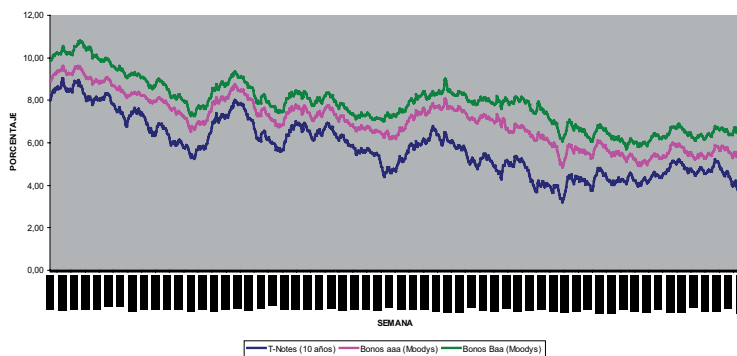


Figura 1. Rendimiento de bonos.

Fuente: Datos tomados del Federal Reserve Board, mayo de 2008; figura elaborada por el autor.

8. Innovaciones financieras, tales como CMO (*Collateralized Mortgage Obligation*), CBO (*Collateralized Bond Obligation*), CDO (*Collateralized debt obligations*), derivados de crédito, etc., de difícil valoración y seguimiento, temas de la Ingeniería Financiera y de las Finanzas estructuradas.
9. Ante la complejidad de todas estas innovaciones, los inversionistas confiaron demasiado en la calificación de las sociedades calificadoras

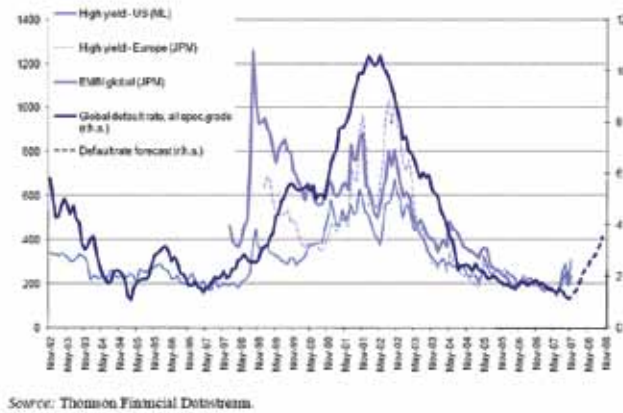


Figura 2. Spreads – Mercados de alto rendimiento.
Fuente: OECD (2008a).

10. Un aumento significativo de las transacciones *transborder*.

En general, el financiamiento de la cartera hipotecaria en los Estados Unidos y en muchos otros países, incluida Colombia, se hace titularizando la misma cartera hipotecaria en estructuraciones que tienen como garantía y fuente de pago las hipotecas correspondientes a la cartera titularizada, en la modalidad conocida como *pass-through bonds*, en la

cual el recaudo de la cartera titularizada que está sirviendo como garantía o fuente de pago se traslada a los inversionistas o tenedores de los títulos, una vez deducidas las comisiones involucradas; la cartera titularizada, incluyendo la del segmento *subprime*, fue adquirida por inversionistas institucionales directamente o en la forma de otros activos financieros derivados de los anteriores (CDO, CDS), más sofisticados que los originales, pero en últimas con la

misma garantía o fuente de pago inicial, la cartera hipotecaria que había sido titularizada, de un riesgo mayor que la cartera hipotecaria convencional, pero con una tasa de interés significativamente mayor.

En la figura 3, tomada del reporte de noviembre de la OECD (2008b) se muestra la estructura de un CDO, una de las innovaciones financieras más sencillas.

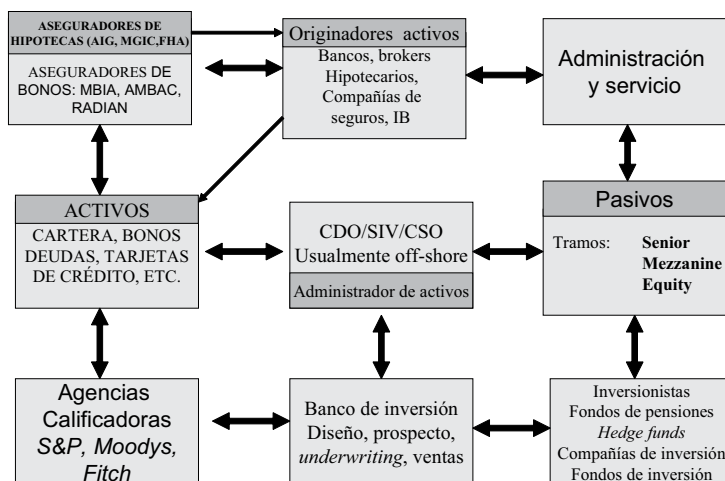


Figura 3. Estructura de un CDO y actores principales.
Fuente: OECD (2008b)

He aquí una breve explicación de lo que se presenta en la figura 3.

- Un activo subyacente que sirve como garantía y fuente de pago: por ejemplo, cartera hipotecaria *subprime*.
- Un estructurador que es un banco de inversión, que decide estructurar tres emisiones de diferente riesgo, utilizando como fuente de pago la cartera hipotecaria *subprime*, de conformidad con la

estructura de un *pass through*, en el que lo efectivamente recaudado es la fuente de pago de los títulos emitidos.

- Tres tipos de títulos, o tres tramos: senior, mezzanine y equity. La prioridad en el pago sigue el mismo orden: con lo recaudado se atiende en primer lugar el cubrimiento de las obligaciones con el tramo senior; si sobra se atienden las obligaciones de los títulos en el tramo de mezzani-

ne; si todavía sobra se atienden las obligaciones de los títulos del tramo de equity.

- A manera de ejemplo, si el tramo senior es un 35%, se requiere un aumento de la cartera vencida por encima del 65% para que exista un riesgo real; por ello se puede aspirar a una calificación AAA; si el tramo de *mezzanine* es un 35%, se requiere un aumento de la cartera vencida por encima del 35% para que exista un riesgo real; por ello se puede aspirar a una calificación A o BBB. El tramo de *equity*, por ser un tramo residual, no se califica y actúa como una inversión en acciones de alto riesgo.

Todo funciona bien mientras la economía siga creciendo; sin embargo, en el momento en que se disminuye el crecimiento de la economía y se aumenta la cartera vencida, se deteriora la calidad de los títulos, ya que depende de la capacidad para recaudar los intereses y la amortización de la cartera inicial. En síntesis, se tomaron riesgos excesivos, a veces irresponsables, por un número grande de actores, algunos de ellos con un nivel de supervisión muy bajo, como en el caso de los bancos de inversión, explicado en parte por la elevada liquidez en los mercados y la disminución de tasas

de interés, en los años previos; esto pasó principalmente por el tramo de equity, que fue adquirido por actores sin el músculo financiero necesario para esperar una recuperación del valor del activo subyacente, si se desvalorizaba como consecuencia de una crisis.

La crisis les pasó la cuenta de cobro a las economías en el mundo, por medio de la quiebra o desaparición de entidades financieras tradicionales (*Lehman Brothers, Washington Mutual, Bear Stearns, etc.*), la intervención de los gobiernos para salvar entidades financieras invirtiendo en acciones preferentes (por ejemplo, *Fannie Mae*, un grupo importante de bancos comerciales), la creación de cupos de crédito para solventar a otras (por ejemplo, *AIG*) o la adquisición de entidades en problemas por otras, con el beneplácito y la ayuda de los gobiernos; se extendió más allá de los establecimientos de crédito para llegar al mercado del financiamiento de corto plazo mediante la emisión de papeles comerciales, instrumento utilizado por grandes empresas para financiar capital de trabajo o crédito de corto y mediano plazo a sus clientes, tal y como ocurrió inicialmente con General Motors; la FED (*Federal Reserve Board*) se comprometió a adquirir papel comercial emitido por estas grandes empresas para evitar su estrangulamiento.

lamiento por la falta de crédito. Los 700.000 millones (7×10^{11}) de dólares aprobados inicialmente por el Congreso de los Estados Unidos fueron insuficientes ante el tamaño de la crisis en esa nación, lo cual llevó al Ejecutivo a incrementar el apoyo con líneas de crédito especiales para facilitar el cumplimiento a los hogares de sus obligaciones adquiridas con los establecimientos de crédito, con lo que se buscaba evitar un aumento de la cartera vencida y un deterioro aun mayor del precio de la finca raíz, al mismo tiempo que se procedió a ayudar a empresas en sectores específicos y tradicionales como el automotor, con el propósito de prevenir un impacto económico incluso

mayor sobre el empleo proveniente de sectores tradicionales; de manera complementaria se está diseñando un programa audaz de inversión en infraestructura para generar empleo, que se vuelve a la larga el punto crítico en la solución de la crisis.

La proyección de una crisis financiera: modelo inductivo

En la figura 4 se muestra un modelo de comportamiento resultante de las causales que acompañan a una crisis financiera, susceptible de utilizarse como un modelo predictivo de su evolución.

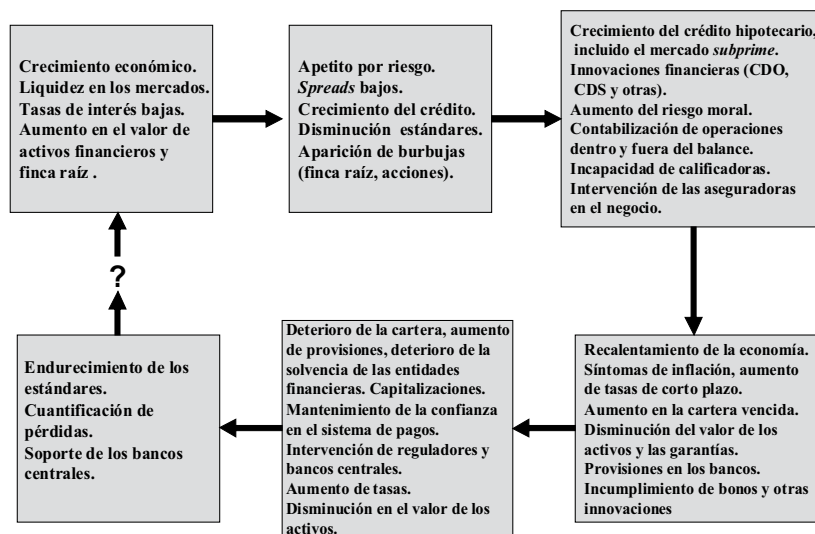


Figura 4. Evolución de una crisis financiera: un ciclo recurrente.
Fuente: Wikipedia con adaptación del autor a la crisis actual.

Aunque el modelo que se presenta en la figura 4 hace referencia a lo que ocurrió en los años previos a la crisis actual y en su posterior desarrollo, se puede aplicar a otras crisis. En *Wikipedia (2008), The Free Encyclopedia*, se puede conseguir un modelo más general y detallado en forma de matriz, que llevaría al mismo resultado, discriminado por causas o determinantes, efecto o impacto, respuesta en las columnas y por hogares, mercado de finca raíz, instituciones financieras, mercados financieros y la economía, Gobierno y bancos centrales); por ejemplo, la crisis del mercado colombiano en el año 1998, como consecuencia del aumento de los precios de la finca raíz, el *boom* del crédito hipotecario que se caracterizó por una disminución de cuotas en los primeros años, por medio de capitalizaciones de intereses, el aumento en los plazos, el aumento de las tasas de interés, etc.

La consecuencia principal del modelo es que las crisis son recurrentes y hacen parte de los ciclos económicos ahora y en el pasado; no se pueden ignorar; hay que tratar de predecirlas y darles el tratamiento adecuado. Su predicción se vuelve más compleja por el optimismo exagerado que a veces generan los períodos prolongados de *boom* económico y la incapacidad de los reguladores y supervisores para intervenir oportu-

namente; con ellas hay que convivir. Lo extraordinario de la crisis de 2008 tiene que ver ante todo con la pérdida de control para hacerle seguimiento al desarrollo de las innovaciones financieras por parte de la totalidad de los actores del mercado, incluyendo supervisores, agencias reguladoras, bancos centrales, etc.; cada uno confió demasiado en el otro y no actuó oportunamente.

Sin duda se reconoce el crecimiento económico que caracterizó a la economía mundial en los años previos a la crisis de 2008, el aumento de la liquidez en la economía mundial, la disminución de los *spreads* por plazo y por riesgo, la aparición de las innovaciones financieras tales como los CDO, CBO, CDS, derivados de crédito, etc., el aumento del apalancamiento, los problemas de información o la incapacidad del mercado para hacerles un seguimiento correcto a las innovaciones financieras, la toma de riesgos excesivos por actores del mercado importantes por su tamaño y liderazgo, el aumento del riesgo moral, el arbitraje regulatorio y el tamaño tan grande de algunos actores para aumentar aun más el riesgo sistémico derivado de una recesión económica, las transacciones *transborder* que facilitaban el esparcimiento del riesgo, los abusos sobre un consumidor sin capacidad de ingerencia, etc. Los puntos anteriores

están en el trasfondo de todas las reformas financieras que se están proponiendo, incluyendo la del presidente Obama.

Crisis financieras y la desvalorización de activos

En la figura 5 se muestra el comportamiento de los dos índices bursátiles más reconocidos en los Estados, el *S&P 500* y el *DJIA*, para el período de 1º de enero de 1985 a 20 de julio de 2009; allí se muestra una tendencia permanente a una valorización de las acciones, con crisis periódicas, entre las cuales se destacan la del año 2000 y la del año 2008; a manera de ejemplo, antes de la crisis del 2000, el índice *S&P 500* había alcanzado su máximo valor histórico hasta esa fecha de 1.527,46, el 24 de marzo de 2003, para caer a un valor de 777,76, registrado el 9 de

octubre de 2002, equivalente a una desvalorización del 49,15%; posteriormente, y en una tendencia alcista, volvió a un récord histórico de 1.561,80, el 12 de octubre del año 2007, antes de la crisis, lo cual equivale a una valorización del 101,7%, frente al mínimo observado, para volver a caer en medio de la crisis a un valor de 676,53 el 9 de marzo de 2009, para aumentar nuevamente a un valor de 979,26 el 24 de julio de 2009, lo que muestra la volatilidad del mercado. Como se observa en la figura 5, algunas crisis de gran trascendencia en su momento, como la crisis de octubre de 1987 (*Black Monday*, 19 de octubre de 1987 con la mayor desvalorización porcentual de la Bolsa en un solo día, hasta ese momento), pasarían inadvertidas si se toma una visión de largo plazo, no obstante la importancia que tuvieron y el efecto negativo que generaron sobre las economías.

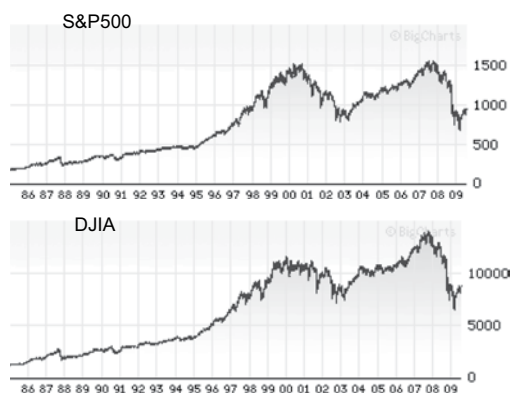


Figura 5. Comportamiento del S&P 500 y del DJIA. Entre 1º de enero de 1985 y 20 de julio de 2009.

Fuente: Wall Street Journal, WSJ (2009b).

En la figura 6 se muestra como el efecto de valorización de las acciones y el de su desvalorización a que se acaba de hacer referencia fue común a varios mercados; a manera de ejemplo, allí se comparan la valorización de dos índices muy populares en España (*IBEX 35*) y Estados Unidos (*S&P 500*) y se muestra que el efecto de burbuja fue aun mayor en el mercado español, tal y como se mencionó.



Figura 6. Comparación entre *IBEX 35* y *S&P 500*.
Fuente: Wall Street Journal, WSJ (2009b)

En la tabla 1 se resumen algunos resultados que muestran el impacto de la crisis del mercado accionario sobre el ciudadano medio en los Estados Unidos, que invierte en acciones por medio de un fondo mutuo de inver-

sión o de un fondo de pensiones, lo que constituye, conjuntamente con la inversión en su residencia, las tres principales alternativas de ahorro de un ciudadano promedio en ese país; en el caso colombiano, debe destacarse la compra a crédito de una vivienda, los aportes a un fondo voluntario de pensiones y los aportes a una cuenta de Ahorro para el Fomento de la Construcción (AFC).

Como se observa en la tabla 1, en los estados unidos, un porcentaje superior al 50% del consolidado de fondos de pensiones y fondos mutuos de inversión está invertido en acciones, cuya valorización en un *bull market*, como el que antecedió a la crisis, representa una generación de riqueza para el individuo y un aumento de su capacidad de apalancamiento, lo cual hace que una desvalorización del mercado tenga consecuencias negativas aun mayores, ya que no sólo se pierde la riqueza generada en la burbuja, sino que también se aumenta el nivel de endeudamiento del hogar promedio, como consecuencia de la desvalorización de los activos que lo estaban respaldando.

Tabla 1. Cifras básicas del mercado de Estados Unidos.

PIB, USA, billones de dólares	13,860	Estimado para 2007
* Bancos comerciales, ajustados estacionalmente, FRS, Formato H8, sept. 2008		
Activos (billones de dólares)	9,575	Septiembre de 2008
Cartera bancaria	7,044	
<i>Real estate</i>	3,664	
Inversiones	2,530	
Depósitos	7,070	
Patrimonio	1,213	12,67%
** Compañías virtuales de inversión, ICI, 2008 Fact Book, diciembre de 2007		
	Activos (billones)	Número
Total, ICI	12,997	16.079
Fondos mutuos de inversión	12,021	8.752
Monto invertido en acciones	5,842	48,60%
ETF (<i>Exchange-Traded Fund</i>)	0,608	629
<i>Closed End Funds</i>	0,315	668
UIT (<i>Unit Investment Trust</i>)	0,053	6.030
*** Mercado de la Tesorería (USA), US Treasury, septiembre de 2008		
Deuda Total del Gobierno (billones)	10,024	
Negociables	5,235	
No negociables	4,788	
Fondos de pensiones		
**** IFSL Research, Pension Market 2008		
Activos totales de los fondos de pensión	15,886 billones	
Fondos de pensiones/PIB	120,00%	
Inversión en acciones nacionales	7,308	46,00%
Inversión en acciones internacionales	2,542	16,00%
Inversión en bonos nacionales	5,084	32,00%

Fuentes: * FRS (2008); ** ICI (2008); *** US Treasury (2008); **** IFSL (2008).

En la figura 7 se muestra la valoración previa a la crisis del índice *DJTSM US REIT* y la desvalorización que le siguió como consecuencia de la crisis, lo que reafirma el comportamiento a que se acaba de hacer referencia, debido a la presencia de los dos mercados en los cuales invierte el hogar promedio de los Estados

Unidos, acciones y finca raíz, directa o indirectamente por medio de los fondos mutuos de inversión, de los *REIT* o de los fondos de pensiones. En síntesis, la desvalorización de las acciones y de la finca raíz afecta significativamente el ahorro del ciudadano promedio para su vejez y, por lo tanto, ese individuo va a tener que

trabajar varios años más para tener acceso a una pensión decente o va a tener que contentarse con unos ingresos menores y disminuir su nivel de vida, como efecto de la crisis.

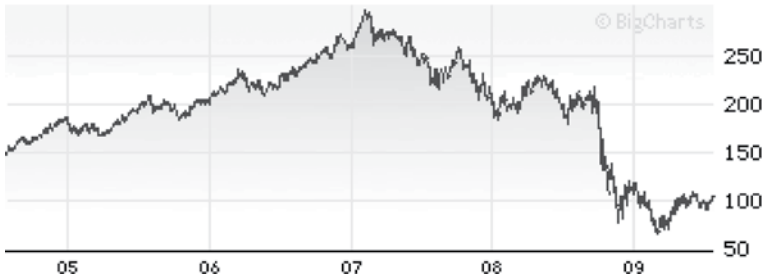


Figura 7. DJTSM US REIT en los últimos cinco años.
Fuente: The Wall Street Journal WSJ (2009c)

Por ello, y a manera de resumen, el impacto de la crisis sobre el hogar medio se puede presentar en los siguientes puntos:

1. En relación con la inversión en finca raíz y acciones, directa o indirectamente, si no se requiere liquidez, lo mejor es no hacer nada en el momento de la crisis, para esperar una recuperación del valor de esos activos una vez que la economía entre en una fase ascendente.
2. Pérdida temporal de su ahorro, por la desvalorización de los activos en que ahorra un ciudadano común y corriente: vivienda, fondo mutuo de inversión, fondo de pensiones y finca de recreo.
3. Un posible sobreendeudamiento como consecuencia de lo anterior.
4. En general, el impacto va a depender del ciclo de vida en que se encuentre una persona; no es lo mismo, por ejemplo, para una persona de 34 años que para una de 58; en el primer caso, la resiliencia de un mercado como el de los Estados Unidos lo recupera en el largo plazo; en el segundo caso no hay tiempo para la recuperación y va a tener que tomar las pérdidas de inmediato, ya sea trabajando más años o aceptando una menor pensión de jubilación.
5. Aunque en el corto plazo caen las tasas de interés, se debe esperar

un aumento de tasas de interés de mediano y largo plazo, para reflejar mayores *spreads* por plazo y por riesgo.

6. Se debe esperar un aumento del desempleo como consecuencia de una desaceleración de la economía.
7. Todo lo anterior trae disminución en el consumo y, por lo tanto, un aumento en la recesión, hecho que agrava aun más la crisis, hasta que la economía se vuelva a recuperar, a raíz de los estímulos surgidos por decisiones del Gobierno de turno.

Crisis financiera: herramientas para su superación en Estados Unidos

El Gobierno de los Estados Unidos, en cabeza tanto del presidente Bush como del presidente Obama, respondió rápidamente a las necesidades apremiantes que trajo la crisis en las principales etapas de su evolución con medidas en un principio orientadas a recuperar la confianza en el sector bancario, luego a proteger a los hogares con créditos hipotecarios y, más recientemente, a proponer una reforma integral de todo el sistema de regulación y supervisión

de entidades y mercados financieros. Sin pretender ser exhaustivos, se diferencian cuatro etapas:

Etapa 1, 14 de octubre de 2008 (Paulson, 2008): recuperación de la confianza en el sistema financiero con medidas tales como:

- Otorgamiento por parte del Congreso de los Estados Unidos de nuevas herramientas de intervención a la Tesorería, al FRB (*Federal Reserve Bank*) y a la FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*).
- Plan inicial de rescate por 700.000 millones de dólares.
- Inversión en acciones preferentes por valor de 250.000 millones de dólares, en un conjunto de bancos e instituciones de ahorro.
- Las acciones preferentes que se suscriban no tienen derecho al voto, reciben un dividendo anual del 5% y se recompran a un precio equivalente a una tasa del 9% anual, después del quinto año.
- Adicionalmente, la Tesorería recibe garantías sobre acciones ordinarias (hasta un 15% de la inversión realizada en preferentes); el precio de ejercicio será al precio de mercado, calculado sobre un promedio de 20 días.
- La FDIC garantizará temporalmente la deuda *senior* de todas las instituciones aseguradas por la FDIC y algunas *holding com-*

panies, lo mismo que todos los depósitos en cuentas transaccionales que no devengan interés.

- *The CPFF (commercial paper funding facility)*, como impulso al mercado del papel comercial. A partir del 27 de octubre, la CPFF compraría papel comercial con tres meses de maduración, emitido por emisores con altas calificaciones.

Etapa 2, 19 de abril de 2009: plan de estabilidad financiera y apertura de los mercados de crédito a consumidores y empresas, con medidas orientadas a refinanciamiento de hipotecas y modificación de términos y plazos, para evitar un deterioro significativo en el precio de las viviendas y ayudar a 9 millones de estadounidenses a permanecer como propietarios de su hogar. Ese plan, conocido como *The Homeowner Affordability and Stability Plan*, hace parte de la estrategia del presidente Obama para la recuperación global de la economía; dicho plan le permitiría a un número de familias, estimada inicialmente entre 7 y 9 millones el refinanciamiento de sus hipotecas, con el propósito principal de evitar que se pierda la vivienda si la obligación llegare a entrar en mora.

Etapa 3, protección específica a sectores económicos de importancia estratégica como el automotor y un

plan de estabilidad financiera para facilitar el crédito a empresas con un buen plan de negocios, buscando su crecimiento y expansión.

Etapa 4, 24 de julio de 2009 (Geithner, 2009): un plan integral en diferentes frentes, que incluye reformas al sistema de regulación y supervisión de entidades financieras, orientado a mejorar el sistema de regulación y supervisión de todo el sistema financiero y de las entidades que prestan servicios financieros, independientemente de que sean bancos o entidades no bancarias. Los aspectos principales de este plan son:

1. Protección a los consumidores, orientada a que éstos entiendan los riesgos y recompensas asociados a los productos que les están vendiendo; implica la creación de una agencia especializada, *Consumer Financial Agency Protection (CFAP)*; la preocupación se extiende a bancos y entidades no bancarias que venden servicios financieros tales como corredores hipotecarios y compañías hipotecarias independientes (Geithner, 2009).
2. Estabilidad financiera: implica la creación de un sistema financiero más estable, mediante el fortalecimiento de la supervisión y la regulación de entidades financie-

ras. Se busca eliminar el arbitraje regulatorio que permitía a algunas entidades financieras escoger al supervisor o evitar que se aplicaran acciones correctivas, como consecuencia de un sistema complejo de supervisión y regulación. Se propone la creación de *"un Consejo de Supervisión de Servicios Financieros para reunir a los jefes de las principales agencias federales regulatorias de entidades financieras, con el propósito de mejorar la coordinación de políticas y resolver discrepancias entre agencias"* (Geithner, 2009). Se asignan nuevas funciones a la FED, se aumentan los niveles de capital para algunas transacciones y entidades y se transfiere la protección del consumidor a la CFAP.

3. Supervisión al mercado, conducente a una regulación integral y global de los mercados financieros. A este respecto se señala que *"la crisis actual surgió de un período prolongado y notable de crecimiento e innovación; instrumentos novedosos, como los derivados OTC, permitieron una diseminación del riesgo rápidamente y a lo largo de la geografía, lo que permitió que los inversionistas pudieran diversificar sus portafolios"* (Geithner, 2009).

Específicamente, se están planteando reformas en el mercado de derivados OTC, de sus contratos y de los actores que intervienen en ellos y en el mercado de activos titularizados, para mejorar la información de los activos subyacentes, facilitar los procesos de diligencia debida por parte de los inversionistas mediante la estandarización de formularios e información, evitar la posibilidad de que las agencias calificadoras puedan prestar servicios de asesoría a las entidades calificadas y obligar a que los patrocinadores de los procesos de titularización retengan una parte del riesgo (Geithner, 2009).

4. Resolución de crisis con la creación de una autoridad especial para actuar en épocas extraordinarias, con una fuerte supervisión por parte del Gobierno y creación de un consejo especial de coordinación, *Financial Services Oversight Council*, que facilite las reuniones entre los directores de las diferentes agencias federales involucradas en la supervisión y regulación y resuelva las discrepancias entre ellas (Geithner, 2009).
5. Un mayor trabajo con el resto de países para el establecimiento de estándares y mejorar la cooperación internacional.

En el mismo comunicado escrito que se ha citado varias veces en este numeral, el Secretario del Tesoro concluía:

"Como consecuencia de todos estos pasos, en escasamente seis meses, la Administración ha reducido sustancialmente el riesgo de una recesión más profunda y prolongada. La economía se ha comenzado a estabilizar, no obstante que estaba en caída libre en enero. Se observan mejoras sustanciales, las cuales se han presentado con mayor rapidez de la que se esperaba, especialmente en nuestras primeras intervenciones en diciembre y enero. La confianza de los hombres de negocios y de los consumidores ha mejorado, los mercados de finca raíz comienzan a estabilizarse, el costo del crédito ha caído significativamente y los mercados de crédito han comenzado a abrirse" (Geithner, 2009).

La revisión integral que se pretende hacer de todo el sistema financiero de los Estados Unidos, sus instituciones, supervisores y reguladores, muestra la dificultad misma de hacerle un seguimiento más cercano a todas las innovaciones financieras que el mercado en general necesita, pero que cada día son más complejas y requieren una mayor capacitación de supervisores y reguladores. No se puede caer en la equivocación

de restringirlas o eliminarlas, ya que muchas de ellas, como los derivados, son necesarias para una adecuada gestión de riesgos. Por otro lado, el Gobierno de los Estados Unidos ha gastado sumas enormes en este proceso de salvamento del sistema financiero y de algunos sectores industriales y en la recuperación de la economía, que han contado con el financiamiento de la comunidad internacional por medio de la inversión en títulos de la Tesorería, cuya tasa de corto plazo ha caído a niveles cercanos a cero, pero tarde o temprano le pasarán la correspondiente cuenta de cobro.

Crisis financiera: Colombia en medio de la crisis

Al hacer una evaluación de la crisis financiera para Colombia, se encuentran elementos positivos y negativos frente a ella, los cuales van a determinar el impacto de la crisis mundial sobre el ciudadano promedio (Ministerio de Relaciones Exteriores, 2009).

Elementos positivos para enfrentar la crisis

- El país se encuentra mejor preparado, especialmente el sector financiero en términos de solvencia patrimonial y de cobertura de cartera vencida. Al terminar el

mes de mayo de 2009, la solvencia de los establecimientos de crédito era del 14,5% (Superintendencia Financiera, 2009) y el índice de cobertura de la cartera vencida total era de 108,4%, según la misma fuente.

- El endeudamiento externo no es excesivo: el 30 de junio de 2009, los bonos externos representaban un 18,2% de la deuda del GNC (Gobierno Nacional de Colombia), mientras que el endeudamiento con la banca multilateral era 14,0%; la mayor parte del endeudamiento del GNC es en el mercado interno en TES, que llegaba a un 63,9% de la deuda total a la misma fecha (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2009a)
- Una disminución en el endeudamiento total del GNC, como porcentaje del PIB, el cual al concluir el mes de junio de 2009 representaba un 34,8% del PIB proyectado para el año 2009, según la última fuente citada.
- Las reservas brutas internacionales son elevadas y llegan a USD 23.891 millones al 21 de julio de 2009 (Banco de la República, año 2009a).
- Colombia accedió a una nueva facilidad del Fondo Monetario Internacional, orientada a apoyar planes de fortalecimiento de la economía, por valor de

10.400 millones de dólares, frente a una recesión global; “es importante anotar que el FMI al aprobarle la línea de crédito flexible por \$US10.400 millones hizo la estimación de un déficit del GNC del 4,4% para 2010”. (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2009b).

Elementos negativos que pueden contribuir a profundizar la crisis

- La recesión en la economía mundial generará una disminución en las exportaciones colombianas. Para el período de enero a mayo de 2009, las exportaciones habían caído un 17,7% frente al volumen observado para el mismo período durante el año 2008 (DANE, 2009b).
- Las crisis periódicas con Venezuela, uno de los dos principales socios económicos.
- La desaceleración de la economía venezolana.
- La crisis diplomática con Ecuador, el tercer socio comercial de Colombia.
- Restricciones en el acceso a los mercados financieros internacionales.
- Aumento de *spreads* por plazo y por riesgo en los mercados financieros internacionales; a manera de ejemplo, el EMBI para Colombia, que llegó a su mínimo histó-

rico de 94 puntos básicos el 20 de junio de 2007, aumentó a 710 PB el 27 de noviembre del año 2008, en el momento álgido de la crisis, para situarse posteriormente en 296 PB, el 24 de julio de 2009 (Grupo Aval, 2009).

- Un endeudamiento excesivo de la población en crédito de consumo. El crédito de consumo otorgado por los establecimientos de crédito llegó a alcanzar tasas de crecimiento cercanas al 50% al término del año 2007 y se hubiera desbordado, a no ser por las medidas oportunas que tomó la Junta Directiva del Banco de la República, que incluían el establecimiento de un encaje marginal del 100%.
- Un deterioro de los índices de calidad de cartera; sin embargo, la cobertura de provisiones sigue siendo buena. El índice tradicional de cartera vencida para la cartera total se situaba en un 4,8% al finalizar el mes de mayo de 2009, con una cobertura del 108,4%. Sin embargo, ese índice para el crédito de consumo a la misma fecha era de un 8,4%, con un índice de cobertura del 92,8% (Superintendencia Financiera, 2009).
- Un impacto potencial negativo de la crisis en el recaudo de impuestos y un aumento del déficit fiscal. Según el CONFIS, el déficit

del GNC al finalizar el año 2008 era equivalente a 2,3% del PIB (CONFIS, 2009).

- La crisis de las pirámides y el impacto que produjo en algunas zonas del país.

Frente a estos elementos positivos y negativos, el Gobierno Central y la Junta Directiva del Banco de la República tomaron decisiones en la dirección correcta; entre ellas se destacan:

- Política monetaria contracíclica; se trata de las siguientes decisiones de política monetaria y cambiaria previas a la crisis: aumento de las tasas de interés, para controlar la inflación y disminuir el crecimiento del crédito; encajes marginales de hasta un 100% para frenar el crecimiento del crédito; restricción a la entrada de capitales, mediante depósitos previos al endeudamiento externo; se dejó flotar la tasa de cambio y se permitió la devaluación del peso (Banco de la República, 2009,c)
- Provisión generalizada de cartera en el sector financiero; reservas con destinación específica para hacer provisiones de cartera vencida a partir de las utilidades de 2008.
- Prioridad a la generación de empleo.
- Disminución en las tasas de interés.

En relación con los puntos que se acaban de mencionar, el Gerente del Banco de la República manifestaba el 2 de abril del 2009, en un foro internacional (Banco de la República, 2009c):

- *“Enfrentamiento del choque externo negativo con una política monetaria anticíclica, situación que no se pudo hacer en el pasado.*
 - *Incremento de tasas de interés de intervención de 6% en abril de 2006 a 10% en julio de 2008 y un encaje marginal promedio del 30%*
 - *Controles a la entradas de capitales externos*
 - *Aumento de reservas internacionales*
 - *Límites a la posición propia de los establecimientos de crédito*
 - *Una vez producida la crisis, eliminación de controles de capital, disminución de la tasa de interés, disminución del encaje ordinario y aumento en la meta de inflación”.*
- *Efectos limitados sobre el mercado del crédito*
 - *Disponibilidad de líneas de crédito externas y menor utilización de las mismas*
 - *Aún se mantiene una liquidez en la economía”.*

Las tasas de intervención del Banco de la República han disminuido significativamente en el transcurso del año; la tasa de expansión estaba en un 5,50% el 17 de julio de 2009, frente a un 10,75% el 21 de julio de 2008; la tasa interbancaria, el 17 de julio de 2009, era del 4,50%; esta disminución ha contribuido a una caída en las tasas de interés de mercado. El 23 de julio del año 2007, la tasa DTF a 90 días estaba en un nivel del 8,35% efectiva anual; aumentó a un 9,63% para la semana del 21 de julio de 2008 y disminuyó a un 5,11%, para la semana del 17 de julio de 2009 (Banco de la República, 2009d).

No obstante lo anterior, persisten interrogantes cuya respuesta va a afectar a la dinámica de la crisis en Colombia:

- El manejo simultáneo de una política de empleo con el mantenimiento de un índice de inflación bajo.
- Las consecuencias de una disminución potencial de sus remesas sobre los receptores.
- El comportamiento de la economía venezolana frente a la caída de los precios del petróleo
- El manejo de las crisis diplomáticas con Venezuela y Ecuador. La balanza comercial con Estados

Unidos, Venezuela y Ecuador durante el año 2008 fue respectivamente de \$US3.312; \$US4.951 y \$US712 millones (DANE, 2009c).

- Mantenimiento de la dinámica de la construcción y el comportamiento futuro de los precios de la finca raíz

La crisis financiera mundial afecta a un ciudadano colombiano promedio de varias formas, que se resumen en la figura 8, en la que se destacan dos tipos de variables, internas y externas; se puede afirmar que

tanto el Gobierno Nacional Central como la Junta Directiva del Banco de la República han tomado las medidas adecuadas para enfrentar la crisis, hasta donde tienen la capacidad de decisión necesaria para hacerlo. Sin embargo, los factores externos originados en la crisis financiera mundial y en la recesión de la economía mundial van a generar resultados negativos, relacionados principalmente con la disminución de las exportaciones, un mayor costo de financiamiento en los mercados internacionales y restricciones en el acceso a esos mercados.

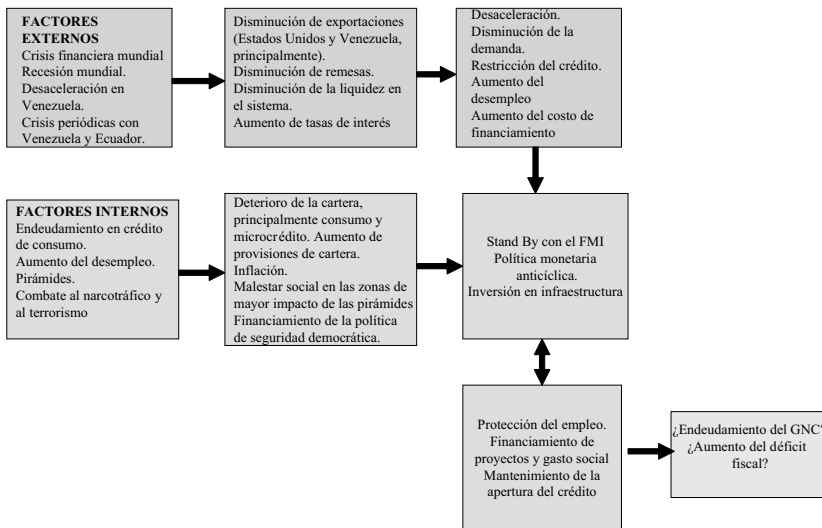


Figura 8. Factores internos y externos, su efecto sobre variables económicas, resumen.

Aunque la presentación del Ministro de Hacienda y Crédito Público, en la Convención Bancaria del 8 de julio de 2009, fue optimista y realista, mostrando el adecuado manejo de la política monetaria y fiscal en la coyuntura actual, precisando que las necesidades de financiamiento para el año 2009 estaban cubiertas y también parcialmente para el año 2010, se hicieron anuncios importantes sobre pautas de política económica; para mencionar algunas (Ministerio de Hacienda, 2009c):

- “En lo que respecta a los pronósticos de mediano plazo, se sitúa en un escenario de mediano plazo conservador y prudente: es decir, con una recuperación lenta de la economía, pero respetando el ciclo para no imponer efectos permanentes a la crisis en el mediano plazo.
- En 2009 y 2010, la política fiscal significa apartarse temporalmente de la senda de reducción del déficit, pero sigue garantizando la sostenibilidad de la deuda.
- El futuro nos presenta desafíos importantes en términos de decisiones de política:
 - » El gasto asociado con la política de seguridad democrática, se convierte en recurrente

(un billón aproximadamente de pesos para mantenimiento de equipo y pie de fuerza)

- » Como el impuesto al patrimonio vence en el año 2010, la Nación requerirá una compensación mínima de un billón a partir del 2011
- El cierre financiero de los grandes proyectos de inversión estratégica a saber: Ruta de las Américas, Ruta de la Independencia, Bogotá-Villavicencio, Tumaco-Pasto-Mocoa y la Variante de San Francisco exigirá optimizar el manejo de activos de la Nación o sus utilidades para minimizar su impacto sobre la deuda y su sostenibilidad en el mediano plazo”.

Acerca de los dos elementos externos con mayor impacto sobre la economía local, las exportaciones hacia los Estados Unidos y las exportaciones hacia Venezuela, se tiene poca injerencia por parte del Gobierno o del sector privado. Sin embargo, los resultados a mayo de 2009 estaban dentro de lo esperado con una caída de las exportaciones hacia los Estados Unidos en el período enero-mayo de 2009 del 27,7% y de sólo un 0,8% para el mismo período hacia Venezuela, que contrasta con las caídas de las exportaciones a Perú y Ecuador para el mismo período, que

fueron respectivamente de 11,9% y 12,9% (DANE, 2009d). La situación con Venezuela va a continuar siendo incierta, con un deterioro del comercio binacional, en parte por la situación económica de ese país y en parte por la política externa de Venezuela, que va a ser un generador permanente de situaciones conflictivas, que irán deteriorando la relación comercial. Aunque existe optimismo

en el Gobierno y en muchos sectores, no hay que caer en una situación de miopía que nos impida definir un escenario realista dentro del cual se va a mover la economía colombiana en los próximos años y tomar oportunamente las medidas necesarias sobre las variables con capacidad de decisión, tal y como se ha venido haciendo hasta el momento.

Bibliografía

BANCO DE LA REPÚBLICA (2009a),

Valor de las reservas internacionales, a 21 de julio de 2009, consulta vía Internet, www.banrep.gov.co.

BANCO DE LA REPÚBLICA (2009b),

Políticas anticíclicas, consulta vía Internet, 21 de julio de 2009, www.banrep.gov.co.

BANCO DE LA REPÚBLICA (2009c).

Intervención del Gerente del Banco de la República, *Session III, Outlook for the Colombian Economy, Latin America Emerging Markets Forum*, 2 de abril de 2009, consulta vía Internet, www.banrep.gov.co.

BANCO DE LA REPÚBLICA (2009d),

valores de las tasas de intervención del Banco de la República y de la tasa DTF, consulta vía Internet, 24 de julio de 2009, www.banrep.gov.co.

CONFIS 2009). Documento CONFIS, cierre fiscal 2008,

consulta vía Internet, página web del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, CONFIS, Información fiscal, www.minhacienda.gov.co.

DEPARTAMENTO ADMINISTRATIVO NACIONAL DE ESTADÍSTICA, DANE (2009a),

Comercio y Servicios, Comercio Exterior, boletín de prensa y anexos estadísticos, mayo 2009, consultado vía internet el 24 de Julio de 2009. www.dane.gov.co.

DEPARTAMENTO ADMINISTRATIVO NACIONAL DE ESTADÍSTICA, DANE (2009b).

Comercio exterior, boletín de prensa y anexos estadísticos, comportamiento general de las exportaciones, mayo 2009, consultado vía internet www.dane.gov.co.

DEPARTAMENTO ADMINISTRATIVO NACIONAL DE ESTADÍSTICA, DANE (2009c).

Comercio exterior, boletín de prensa y anexos estadísticos, comportamiento de la balanza comercial durante el año 2008, consultado vía internet www.dane.gov.co.

DEPARTAMENTO ADMINISTRATIVO NACIONAL DE ESTADÍSTICA, DANE (2009d).

Comercio exterior, boletín de prensa y anexos estadísticos, Comportamiento de las exportaciones hacia Estados Unidos, Venezuela, Perú y Ecuador, período enero – mayo de 2009, consultado vía internet www.dane.gov.co.

FEDERAL RESERVE BOARD (2008);

Board of Governors of the Federal Reserve System, Economic Research & Data, Statistical Releases and Historical Data, Selected Interest Rates, Formato H15.

FEDERAL RESERVE SYSTEM (2008),

Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Estadísticas sobre activos y pasivos de bancos comerciales ajustados estacionalmente, formato H8, via Internet.

GEITHNER, Timothy F. (2009).

Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, *Written Testimony before the House Financial Services Committee*, 24 de julio de 2009, TG 231, disponible vía internet en www.ustreas.gov y consultado el 29 de Julio de 2009.

GRUPO AVAL (2009),

indicadores económicos, comportamiento del EMBI para Colombia, Emerging Market Bond Index, página web del Grupo AVAL, www.grupoaval.com.co, consultado el 24 de Julio de 2009.

ICI (2008),

Investment Company Institute, The National Association of US Investment Companies, Investment Company Fact Book, accesible vía internet, www.ici.org.

ICI (2009),

Investment Company Institute, The National Association of US Investment Companies, Investment Company Fact Book, accesible vía internet, www.ici.org, figura 1.1, sección 1, página 2.

IFSL Research (2008),

International Financial Services London, Pension Markets 2008, accessible vía internet, www.IFSL.ORG.UK/RESERACH.

MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO (2009a).

Financiamiento, Perfil de la deuda del GNC a 30 de junio, consultado vía Internet, www.minhacienda.gov.co.

MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO (2009b),

Marco Fiscal de Mediano Plazo, MFMP, comunicado de prensa 037, 16 de junio de 2009, consultado vía Internet, www.minhacienda.gov.co.

MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO (2009c),

Convención Bancaria de Colombia, julio 8 de 2009, Presentación del Ministro de Hacienda y Crédito Público, en powerpoint, se puede consultar en la página Web del Ministerio de Hacienda, www.minhacienda.gov.co.

MINISTERIO DE RELACIONES EXTERIORES (2009),

FORO DE LA CANCELLERÍA, Presentación del informe de la OECD para Colombia, marzo 3 de 2009. Una primera versión sobre el efecto de factores internos y externos

que potencialmente podrían agudizar una crisis en Colombia, fue presentada por el autor, en ese Foro organizado por la Academia Diplomática.

OECD (2008a),

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, *Financial Markets, Financial Markets Trends, Noviembre 2008*, vía Internet, www.oecd.org.

OECD (2008b),

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, *Financial Markets, Financial Markets Trends, Noviembre 2008*, vía Internet, www.oecd.org.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, OECD (2008b).

Reporte de mercados financieros, noviembre de 2008.

PAULSON, HENRY M. (2008),

Secretary of the Treasury, Statement by Secretary M. Paulson, Jr. on Capital Purchase Program and Actions to Protect the US Economy, octubre 20, 2008, hp-1223.

Consultado vía internet, www.ustreas.com.

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA (2009).

Comunicado de prensa, cierre de mayo 2009, publicado el 3 de junio 9, consulta vía Internet, www.superfinanciera.gov.co

US TREASURY (2008),

Tesorería de los Estados Unidos, Estadísticas sobre la deuda del Gobierno, a septiembre del año 2008, consulta vía Internet, www.ustreas.gov

WALL STREET JOURNAL, WSJ (2009a),

24 de julio de 2009, información gráfica sobre el comportamiento de los índices S&P 500 y DJIA, para el período comprendido entre el 1 de enero de 1985 y el 20 de julio de 2009, consulta vía Internet, www.wsj.com.

WALL STREET JOURNAL, WSJ (2009b),

24 de julio de 2009, información gráfica sobre el comportamiento de los índices IBEX 35 y S&P500, para el período comprendido entre el 1 de enero del año 2001 hasta el 24 de julio de 2009, consulta vía Internet, www.wsj.com.

WALL STREET JOURNAL, WSJ (2009c),

24 de julio de 2009, información gráfica sobre el comportamiento del índice DJTSM US REIT, en los últimos 5 años, consultado el 24 de julio de 2009, consulta vía Internet, www.wsj.com. Los índices denominados *Dow Jones REIT Indexes* son subconjuntos de los índices que pertenecen a la familia *Dow Jones Real State Securities Indexes*

WIKIPEDIA (2008),

Wikipedia, The Free Encyclopedia, Diagram of The Subprime Crisis, consultado vía internet, diciembre 2 de 2008

Glosario

BIS: *Bank for International Settlements*; se considera que es el banco central de los bancos centrales, con sede en Basilea, define políticas a nivel internacional sobre la solvencia de las entidades financieras y los riesgos asociados.

CBO: *Collateralized Bond Obligation*;

CDO: *Collateralized Debt Obligation*;

CMO: *Collateralized Mortgage Obligation*. Títulos emitidos en un proceso de estructuración, cuya fuente de pago es un patrimonio autónomo constituido respectivamente por unos bonos emitidos previamente, unos créditos otorgados previamente o unas hipotecas provenientes de unos créditos otorgados previamente.

CDS: *Credit Default Swap*, según *Wikipedia, the free encyclopedia*, "es un contrato de intercambio (*swap*) en el cual el comprador (*buyer*) del CDS hace una serie de pagos al vendedor (*seller*) y a cambio recibe un pago si un instrumento de crédito, típicamente un bono o un crédito, entra en mora".

CFAP: *Consumer Financial Agency Protection*; una agencia nueva de protección al consumidor o usuario de servicios financieros, en la propuesta de reforma del sistema financiera presentada por el presidente Obama en los Estados Unidos.

CPFF: *Commercial Paper Funding Facility*, Facilidad creada en la primera etapa de intervención del Presidente Bush para superar la crisis, para facilitar la adquisición de papel comercial emitido por empresas, cuando no hubiera mercado para el.

ETF: *Exchange Traded Funds*, compañías virtuales de inversión que administran un portafolio que replican un índice de mercado para obtener la rentabilidad de ese índice.

FDIC: *Federal Deposit Insurance Corporation*: administradora del seguro al depósito de establecimientos de crédito en los Estados Unidos; también tiene funciones de supervisión financiera.

FED, siglas del *Federal Reserve System*: Sistema de la Reserva Federal; banco central de los Estados Unidos, con funciones de supervisión. Es un sistema de 12 bancos regionales con autonomía relativa dentro de una política general definida por la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal.

FRB: *Federal Reserve Bank*, Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos; banco central conocido también como *Federal Reserve System*.

FSOC: *Financial Services Oversight Council*, Consejo de coordinación de directores de agencias de supervisión o regulación, cuya creación se propone

en el plan de reforma al sistema financiero de los Estados Unidos del presidente Obama.

GNC: para referirse al Gobierno Nacional Central de Colombia.

ICI: *Investment Company Institute, The National Association of US Investment Companies*, entidad que asocia a las compañías virtuales de inversión en los Estados Unidos, tales como los fondos mutuos de inversion (*mutual funds*) y los ETF.

OECD: *Organisation for Economic Co-operation and Development*, "es una organización de cooperación internacional, compuesta por varios estados, cuyo objetivo es definir políticas económicas y sociales y coordinar su implantación"; definición tomada de la página web de la *OECD*, www.oecd.org

OTC: *Over the Counter*, sobre el mostrador, se refiere a transacciones realizadas por fuera de una bolsa. En el caso de derivados por fuera de los mercados tradicionales de derivados, usualmente en forma no estandarizada.

UPAC: Unidad de Poder Adquisitivo Constante; la unidad de cuenta anterior en Colombia, para el financiamiento de vivienda. Fue reemplazada por la UVR, Unidad de Valor Real.