

Apuntes del CENES

ISSN 0120-3053

Vol. XXIX - No. 49

Págs. 9 - 30

Junio 2010

La crisis financiera: génesis y repercusiones

LUIS E. VALLEJO ZAMUDIO*

Fecha de recepción: 29 de marzo de 2010

Fecha de aprobación: 30 de abril de 2010

Clasificación JEL: E32, E44, E52, F02, G01, O16

* Profesor titular de la Escuela de Economía y Coordinador del grupo de investigación MODEAL de la UPTC. El artículo es el resultado de la actividad que realiza el grupo de investigación: "Modelos de Desarrollo en América Latina MODEAL".
Correo: luvallejo1@hotmail.com

RESUMEN:

En el artículo se hace una síntesis de las posibles causas que originaron la crisis destacando los aspectos más relevantes en cada una de ellas. Además enfatiza en la política económica implementada que permitió que la crisis no se transformara en una depresión. Se enfatiza en que tanto la política monetaria como la política fiscal fueron contracíclicas y se convirtieron en los instrumentos esenciales para atenuar la crisis. De igual manera se hace un parangón entre el libre mercado y la intervención, contraste que permite concluir que en buena parte la crisis es fruto del libre mercado, pero, también, cómo la intervención del Estado fue determinante para contrarrestarla.

Palabras clave: crisis financiera, globalización, desregulación, créditos subprime, libre mercado, intervención del Estado.

ABSTRACT:

In the article, a summary of possible causes of the crisis, highlighting the most relevant aspects in each of them. Also emphasized in the economic policy that allowed the crisis would not become a depression. It is emphasized that both monetary policy and fiscal policy was countercyclical and became essential tools to mitigate the crisis. Similarly, a comparison is made between the free market and intervention contrast to the conclusion that the crisis largely is the result of free market, but also as state intervention was crucial to counter it.

Key words: financial crisis, globalization, desregulation, subprime credits, free market, state intermediation.

1. Introducción

La crisis financiera por la que atraviesa la economía mundial (aunque para algunos analistas y políticos ya se superó) es la más fuerte desde la gran depresión de los años treinta del siglo pasado. La recesión involucra a todos los países y su profundidad y alcances han sido significativos y no se había presentado algo igual desde la Segunda Guerra Mundial. Si bien la crisis estalló en Estados Unidos (E.U.) y después se propagó a Europa, también, los países emergentes sufren las consecuencias de la contracción de la actividad productiva. Los efectos de la crisis se reflejan, en el plano económico y en el social y se expresan en: reducciones considerables en la producción y en el empleo, incremento en los niveles de pobreza y déficit del sector público.

La crisis explota a mediados del 2008 en E. U. y se origina en una porción, aparentemente reducida, del mercado inmobiliario de ese país, los créditos hipotecarios de alto riesgo (*subprime*). Dicho mercado participaba, aproximadamente, con el 4% del total de los activos financieros. Empero, la crisis no sólo abarcó al mencionado mercado, sino que se trasladó a las actividades reales y financieras de los países desarrollados. De hecho, la conexión de la crisis de los E.U. hacia el resto de países desarrollados fue el sector financiero cuyo detonante principal fue la quiebra de Lehman Brothers. Para el segundo semestre de 2008 buena parte de los países industrializados en los que su sistema financiero tenía títulos *subprime* del mercado hipotecario de los E.U. sintieron una intensa crisis financiera, en especial, iliquidez interbancaria,

contracción del crédito, carencia de garantía de las principales entidades financieras, entre otras, vinculando de forma considerable los patrimonios de las familias y el flujo de caja de las empresas.

Desde luego que a medida que avanza la crisis el comercio mundial se resiente debido a una menor demanda y a una disminución drástica del financiamiento externo. Por ello, los hechos antes comentados generaron una reducción significativa de la confianza y enormes pérdidas en el sector real de la economía.

Este artículo consta de cuatro partes: la primera sección contiene unas reflexiones sobre los componentes de la crisis financiera destacando los puntos relevantes de cada uno de ellos; en la segunda se describen tanto las medidas de política monetaria como fiscal utilizadas para enfrentar la crisis. Asimismo, se especifican los elementos centrales de cada uno de los instrumentos de política económica, concentrándose, en especial, en los E.U. En la tercera se examinan, de manera sucinta, los principios keynesianos y los de libre mercado. Esta sección se incluye con el fin de precisar que el modelo imperante desde los ochenta del siglo pasado basado en el libre mercado fue, en buena parte, el causante de la crisis; y cómo, la intervención del Estado evitó que la crisis se convirtiera en depresión.

2. Componentes de la actual crisis financiera

La crisis que abatió a la economía mundial comenzó a gestarse desde los años noventa, ya que para dichos años se presentaban: un dinamismo de la economía mundial (jalonado por un crecimiento sostenido de la economía norteamericana), un incremento del comercio internacional y la globalización de la producción que condujeron a un aumento de las corrientes financieras (Ffrench- Davis, 2009). De hecho, en la medida en que haya una liberalización financiera y no exista la posibilidad por parte de los sistemas financieros de autorregularse, es dable que se presente las crisis (Ocampo, 2009).

Sobre las causas que llevaron al surgimiento de la actual crisis existen diferentes elementos y explicaciones. Si bien algunos analistas coinciden en identificar los orígenes de la misma, también hay divergencias. En este texto se describen algunos enfoques. Para Foster y Magdoff (2009) las causas de la crisis se explican por los siguientes motivos: la burbuja del endeudamiento de los hogares, la explosión de deuda y la especulación, el capital monopolista y financiero y la financiarización del capitalismo.

De otro lado, Skidelsky (2009), considera que la crisis económica que

estalló en 2007-2008 básicamente tiene que ver con la deuda bancaria dirigida a la compra de vivienda. Los créditos para la compra de vivienda (a través de obligaciones hipotecarias) crecen considerablemente a partir de 2001, y al mismo tiempo aumentan los precios de la vivienda, lo cual presiona al incremento de precios de la economía en su conjunto. Por ello el sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) a partir de 2005 sube las tasas de interés para controlar la inflación, dicha política encareció las obligaciones hipotecarias que llevó a un gran número de propietarios a declararse incapaces de pagar el monto de crédito. Muchos de los créditos bancarios se habían realizado a los prestatarios de hipotecas *subprime*, es decir, prestatarios con insuficientes posibilidades de reembolso.

Como las obligaciones hipotecarias se encarecieron, muchos propietarios de vivienda comienzan a atrasarse en los pagos y otros a tratar de venderlas para poder pagar sus obligaciones, como muchos no podían pagar, los bancos les rematan las viviendas, incluso a precios por debajo del valor del crédito. "De repente, los bancos se encontraron con que sus inversiones disminuían de valor; con sus inversiones dañadas en una cantidad desconocida, dejaron de prestarse mutuamente y de prestar a sus clientes. Era la <<la crisis de liquidez>>, que pronto iba a ser seguida por <<la crisis de solvencia>>, mientras su base de capital se reducía con respecto a sus pasivos. Todo se desarrolló a una

velocidad asombrosa. Los precios de las materias primas comenzaron a caer en julio de 2008. El derrumbamiento de la confianza, precipitado por la quiebra de Lehman Brothers en septiembre, provocó la caída de las bolsas. Una vez que los bancos comenzaron a fallar y las bolsas a caer, la economía empezó a caer también. Esto ha dado lugar a unas condiciones generalizadas de recesión en todo el mundo, que se han agravado a lo largo de 2009" (Skidelsky, 2009: 22, 23).

Por su parte, Stiglitz (2010:18), considera que no es fácil determinar las causas de la crisis económica, él precisa que: "encontrar las causas profundas es como pelar una cebolla: cada explicación suscita ulteriores preguntas a un nivel más profundo". A pesar de ello, manifiesta que la responsabilidad básica debe atribuirse a los mercados y a las instituciones financieras.

En relación con los mercados, Stiglitz, va a plantear que para algunas instituciones, entre otras, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Tesoro estadounidense, el alto crecimiento de la economía mundial en los primeros 7 años de la presente década se debió a la desregulación, es decir, concluyeron que los mercados sin trabas funcionaban y permitían un crecimiento alto y sostenido. Sin embargo, según él, la realidad era muy diferente. El crecimiento se sustentaba en un creciente endeudamiento. Los bancos occidentales, siempre fueron rescatados ya que continuamente se efectuaban prácticas

crediticias imprudentes: el rescate se realizó en Asia (Tailandia, Corea e Indonesia), en América Latina (México, Brasil, Argentina), en Rusia, entre otros países. "Después de cada episodio, el mundo seguía adelante, casi igual que antes, y muchos concluían que los mercados funcionaban muy bien por sí solos. Pero era el gobierno el que salvaba al mercado de sus propios errores. Quienes habían llegado a la conclusión de que la economía de mercado iba bien habían hecho una inferencia equivocada, pero el error sólo se hizo < < obvio > > cuando se produjo aquí una crisis tan grande que no podía ser ignorada" (Stiglitz, 2010: 21).

De otro lado, en relación con las instituciones financieras, él argumenta, que la crisis tiene que ver con: "actos, decisiones y razonamientos de los responsables del sector financiero". El rotundo fracaso del sistema, según él, no fue algo esporádico. Fue inventado. Para adoptar la forma que adoptó, muchos trabajaron muy fuerte y gastaron ingentes recursos para alcanzar el objetivo. Para Stiglitz, el sector financiero y su ideología de libre mercado eran los responsables de que el mundo viviera una catástrofe. Los mercados no se estaban autoreformando. La desregulación había evidenciado ser una gran frustración.

Para Sarmiento (2009) los orígenes de la crisis tienen que ver con el exceso de ahorro sobre la inversión mundial, la desregulación financiera, la incapacidad

del Banco de la Reserva Federal para manejar las burbujas y la carencia de instituciones para actuar como prestamistas de última instancia.

El exceso de ahorro sobre la inversión mundial se explica, en la coyuntura actual, por la globalización. Los diferentes países para competir en un mundo globalizado han incrementado los salarios por debajo de la productividad del trabajo, lo cual ha generado una reducción de la participación de los ingresos de los trabajadores en el PIB y, por ende, el deterioro de la distribución del ingreso. El deterioro de los ingresos de los trabajadores es evidente, incluso, en países desarrollados, tal es el caso de los Estados Unidos. Según Stiglitz (2010) entre el periodo 2000 y 2008, la mediana real de los ingresos (es decir, descontando la inflación) disminuyó casi en un 4%. Para él: "los estadounidenses encontraron una ingeniosa solución: pedir prestado y consumir como si sus ingresos estuvieran aumentando" (Stiglitz, 2010: 32).

A sí mismo, autores como Foster y Magdoff (2009), consideran que la desigualdad en la distribución del ingreso, está en la base de la crisis. Ellos, arguyen que: "en E.U., la participación de los salarios en el PIB, cayó desde el 50% en 1968 a menos del 46% en 2005. Mientras los salarios reales se situaban en 2007 en el mismo nivel de 1967, los beneficios, los sueldos y bonos de ejecutivos en medio de la

frenética especulación financiera, subieron hasta niveles de ciencia ficción" (Foster y Magdoff, 2009: 11). Como los ingresos para los asalariados se han estancado o han perdido valor adquisitivo, por ello, deben endeudarse, y de esta forma el crédito se convierte en un elemento cotidiano de supervivencia.

Dado que los ingresos de capital se dedican en una menor cuantía al consumo, la tasa de ahorro se ha incrementado y, al mismo tiempo, los ingresos de los trabajadores se han deteriorado. Según Sarmiento (2009:89): "El exceso de ahorro sobre inversión correspondiente al nuevo ingreso puede ser del orden del 20% del PIB de un año y su compensación requeriría un déficit fiscal de la misma magnitud que se sale de toda sindéresis institucional. En términos simples, el monumental exceso de ahorro mundial sobre la inversión impide que la producción representada en el ingreso la adquieran los agentes económicos. El ahorro generado por la nueva producción carece de la demanda que permita sustentarla".

Stiglitz (2010), considera que en un mundo globalizado, lo que cuenta es la demanda agregada global y que en los últimos años, la producción ha sido mayor que la demanda, debido a que los países emergentes han acumulado una cantidad considerable de reservas, es decir, el dinero que los países ahorran para enfrentar los trastornos externos.

la acumulación de reservas por parte de los países en vías de desarrollo les permitía enfrentar por un lado la gran volatilidad imperante debido a la desregulación, y de otro lado, evitar acudir al FMI ya que cuando éste ha intervenido les ha impuesto procesos de ajuste supremamente costosos.

En relación con la desregulación financiera, ésta comenzó a inicios de la década de 1990 y de una u otra forma la iniciativa globalizadora fue determinante. Una de las primeras decisiones que implementó el sistema de la Reserva Federal (FED) de los Estados Unidos consistió en autorizar la remuneración de las cuentas corrientes a los bancos comerciales. Dicha situación facultó a que éstos comenzaran a competir con las instituciones de ahorro y préstamo para atraer depósitos, pero, a su vez, éstas últimas comenzaron a asumir los riesgos de los bancos comerciales. De otro lado, a finales de los noventa, la FED eliminó la exigencia a los bancos de especializarse como bancos comerciales, bancos de inversión o cajas de depósito, es decir, los autorizó para desarrollar todo tipo de operaciones. Por tanto, se anuló en Estados Unidos, en 1999, la Ley, Glass-Steagall de 1933, que impedía a los bancos comerciales participar en todo tipo de actividades y promovía la especialización de los mismos (Skidelsky, 2009). Esta decisión facultó la unificación de los diferentes tipos de bancos (comerciales, de inversión o cajas de depósito), facilitando la creación de grandes conglomerados financieros que

entraron a operar en el mercado de capitales y que posibilitó la especulación.

Con todas las medidas implementadas, la desregulación financiera restringió el poder de la FED para controlar la oferta de crédito, limitándola a utilizar como únicos instrumentos de política monetaria la tasa de Fondos Federales y la tasa de descuentos (Correia, Jiménez y Manuelito, 2009).

De igual manera, la desregulación financiera permitió que los bancos pudieran adquirir empresas comerciales e industriales y admitió la emisión de todo tipo de títulos financieros. Sobre el particular (Sarmiento, 2009: 84), precisa: "La libertad financiera indujo a los bancos y a los agentes a aumentar la rentabilidad de capital o, en otras palabras, a incrementar su valor, transfiriendo el riesgo a los demás y al conjunto de la economía. En los últimos diez años Estados Unidos experimentó la mayor valorización de la bolsa, la construcción y la propiedad bancaria. El sistema quedó expuesto a la posibilidad de un evento que ocasiona una gran pérdida de capital. Como es apenas normal, la economía se ha visto abocada a una caída acelerada de los precios de las acciones y bonos, la construcción y, en particular, de la propiedad bancaria".

De otra parte la incapacidad de la FED para manejar las burbujas es un elemento importante de la crisis y, de ahí, que amerite un análisis más detallado en comparación a los otros componentes.

Para el lapso comprendido entre 2002 y 2005 en E.U. la política monetaria fue expansiva, con bajas tasas de interés y estímulos de inversión en el mercado hipotecario, que generaron una bonanza hipotecaria con incrementos sustanciales en el precio de la vivienda. Según Krugman (2009) en E.U. para el verano del 2006 la vivienda estaba sobrevalorada en más de un 50% y en algunas ciudades era mayor, es el caso de Miami, los precios de las casas parecían ser el doble de lo que los fundamentos justificaban.

Además, la difusión de innovaciones financieras facilitó a que algunos créditos hipotecarios fueran "reempacados" (Banco de la Republica, 2009a) y vendidos a otras instituciones financieras, las que entraban a participar en los rendimientos ocasionados por la valorización de las viviendas. Es de anotar que esta política de "titularización" también se amplió a otros créditos diferentes como los de las tarjetas de crédito y los de consumo de bienes durables respaldados por el mayor precio de las viviendas. "La titularización es el proceso de reunir en un mismo paquete las hipotecas individuales y, a continuación, dividir las y repartirlas entre diferentes títulos de valores, cortados a medida según las necesidades de los diferentes inversores, que pueden ser vendidos por el banco emisor" (Skidelsky, 2009: 25). La burbuja inmobiliaria comenzó a gestarse desde 1997, los precios de las casas americanas se elevaron en un 124 por ciento. Mientras que los precios de las

mismas en el Reino Unido aumentaron en un 97 por ciento. La propiedad inmobiliaria en Estados Unidos se amplió del 64 al 69 por ciento entre 1994 y 2005.

La burbuja inmobiliaria fue inducida por dos elementos (Skidelsy, 2009): de un lado, la administración Clinton, estimuló a las instituciones apoyadas por el gobierno a extender sus operaciones crediticias. De otro lado, las entidades privadas otorgantes de créditos hipotecarios, una vez agotadas las peticiones de hipotecas entre la clase media, comenzaron a atraer "ninjas", es decir, "solicitantes de créditos sin ingresos, sin trabajo y sin activos, atraídos por los tipos de interés de incentivo: tipos de interés introductorios muy bajos, casi cero, y variable (adjustable - mortgage rate, ARM), que se incrementarían bruscamente una vez transcurridos uno o dos años" (Skidelsky, 2009: 23).

El detonante de la crisis se da por lo sucedido en el mercado inmobiliario. Siempre los préstamos para vivienda se habían ajustado a los principios tradicionales. Pero, en los últimos años, dado el incremento considerable del precio de las viviendas las familias decidieron sumergirse en el mercado sin preocuparse de cómo hacer los pagos. Desde luego, que el impulso a dicho mercado fue estimulado por los cambios en los métodos para conceder los préstamos. Comenzaron a hacerse préstamos con una cuota inicial baja o

incluso nula, y con cuotas mensuales superiores a su capacidad de pago o que se tornarían imposibles de pagar una vez se recalcularan las cuotas. Buena parte de estos préstamos dudosos se conoce con el nombre de *subprime*, préstamos con problemas crediticios o falta de documentación, por lo general a tasas de interés fluctuantes. A dichos préstamos, como se anotó antes, no solo acudían personas sin ingresos o con bajos ingresos o minorías, sino que abarcaba a toda la población.

De hecho esta situación era insostenible y para el 2007 comienza el fin de la burbuja hipotecaria, debido a que, tanto el monto de las cuotas para pagar las hipotecas como el endeudamiento de los hogares, eran demasiado altos. La Reserva Federal para mitigar la presión inflacionaria había subido gradualmente la tasa de interés, política que implementó desde julio de 2004. Al incrementar las tasas de interés y al estancarse la economía en el 2007, se frenó la demanda por vivienda y la valoración cayó. En el pasado el incumplimiento de los deudores afectaba únicamente a las instituciones hipotecarias y, por ello, sus efectos no abarcaban a otros sectores; con la "titularización" la situación cambió y otras entidades también sufrieron las consecuencias.

Sobre las medidas que aplicó la Reserva Federal para enfrentar la crisis, que en últimas consistió en bajar las tasas de interés, Sarmiento (2009: 85, 86) exhibe

una postura bastante crítica: “ La respuesta de la Reserva Federal al agravamiento de la crisis fue la baja de la tasa de interés de los Fondos Federales para evitar la caída de las cotizaciones de las acciones y la construcción y la apertura de generosas ventanillas de crédito, a bajas tasas de interés, al sistema financiero. La fórmula tenía serias limitaciones en un momento de inflación mundial que, inevitablemente, dentro de la prioridad que los bancos centrales le daban a la inflación, presionaría a revertir la política o a detenerla. En efecto, cuando la tasa de interés llegó a 2%, la Reserva Federal suspendió el descenso y los precios de las acciones aceleraron la caída. Los agentes se trasladaron a activos más líquidos y menos riesgosos, como los bonos del tesoro, las cuentas corrientes y el oro” .

La última de las causas que originaron la crisis, de acuerdo a Sarmiento (1990), es la carencia de instituciones para actuar como prestamista de última instancia. En los últimos años y basados en la convicción de que el mercado financiero opera en equilibrio, -lo cual quiere decir que cuando una entidad financiera experimenta pérdidas, otras con mejores condiciones presentan ganancias-, llevó a los Bancos Centrales a eliminar de sus prioridades la de actuar como prestamista de última instancia. La reglamentación vigente, incluso la colombiana, no contempla la posibilidad de que frente a la presencia de una crisis financiera y, debido a que se aumenta la

demanda de dinero, la única forma de subsanar dicha dificultad, es mediante la ampliación generalizada de la oferta de dinero, es decir, emisión monetaria.

Tanto en la crisis asiática de 1997 como en la colombiana de 1999 y la de Argentina en el 2002, se presentaron quiebras en el sistema financiero, cambios considerables en los índices de precios de las acciones, de los bonos y las tasas de cambio, que presionaron a los agentes económicos a adquirir activos líquidos (Sarmiento 2009). De allí, que en los tres casos: “ Fieles al principio de que la función primordial de los Bancos Centrales es el control de la inflación, y alentados por el FMI, aplicaron severas políticas de contracción monetaria y alzas de las tasas de interés para evitar la devaluación y su traslado a los precios finales. Así, a la mayor demanda de dinero generada por la crisis se le agregó una contracción de la oferta, lo que provocó un grave choque que se llevó la actividad por delante. Las economías asiáticas, al igual que las de Colombia y Argentina, experimentaron las peores caídas del producto del siglo” (Sarmiento, 2009:53).

En el caso de los E.U., recién posesionado el actual director de la Reserva Federal Ben Bernanke, manifestó que no acudiría a la emisión para rescatar entidades en problemas y que el ajuste debería hacerse a través del mercado. En la crisis actual, y debido a una situación insostenible, le tocó reversar la medida e ir en contra de la

teoría. En septiembre de 2008 explotó la crisis del sector hipotecario y afectó, sustancialmente, al sector financiero, generando la quiebra de varios bancos por los préstamos para vivienda, y la FED tuvo que intervenir a las instituciones que adquirían hipotecas en el mercado secundario: Freddie Mack y Fannie Mae, las que manejaban hipotecas por valor de 6 billones de dólares. De igual manera, el grupo asegurador AIG (American Investment Group), el más grande del mundo, tuvo una inyección de la FED por 85.000 millones de dólares para darle liquidez y evitar su quiebra; Bearstearns pasó a manos de J.P. Morgan con un crédito de 29 mil millones de dólares de la reserva Federal, entre otras.

Sin embargo, la FED no ayudó a Lehman Brothers la que se declaró en quiebra. La solicitud de Lehman, una compañía con 158 años de existencia, causó un desplome superior a los 500 puntos en el Dow Jones, el índice bursátil más importante del mundo, cuantía que no se observaba desde los atentados a las Torres Gemelas en 2001.

Para algunos analistas (Machinea, 2009; Ocampo, 2009; Stiglitz, 2009; Kalmanovitz, 2009; Roubini, 2009, entre otros) la quiebra de Lehman Brothers fue determinante para agudizar la crisis. De allí, que es oportuno el siguiente comentario de Krugman (2009:

183): "el cuento desencadenante parece haber sido la caída de Lehman Brothers, el banco de inversión, el 15 de septiembre de 2008. Cuando Bea Stearns, otro de los cinco más importantes bancos de inversión tuvo problemas en marzo de 2008, la Reserva Federal y el Tesoro se movilizaron, no para rescatar la firma, que desapareció, sino para proteger a las "contrapartes" de la firma, a quienes debía dinero o con quienes había hecho malos negocios financieros. Había gran expectativa de que Lehman recibiría el mismo tratamiento. Pero el Departamento del Tesoro decidió que las consecuencias del fracaso de Lehman no serían muy severas y permitió que la firma se hundiera sin ninguna protección para sus contrapartes. En cuestión de días quedó claro que esta había sido una movida desastrosa: la confianza cayó aún más, los precios de los activos cayeron de otro precipicio y los pocos canales de crédito que permanecían funcionando se secaron. La nacionalización efectiva de AIG, la gigantesca aseguradora, unos días mas tarde, fracaso en evitar el pánico".

3. La política económica frente a la crisis

Las posibles medidas¹ para salir de la crisis han sido tema de debate entre economistas y políticos en los últimos meses. Parecería, en términos generales,

¹ En este apartado seguiremos a Machinea 2009.

desde luego con diferentes matices, que todos coinciden en la urgencia de reformar el funcionamiento del sistema financiero internacional. A pesar de ello, también, se podría afirmar que existe un gran consenso en el sentido de que tanto la política monetaria como la política fiscal pueden ser determinantes.

3.1 La política monetaria

En este acápite es importante destacar el crédito, pero, para ello, es urgente rescatar la confianza en las entidades financieras. De allí que desde septiembre de 2008 en los diferentes países (sobre todo en los desarrollados) se han implementado disposiciones orientadas a restablecer la liquidez y la solvencia de las mismas. Después de la quiebra de Lehman Brothers la cantidad de recursos destinados para tal fin por parte de las instituciones públicas ha sido inmensa.

Para aumentar la liquidez, las instituciones públicas, optaron por avalar las obligaciones de las corporaciones financieras, de acuerdo a las condiciones de cada país, incrementando el monto de la garantía de los depósitos y protegiendo los créditos interbancarios y las colocaciones en los mercados de capitales. Debido a estas disposiciones se redujo el costo del pasivo de las corporaciones financieras y se rescató buena parte de su liquidez (Machinea, 2009).

A pesar de ello, una liquidez mayor no se ha reflejado en crecimiento de crédito al sector privado, situación que se explica

por lo siguiente: de una parte, no hay seguridad entre las entidades financieras de la restauración de sus pasivos a pesar de las mejoras presentadas, lo que ha llevado a aumentar la reserva de los bancos gracias a que los montos de liquidez son mayores a los existentes en condiciones normales; de otra parte, debido a que los bancos han perdido capital están en la obligación de reponer la relación entre capital y activos. Y por último, dado que la recesión si bien parece estar tocando fondo, no ha desaparecido, lo cual preocupa a los bancos sobre todo en lo referente a la solvencia de los potenciales clientes.

La situación es tan crítica que ha llevado a algunos bancos centrales a desempeñar funciones que eran inconcebible ejecutar en otras condiciones. Por ello, es pertinente la siguiente observación: “la Reserva Federal –en una acción impensable hasta hace pocos meses aunque no inédita en la historia financiera– decidió prestar directamente al sector privado, participando en la compra de documentos comerciales. Por su parte, a comienzos de 2009 el Banco de Inglaterra anunció que garantizaría parte de los créditos orientados a las pequeñas y medianas empresas. Es decir, de prestamista de última instancia los bancos centrales han pasado a ser los últimos prestamistas” (Machinea, 2009: 47,48).

En la crisis actual, sin duda, los bancos centrales han jugado un papel determinante (sobre todo en Estados

Unidos y Europa) para contrarrestar el cierre de los mercados financieros y las restricciones crediticias. Es muy difícil tener la información de los bancos centrales de los diferentes países, pero es posible puntualizar las acciones más importantes ejecutadas por la Reserva Federal de los Estados Unidos sobre el mercado interbancario (Banco de la República, 2009 a).

Primero, rebajó sustancialmente la tasa de interés de referencia, la cual pasó de 5.25% en septiembre de 2007 a un valor entre 0 y 0,25%. En sintonía, con dicha medida, redujo la tasa de interés de descuento de los bancos.

Segundo, estableció el mecanismo de subasta denominado Term Auction Facility (TAF), con el fin de que todos los bancos tuvieran acceso a la liquidez primaria a un mayor plazo de forma anónima. De igual manera, proveyó de crédito directo a un día a las entidades financieras que tienen contacto directo con la FED.

Tercero, debido a la escasa liquidez de algunos papeles, extendió el vencimiento y el colateral admisible para préstamos de bonos del tesoro estadounidense a las instituciones financieras a cambio de bonos de otra clase o calificación.

Con la implantación de las medidas antes descritas la economía estadounidense superó la iliquidez que caracterizó a la economía en el último trimestre del año 2008; a pesar de ello, hasta enero de

2009 no se logró reactivar el crédito. Con la introducción del capital público a los bancos el sistema ganó en estabilidad; empero, en el último trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009 la actividad económica mostró una reducción sustancial. Esta situación llevó a que, prácticamente, hacia mayo de 2009 los diferentes analistas coincidieron en el sentido de que la eficacia de la política monetaria era muy reducida y que el país estaba viviendo prácticamente una "trampa de liquidez", es decir, que la política monetaria era ineficaz para estimular la actividad económica, ya que los agentes económicos tienen una alta preferencia por la liquidez (Ocampo, 2009). De allí la importancia de la política fiscal que se analiza a continuación.

3.2 La política fiscal

En la actual crisis una forma de estimular la demanda ha sido por medio de una política fiscal expansiva, la cual tiene que ir acompañada de una política monetaria, también expansiva, que reduzca la tasa de interés y estimule el crédito. Debido a la dimensión de la crisis actual y, dado que la política monetaria por sí sola es incapaz de sacar a la economía de dicha situación se han utilizado los estímulos fiscales. Lo importante es focalizar los recursos en aquellos sectores que han sido más afectados por la situación existente. Y de allí que se podría pensar en subsidiar la cuota hipotecaria de algunos deudores (desempleados y de menores recursos),

incentivar la construcción de obras públicas regionales, y, en general, medidas que estimulen el consumo presente y así incentivar la demanda.

Es verdad que antes de la crisis, sobre todo en Estado Unidos, existían criterios encontrados en torno a la viabilidad de los instrumentos fiscales; sin embargo, la crisis generó una especie de consenso en que las diferencias radicaban, básicamente, en el monto de la ayuda fiscal y en los sectores o actividades en las que debía concentrarse. Krugman (2009: 193) anota: "ahora bien, Estados Unidos ensayó un estímulo fiscal a comienzos de 2008 que, tanto la administración Bush como los demócratas del congreso declararon como un plan para reiniciar la economía. Los resultados reales, sin embargo fueron desalentadores por dos razones. Primero, el estímulo fue muy pequeño, apenas cerca del 1% del PIB. El siguiente debía ser mayor, digamos tanto como 4% del PIB. Segundo, la mayor parte del dinero del primer paquete tomó la forma de rebaja de impuestos, muchos de los cuales fueron ahorrados en vez de ser gastados. El siguiente plan se tiene que enfocar en sostener y expandir el gasto del gobierno, sosteniéndolo al suministrar auxilios a los gobiernos locales y estatales, expandiéndolo con el gasto en carreteras, puentes y otras forma de infraestructura".

Una vez posesionado Barack Obama, los estímulos fiscales fueron más cuantiosos y, en principio, se adicionaron 787 miles

de millones de dólares, de los cuales se destinaron 300 mil millones a recortes de impuestos, aproximadamente; 220 mil millones en inversión en infraestructura y tecnología, y, los restantes, a seguros de salud, ayudas para desempleados, incentivos alimenticios y educación.

Después de describir las medidas de política monetaria y política fiscal utilizadas en la presente crisis, queda claro, que ambas han sido contracíclicas (es decir, ante un descenso de la actividad económica tanto la política monetaria como la política fiscal han sido expansivas). La pregunta clave es ¿están todos los países (desarrollados y emergentes) en capacidad de aplicar una política económica como la antes descrita? De hecho, las condiciones económicas en los países emergentes son diferentes de una región a otra, lo mismo puede decirse de los desarrollados; sin embargo, los emergentes, no todos cuentan con la disponibilidad de recursos suficientes para ejecutar una serie de actividades como infraestructura física, salud, educación, entre otras. Es decir, hay restricciones de recursos financieros para que la política fiscal sea contracíclica. De otro lado, en épocas de crisis se presenta una situación que es bastante clara y es la referente al flujo de recursos, los inversores siempre buscan refugio en los países desarrollados, pues, hay una salida de capitales de los países emergentes, lo cual se manifiesta en la tasa de interés: bajando en los países desarrollados y

subiendo en los emergentes. La salida de capitales desde los países emergentes, debido a que el riesgo es mayor, obstaculiza la aplicación de una política monetaria contracíclica.

4. El libre mercado y la intervención

Este apartado se incluye, en estas notas, con el fin de establecer por un lado, que la aplicación de principios neoliberales fundamentados en modelos económicos que suponían que los mercados funcionaban a la perfección, son los responsables en buena parte de la crisis financiera; y de otro lado, para puntualizar que la actual crisis financiera no se convirtió en depresión por la fuerte intervención de los gobiernos de Europa y Estados Unidos.

La doctrina del libre mercado se inicia en la administración Reagan en Estados Unidos y en el gobierno de la señora Thatcher en Inglaterra. Luego se extienden por el resto del mundo y, en el caso de América Latina, dicha doctrina, -que se conoce como el Consenso de Washington- se consolida con la imposición, por parte del Banco Mundial, de una serie de medidas tendientes a emprender un proceso privatizador en el que el mercado es el determinante en la asignación de recursos.

Sin duda, con los nuevos planteamientos (en el gobierno de Reagan) se presenta un desplazamiento de las ideas keynesianas y un regreso del

neoclasicismo. El resurgir neoclásico fue liderado, al comienzo, por Milton Friedman. Los postulados de Friedman y de sus seguidores cuestionando los principios keynesianos se conoce como neoliberalismo.

En la posguerra y con la aplicación de las ideas keynesianas, la demanda agregada se incrementó. Con el tiempo dicho crecimiento se convirtió en un obstáculo para el desarrollo posterior y la acumulación de capital. Esto último por dos razones: de una parte, el crecimiento de la demanda en economías que funcionan en condiciones de pleno empleo amenaza con generar presiones inflacionarias; de otra, a finales de la década de los sesenta los altos niveles de consumo que experimentaron los países industrializados, como consecuencia de las políticas keynesianas, agotaron los mercados de bienes durables y las empresas que los producían enfrentaron dificultades para la realización del producto por saturación de la demanda.

Si bien había un optimismo generalizado, tanto de algunos economistas como de los diseñadores de la política económica en torno a las ideas keynesianas y de los logros que con ella se habían alcanzado, también comienza a surgir un grupo de economistas liderados por Milton Friedman, que no desconoce los resultados alcanzados, pero considera que se ha generado un optimismo exagerado y que había muchos temas que todavía originaban controversia.

Hacia finales de los sesenta los monetaristas liderados por Friedman van a cuestionar tres elementos centrales de las ideas keynesianas (Blanchard, 1997) a saber: la curva de Phillips, el papel de la política económica y la eficiencia de la política monetaria frente a la fiscal.

En relación con la curva de Phillips (inspirada en principios keynesianos, aunque no formaba parte del modelo inicial), se utilizaba como herramienta de política económica por su sencillez y porque había demostrado, hasta el momento, que aplicándola se podía obtener una baja inflación y un alto desempleo o viceversa: "la curva de Phillips se convirtió inmediatamente en una pieza clave del análisis de la política macroeconómica. Sugería que los responsables de la política económica podían elegir diferentes combinaciones de tasas de desempleo y de inflación. Por ejemplo, podían conseguir un bajo desempleo siempre que estuvieran dispuestos a tolerar una elevada inflación. Podían mantener, por el contrario, una baja inflación con un elevado desempleo" (Dornbusch, Fischer y Startz, 1998:73). Sin embargo, la curva de Phillips comenzó a ser cuestionada ya que la actividad económica empieza a presentar una situación caracterizada por la coexistencia de estancamiento económico y altas tasa de inflación: estanflación.

Al registrarse la estanflación (e incluso antes que esta situación se presente), Milton Friedman y Edmund Phelps, cuestionan la curva de Phillips y

demuestran que la relación inversa entre inflación y desempleo solo es posible en el corto plazo, más no en el largo plazo, ya que en éste no hay relación entre inflación y desempleo debido a que si el gobierno pretende sostener un desempleo más bajo, tolerando una inflación más alta, esto era imposible debido a que la tasa de desempleo no podría bajar más de los que ellos llamaban "tasa natural de desempleo". En palabras de Friedman. "pero, sin duda, pone de relieve los puntos clave: lo que importa no es la inflación "per se", sino la inflación no prevista; no existe una combinación estable entre la inflación y el desempleo. Existe una "tasa natural de paro" (UN), que es compatible con las fuerzas reales y con percepciones exactas; el desempleo se puede mantener por debajo de ese nivel sólo por una inflación acelerada; o por encima de él, solo por una deflación acelerada" (Friedman, 1976: 104).

En relación con el papel de la política económica, los monetaristas dudaban que el gobierno con su intervención tomara medidas correctas; a su juicio la inestabilidad la generaban las políticas activas, es decir, se argumentaba que la intervención del Estado era la causante de la estanflación y que para poder salir de ella se debía dejar que las fuerzas del mercado actuaran libremente, ya que las economías se autoregulan por sí solas y que debido a su propia dinámica tienden a alcanzar el pleno empleo.

Por último, con relación a la eficiencia de la política monetaria frente a la fiscal,

los monetaristas, a diferencia de Keynes, -para quien la política fiscal era más efectiva que la monetaria para combatir las recesiones-, sostenían que era más efectiva la monetaria. Keynes argumentaba que la política monetaria era menos confiable que la fiscal ya que al ampliarse la oferta monetaria, parte de dicho incremento podría ser utilizado para la especulación financiera; mientras que la fiscal, y en particular las compras del gobierno, podrían tener un mayor efecto social. Keynes sobre el particular plantea: "por mi parte, soy ahora un poco escéptico respecto al éxito de una política puramente monetaria dirigida a influir sobre la tasa de interés. Espero ver al Estado, que está en situación de poder calcular la eficiencia marginal de los bienes de capital a largo plazo sobre la base de la convivencia social general, asumir una responsabilidad cada vez mayor en la organización directa de las inversiones" (Keynes, 1983: 149).

Los monetaristas, en cambio, plantean que un buen manejo de la política monetaria, es decir, un crecimiento lento y constante de la oferta monetaria es lo más deseable para la actividad económica. Así mismo, consideran que las oscilaciones de la oferta monetaria son las responsables de buena parte de las grandes fluctuaciones de la economía (Mankiw, 1997).

La escuela monetarista comenzó a tener gran aceptación en los círculos académicos y luego con la llegada al poder de la señora Thatcher en Inglaterra

y el presidente Reagan en Estado Unidos se consolidó en forma definitiva. Los planteamientos de los monetaristas se fortalecieron en los años setenta con el surgimiento de la nueva *macroeconomía* clásica liderada por Robert Lucas, premio Nobel de economía en 1995. Lucas (1972) sostiene, tal vez con más vehemencia que Milton Friedman, que las economías de mercado se regulan por sí mismas y que la acción del gobierno con políticas activas es ineficaz y contribuye, más bien, a desestabilizar la actividad económica. Es decir, se retoman los puntos básicos de la escuela clásica y, en especial, el de la no intervención del Estado; de ahí su nombre de nueva *macroeconomía* clásica.

Los aportes de la mencionada escuela a la teoría del ciclo económico como a la macroeconomía son los más sobresalientes; en esta última, su contribución al desarrollo de los fundamentos microeconómicos ha sido importante. Este aporte consiste en plantear que los individuos y las empresas maximizan su satisfacción y sus ganancias, respectivamente, y que los mercados permanecen en equilibrio.

Los fundamentos microeconómicos se expresan en los siguientes supuestos: Primero, tanto las familias como las empresas tratan de maximizar sus decisiones, es decir, de optimizarlas. Para ello, hacen uso de toda la información de que disponen, por lo que dichas determinaciones son las más

confiables, dadas las circunstancias presentes.

Segundo, a diferencia de otros teóricos, que consideraban que las expectativas son adaptativas (es decir, los pronósticos se basan en el comportamiento pasado de una determinada variable), para Lucas las expectativas son racionales. Esto quiere decir que los agentes económicos realizan las predicciones haciendo uso de toda la información estadística disponible, así como de la información relacionada con las políticas que están aplicando las autoridades. En este sentido, si bien los agentes se equivocan de vez en cuando, no lo hacen sistemáticamente.

Tercero, los mercados siempre están en equilibrio, lo que significa que los precios y los salarios son flexibles; o sea, que existe igualdad entre la oferta y la demanda. De esta manera, por ejemplo, el desempleo es voluntario: una persona está desocupada si no está dispuesta a emplearse a salarios más bajos de los existentes. Igualmente, un empresario que tenga acumulación de inventarios de bienes bajará los precios de los mismos con el fin de poderlos realizar. En conclusión todos los mercados se vacían: siempre estarán en equilibrio.

En cuanto al manejo de la política económica (según Robert Lucas el máximo representante de la escuela referenciada), en el caso de la monetaria, plantea, que una variación del acervo

monetario prevista con exactitud, no afecta el nivel de producción y sólo lo hace en los precios. De ahí que, para Lucas, la inestabilidad monetaria sea la fuente principal de las perturbaciones macroeconómicas.

Así mismo, en lo referente a las medidas antiinflacionarias, son partidarios de un tratamiento de choque, antes que gradualista. El primero, debido a que las expectativas son racionales, tienen mayor credibilidad en los agentes económicos, lo que permite el éxito de la política.

Existe un consenso general en el sentido de que las medidas tanto de política monetaria como de política fiscal, que se han ensayado en la actual crisis, no permitieron que la intensa recesión 2008-2009 se transformara en la segunda gran depresión (Roubini, 2009). Por ello, a pesar de las críticas de algunos analistas partidarios del libre mercado, fue la intervención del Estado la que impidió que la recesión se convirtiera en depresión. Es decir, la intervención del Estado permitió estabilizar la economía. Dicha intervención es fundamental, según Keynes, debido a que existe una gran debilidad de las expectativas sobre las que se sustenta la actividad económica en los mercados descentralizados; además, el futuro es incierto y, por ello, la psicología de los inversores es variable (Skidelsky, 2008).

El argumento central de Keynes es que el Estado debe intervenir con políticas

económicas de estabilización. Sobre el particular planteó: “ el Estado tendrá que ejercer una influencia orientadora sobre la propensión a consumir, a través de su sistemas de impuestos, fijando la tasa de interés y, quizá, por otros medios. Por otra parte, parece improbable que la influencia de la política bancaria sobre la tasa de interés sea suficiente por sí misma para determinar otra de inversión óptima. Creo, por tanto, que una socialización bastante completa de las inversiones será el único medio de aproximarse a la ocupación plena; aunque esto no necesita excluir cualquier forma, transacción o medio por los cuales la autoridad pública coopere con la iniciativa privada (Keynes, 1983: 332 y 333).

De hecho, sus planteamientos relacionados con las fluctuaciones económicas, fueron determinantes para analizar los agregados macroeconómicos. Sus ideas se constituyeron en instrumentos relevantes de la política económica y contribuyeron a mejorar los resultados del proceso económico, corrigiendo las fallas del mercado y ajustando las economías para alcanzar una adecuada tasa de crecimiento, una estabilidad de precios y un aceptable nivel de ocupación de la mano de obra.

Los principios keynesianos y las ideas de política económica que se desprenden de los mismos, entraron a ocupar, pues, un papel protagónico y destacado en la actual crisis económica y financiera. Casi todas las economías de la esfera

capitalista fueron dirigidas de acuerdo con ellas, y gracias a las mismas, la crisis no llegó a tener los visos de depresión.

Los gobiernos comprendieron que utilizando políticas monetaria y fiscal podían ampliar la demanda agregada, y así evitar la depresión; las políticas enunciadas, efectivamente, fueron determinantes para lograr una relativa estabilidad macroeconómica. A causa de un lento crecimiento de la demanda inducido por las políticas activistas, como se indicó, el capitalismo pudo amortiguar el efecto de la crisis. Por lo anterior es coherente lo que plantea Skidelsky (2009: 207), haciendo alusión a Keynes: “ la gran idea de Keynes se basaba en utilizar la política macroeconómica para mantener el pleno empleo. Su propuesta específica consistía en utilizar la política monetaria para asegurar un tipo de interés permanentemente bajo, y la política fiscal para alcanzar un alto nivel constante de inversiones públicas o semipúblicas” .

Conclusiones

El detonante de la crisis se da por lo sucedido en el mercado inmobiliario. Siempre los préstamos para vivienda se habían ajustado a los principios tradicionales. Pero, en los últimos años, dado el incremento considerable del precio de las viviendas las familias decidieron sumergirse en el mercado sin preocuparse de cómo hacer los pagos. Desde luego, que el impulso a dicho

mercado fue estimulado por los cambios en los métodos para conceder los préstamos. Comenzaron a hacerse préstamos con una cuota inicial baja o incluso nula, y con cuotas mensuales superiores a su capacidad de pago o que se tornarían imposibles de pagar una vez se recalcularan. Buena parte de estos préstamos dudosos se conoce con el nombre de *subprime*, préstamos con problemas crediticios o falta de documentación, por lo general a tasas de interés más altas. A dichos préstamos no solo acudían personas con bajos ingresos o minorías, sino que abarcaba a toda la población.

El riesgo de los préstamos *subprime* condujo a una reducción grande de los precios de los activos y de los balances de las organizaciones financieras y vinculó a más de 63 de las organizaciones más importantes del mundo. Los últimos cálculos sobre el monto de las pérdidas de riqueza financiera en todo el mundo ascienden a 50 billones de dólares en 2008, lo cual representa casi el PIB mundial de ese año³. De igual manera, la disminución de los activos y balances de las organizaciones financieras generó una considerable contracción crediticia.

Debido a los desequilibrios -cada vez

más acentuados que ha generado la globalización-, es urgente modificar la estructura financiera internacional y así responder a los intensos cambios de la economía mundial. Lo que caracteriza al actual sistema financiero es la inestabilidad. Dada la importancia de los últimos años de países como Rusia, Brasil, China e India (como los más representativos de los países emergentes), es importante tenerlos en cuenta en las decisiones tendientes a prevenir y manejar las crisis financieras.

La crisis actual no se convirtió en depresión por la fuerte intervención de los gobiernos de Europa y Estado Unidos. Emisiones monetarias considerables y créditos abundantes a cargo del fisco fue la constante. El Estado apeló con toda su fuerza económica a compensar los fracasos ostensibles del mercado. Los mercados no son necesariamente eficientes o estables, ni se regulan así mismos. En las últimas tres décadas proliferaron modelos económicos que suponían que los mercados funcionaban a la perfección. Esta actitud obnubiló gran cantidad de investigaciones que ayudaban a explicar porque los mercados con frecuencia funcionan de manera imperfecta⁴, debido a que existen fallas del mercado generalizadas.

³ Véase Titelman, Peérez-Caldente y Pineda (2009).

⁴ Véase Stiglitz 2009.

Bibliografía

- Banco de la República (2009 A): *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, revista del Banco de la República, marzo, Bogotá.
- _____ (2009 B): *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, revista del Banco de la República, julio, Bogotá.
- BERENSON, Alex (2008): *¿Qué tan libre debe ser el libre mercado?*, The New York Times – El Espectador, octubre 13, Bogotá.
- BLANCHARD, Olivier (1997): *Macroeconomía*, Editorial Prentice Hall, primera edición, Madrid.
- CABALLERO ARGÁEZ, Carlos (2008): *La crisis del 2008, nace una nueva era: ¿vuelta al sentido común?*, diario El Tiempo, septiembre 27, Bogotá.
- CARRASQUILLA, Alberto (2009): *Superlativo y crisis*, diario El Espectador, octubre 19, Bogotá.
- CORREIA, Filipa, JIMÉNEZ, Luis Felipe y MANUELITO, Sandra (2009): *Regulación y supervisión financiera: lecciones de la crisis para América Latina y el Caribe*, revista de la CEPAL No 99, diciembre, Santiago de Chile.
- DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. y STARTZ R. (1998): *Macroeconomía*, editorial McGraw-Hill, séptima edición, Madrid.
- ESPINOSA VALDERRAMA, Abdón (2009): *Reto de la recesión*, diario El Tiempo, diciembre 31, Bogotá.
- ESTEFANÍA, Joaquín (2010): *Pugna regulatoria*, Diario el País, enero 17, Madrid.
- FFRENCH-DAVIS, Ricardo (2009): *Crisis global, flujos especulativos y financiación innovadora para el desarrollo*, revista de la CEPAL No. 97 abril, Santiago de Chile.
- FRIEDMAN, Milton (1976): *Inflación y Desempleo*, discurso que pronunció el 13 de diciembre del año referenciado con motivo de la concesión del premio Nobel de economía. Versión castellana de Fernando Fernández Pampillon, en revista economía y empresa No. 3, Madrid.
- _____ (1979): *Moneda y Desarrollo Económico*, Editorial el Ateneo, segunda edición, Buenos Aires.
- FOSTER BELLAMY, John y MAGDOFF, Fred (2009): *La gran crisis financiera, causas y consecuencias*, Editorial Fondo de Cultura Económica, Primera Edición, Madrid.
- HEILBRUNN, Jaco (2008): *Cuestionan la injerencia del Estado en el rescate financiero*, The New York Times – El Espectador, octubre 6, Bogotá.
- KALMANOVITZ, Salomón (2008): *El programa económico de Barak Obama*, diario El Espectador, septiembre 29, Bogotá.
- _____ (2008): *Pensar qué hacer frente a la crisis*, diario el Espectador, octubre 13, Bogotá.
- KEYNES, J.M. (1983): *Teoría General de la Ocupación el Interés y el Dinero*, Fondo de Cultura Económica, décimo primera reimpresión, Bogotá.
- KRUGMAN, Paul, STIGLITZ, Joseph y otros (2008): *La crisis económica mundial*, Quintero Editores - Editorial Oveja Negra, primera edición, noviembre, Bogotá.
- _____ (2009): *De vuelta a la economía de la gran depresión y la crisis del 2008*, editorial Norma, primera edición, marzo, Bogotá.
- _____ (2009): *¿perdón y olvido?*, diario El Espectador enero 19, Bogotá.
- _____ (2009): *Economía de mala fe*, diario El Espectador, febrero 2, Bogotá.

- _____ (2009): *Cómo pudieron equivocarse tanto los economistas*, revista Apuntes del CENES No. 47, primer semestre, Escuela de Economía, UPTC, Tunja.
- LUCAS, Robert (1972): *Expectation and the neutrality of money*, in *Journal economic theory*, number 4, Boston.
- MACHINEA, Luis José (2009): *La crisis financiera internacional: su naturaleza, y los desafíos de política económica*, revista de la CEPAL No. 97, abril, Santiago de Chile.
- MANKIWI, Gregory (1997): *Macroeconomía*, Antoni Bosch, editor, tercera edición, Barcelona.
- OCAMPO, José Antonio (2009): *Impacto de la crisis mundial sobre América Latina*, revista de la CEPAL No. 97, abril Santiago de Chile.
- RODRIG, Dani (2009): *Economía mundial aprueba, tiempo de experimentar*, diario El Tiempo, enero 18, Bogotá.
- ROUBINI, Nouriel (2010): *regreso al abismo*, diario El Espectador, mayo 23, Bogotá.
- _____ (2009): *Repuntes engañosos*, Diario el Espectador, mayo 3, Bogotá.
- _____ (2009): *¿cuál es la política de salida?*, diario El Espectador, septiembre 20, Bogotá.
- SACHS, Jeffrey (2009): *Lo que tiene Obama para arreglar la economía*, diario El Espectador, enero 18, Bogotá.
- SARMIENTO PALACIO, Eduardo (2009): *La recesión mundial, colapso del modelo único*, ediciones Aurora - Editorial Escuela Colombiana de Ingeniería, primera edición, Bogotá.
- _____ (2008): *El desplome anunciado*, diario El Espectador, septiembre 28, Bogotá.
- _____ (2008): *Soluciones fallidas*, diario El Espectador, octubre 5, Bogotá.
- _____ (2009): *Recuperación volátil*, diario El Espectador, noviembre 15, Bogotá.
- Skidelsky, Robert (2009): *El regreso de Keynes*, Editorial Crítica, primera edición, Barcelona.
- _____ (2008): *Adiós a la revolución neoclásica*, diario El Tiempo, septiembre 21, Bogotá.
- SOROS, George (2009): *La renovación del sistema financiero internacional*, diario El Espectador, febrero 2, Bogotá.
- SPENCE, Michael (2010): *El camino al crecimiento pos crisis*, diario El Espectador, mayo 2, Bogotá.
- STIGLITZ Josep (2010): *Caida libre, el libre mercado y el hundimiento de la economía mundial*, Editorial Taurus, Primera Edición, Bogotá.
- _____ (2010): *Domesticar las finanzas en un mundo de austeridad*, diario El Espectador, julio 11, Bogotá.
- _____ (2009): *Dejad que florezcan cien teorías*, diario El Espectador, noviembre 15, Bogotá.
- TITELMAN, Daniel; CALDENTEY – PÉREZ; Esteban y PINEDA Ramón (2009): *¿Cómo algo tan pequeño terminó siendo tan grande? Crisis financiera, mecanismo de contacto y efectos en América latina*, Revista de la CEPAL N° 98, agosto, Santiago de Chile.
- VALLEJO ZAMUDIO, Luis (2000): *La evolución de la macroeconomía: una reflexión*, en Revista Apuntes del CENES, No. 29-30, Escuela de Economía, UPTC, Tunja.
- _____ (1995): *Robert Lucas y la nueva macroeconomía clásica*, en la Semana Económica, diario El Espectador, noviembre 5, Bogotá.