

Documentos

A un año de la profundización de la crisis financiera internacional: impacto, respuestas y expectativas

José Francisco Rodríguez Montoya^{*}
Jesús Zurita González^{**}

Introducción

Hace poco más de un año la economía mundial estuvo al borde del colapso. Entre el 15 y el 17 de septiembre de 2008 se vivieron quizá los tres días más difíciles para la economía estadounidense, con repercusiones mundiales instantáneas. Durante esos tres días Lehman Brothers se declaró en quiebra, el gobierno de EUA tuvo que hacerse cargo de la enorme compañía de seguros AIG y Merrill Lynch fue absorbida por el Bank of América mediante de un acuerdo financiado por el gobierno de EUA. El pánico financiero se extendió y los mercados de crédito prácticamente se congelaron. El costo del financiamiento de las empresas se fue al cielo de un día para otro y la palabra depresión se volvió común en el vocabulario financiero.

El pánico llevó a los inversionistas a comprar Bonos del Tesoro (*Treasury Bills*) sin esperar ningún retorno a cambio, buscando simplemente encontrar un lugar seguro en donde colocar su dinero. En la fuga de los inversionistas hacia

^{*} Asesor del Secretario de Economía de México (primofrank@gmail.com).

^{**} Profesor-Investigador del Departamento de Economía de la UAM-Azcapotzalco y Director de *Análisis Económico* (jzg@correo.azc.uam.mx).

instrumentos con tasa libre riesgo, se llegó al extremo de que el rendimiento sobre estos bonos fuera negativo por algunos momentos (véase Gráfica del T-Bill a tres meses). Desde hace más de un año la tasa de los bonos del tesoro ha estado muy cercana a cero, debido al incremento en la percepción de riesgo por parte de los inversionistas.

Hoy los mercados financieros reflejan mucho mayor tranquilidad y se han comenzado a observar algunas señales de recuperación económica, el crédito se reactivó, los precios de los activos hipotecarios han frenado su ritmo de deterioro y los mercados de valores están retornando a los niveles de hace un año.

Pero persiste un serio problema: la crisis financiera afectó profundamente la actividad económica de las principales economías, lo que contagió y provocó una contracción significativa en las economías emergentes y de manera particular en México. Con ello, el desempleo ha seguido aumentando tanto en nuestro país como en EUA. Además, todo parece indicar que una vez que se recupere el crecimiento económico, éste será a una tasa mucho menor a la observada antes de la crisis. Y esta tasa no será suficiente para recuperar los niveles de empleo previos a la crisis sino hasta después de varios años.

En el caso de la economía de los EUA y utilizando la Ley de Okun, se estima que el PIB real debe crecer 2 puntos porcentuales por encima del potencial para reducir en un punto porcentual la tasa de desempleo (el crecimiento potencial estimado para los EUA es de 3.5% según Mankiw (2006: 381-383), lo que implica que la tasa de desempleo abierto previa a la crisis no se recuperará sino hasta 2013 o 2014, asumiendo que la economía estadounidense crece a tasas anuales superiores a 5%, a partir de 2010.

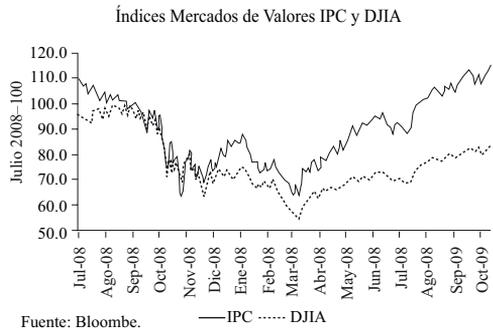
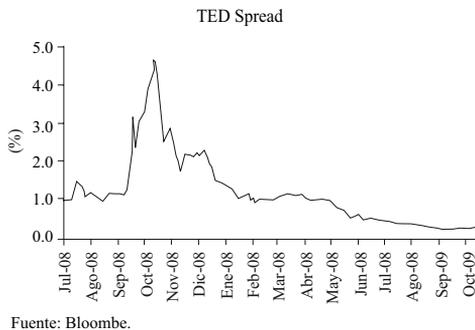
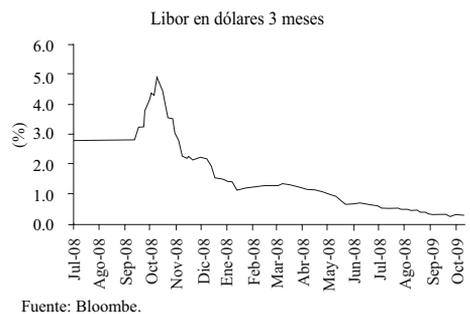
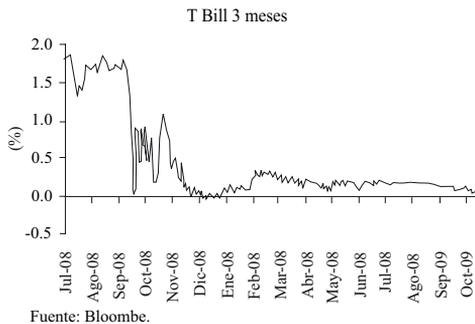
En México, además de la grave crisis económica con origen epicentro en EUA, nuestro principal socio comercial, durante el segundo trimestre de 2009 atravesamos por la contingencia sanitaria del virus A/H1N1, que tuvo un impacto significativo en la actividad económica, principalmente en los servicios y en todas las actividades asociadas al turismo. Esto sin duda agravó la contracción de la actividad económica del país.

En esta información se hace un recuento de lo que ocurrió durante este año, principalmente en México y en los EUA, a partir del estallido de la primera gran crisis financiera del siglo XXI. Se enlistan algunas de las acciones de política económica que se instrumentaron y se mencionan sus costos, así como las lecciones que nos sigue dejando la crisis y, finalmente, se plantea una visión de lo que podemos esperar hacia adelante a partir de las condiciones actuales.

1. ¿Qué ha pasado en este año?

En los días que siguieron a la caída de Lehman Brothers, el 15 de septiembre de 2008, los mercados de crédito se congelaron, las bolsas de valores se hundieron, el gobierno de EUA tomó el control de AIG, el Congreso de ese país aprobó un plan de rescate de Wall Street por 700 mil millones de dólares y la Reserva Federal creó diversos programas de apoyo a los mercados financieros. En Europa, Japón y Canadá, los bancos centrales y los gobiernos también inyectaron importantes sumas de dinero al sistema financiero para evitar su colapso. Pero aun con la implementación de estas acciones la economía de los EUA y la mayoría de las economías del mundo (con la importante excepción de China) incluida la mexicana, entraron en una espiral descendente.

Como ejemplo de lo que pasó en los mercados financieros en el último año, se presentan las gráficas de las tasas de interés de referencia, la TED Spread y la evolución de los principales mercados financieros en México y los EUA.



El desempeño de la tasa de rendimiento de los T-Bills revela la fuga hacia activos libres de riesgo que ha caracterizado la crisis financiera mundial de 2008-2009: el significativo incremento en la percepción de riesgo por parte de los inversionistas. De casi 2% a mediados de 2008, la tasa se ha mantenido en casi cero desde ese momento. Por su parte la Libor pasó de casi 3% a poco menos de 0.5% en ese mismo periodo.

El spread TED (o diferencial TED) es la diferencia entre la tasa Libor a tres meses y la tasa de interés de los T-Bills a tres meses. Refleja por ello las condiciones de riesgo de crédito de la economía. Obsérvese como el riesgo de crédito se elevó sustancialmente durante los peores momentos de la crisis financiera en el último trimestre de 2008, para después empezar a disminuir conforme la percepción de dicho riesgo se fue abatiendo.

Si bien la crisis comenzó y se extendió en los mercados financieros, rápidamente se trasladó al llamado sector real de la economía. En el tercer trimestre de 2008 el PIB de EUA se contrajo en 2.7% en términos anuales, mientras que en México el impacto de la desaceleración económica en los EUA se manifestó plenamente con unos meses de retraso, aunque con gran virulencia. Por ello, la economía mexicana registrará durante 2009 su peor caída en la historia económica.

Según las proyecciones del Fondo Monetario Internacional, en 2009 la economía mexicana observará la caída más pronunciada de su producto entre las economías emergentes (-7.3%). Para la CEPAL, México tendrá la peor contracción entre las economías de América Latina y el Caribe (-7.0%), mientras que para la OCDE México también será la economía con peor desempeño entre los países miembros (-8.0%).¹

Cuadro 1
Variación anual del PIB

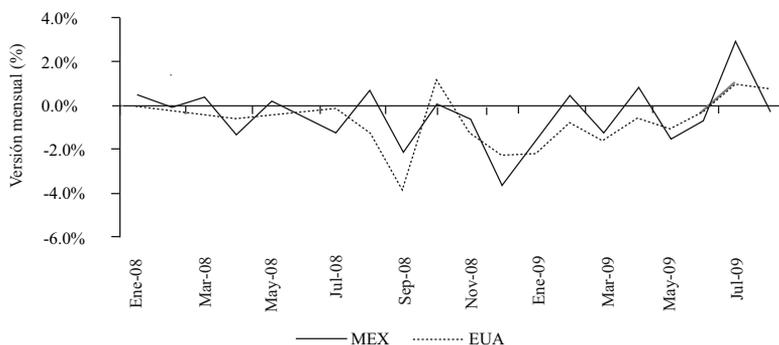
<i>País</i>	<i>T3 2008</i>	<i>T4 2008</i>	<i>T1 2009</i>	<i>T2 2009</i>
México	1.7	-1.6	-8.0	-10.3
EUA	-2.7	-5.4	-6.4	-0.7

Fuente: INEGI y *Bureau of Economic Analysis*.

En diversos estudios se ha mostrado la elevada correlación que existe entre las economías de México y EUA, principalmente a través de la actividad industrial. Correlación que se ha mantenido durante la crisis como puede observarse en la gráfica que sigue.

¹ Véase CEPAL (2009).

Actividad industrial



Datos desestacionalizados.

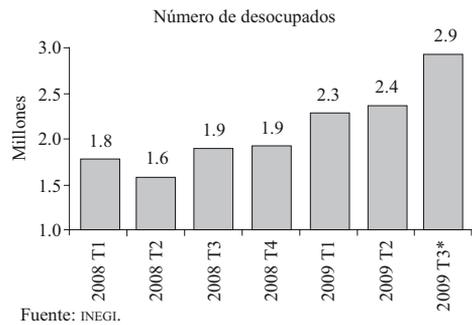
Fuente: INEGI y Reserva Federal.

Por la gran asimetría en tamaño entre estas economías (el PIB de los EUA es aproximadamente veinte veces el de México, tal correlación puede interpretarse como causalidad, en el sentido de que la evolución de la actividad industrial de los EUA determina el comportamiento de la actividad industrial en México. En particular, 2008 y 2009 han demostrado cómo la industria automotriz de México, pilar de la actividad manufacturera, es muy vulnerable al ciclo económico de los EUA.

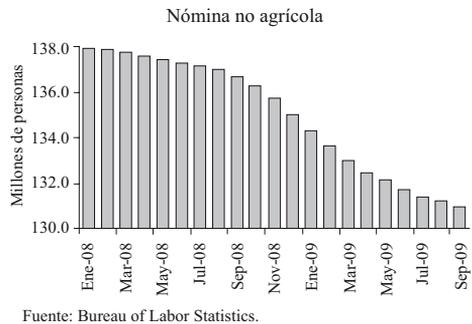
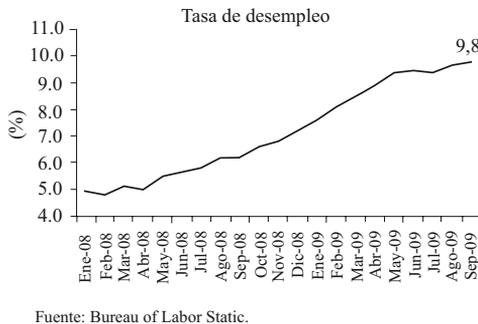
Sin embargo, la caída observada en la actividad económica en México durante el primer semestre de 2009 ha sido superior a la observada en EUA. Existen varias razones que explican esto:

- 1) Mayor peso en México de la producción industrial en el PIB, 31.2% *versus* 20.0% en EUA, y a su interior la actividad manufacturera representa 18.1% del PIB en México y 11.5% en EUA.
- 2) Una contracción mucho mayor del sector servicios en México.
- 3) La producción manufacturera e industrial de México es intensiva en bienes durables, siendo éste el sector más afectado por la actual crisis global.
- 4) México es uno de los países con mayor exposición en comercio, turismo e inversión proveniente de EUA.
- 5) El efecto temporal del brote de influenza.

El elemento más dramático de las crisis económicas es la caída del empleo y la actual no es la excepción. Durante el último año un gran número de personas han perdido sus empleos. En México la tasa de desocupación abierta pasó de de 4.3 a 6.3% entre septiembre de 2008 y agosto de 2009 (último dato disponible), mientras que el número de desocupados aumentó marcadamente: entre septiembre de 2008 y agosto de 2009, el número de personas desocupadas en México se incrementó en más de un millón, un incremento de 53.2% que sin duda es la manifestación más impactante de la crisis económica.



En EUA el impacto en el empleo también ha sido considerable. La tasa de desempleo pasó de 6.2 a 9.8% entre septiembre de 2008 y septiembre de 2009; durante el mismo periodo la nómina no agrícola se redujo en 5.8 millones de personas.



Los niveles de desempleo, tanto en México como en los EUA, se mantienen muy altos a pesar de que ya se observan algunos avances en la actividad económica y este es el gran riesgo que enfrentará la economía en el futuro cercano.

La crisis económica está impactando también severamente los niveles de pobreza. Si bien los datos con los que se cuenta a la fecha son de 2008, en México el número de pobres aumentó entre 2006 y 2008: el porcentaje de personas en condición de pobreza alimentaria a nivel nacional pasó de 13.8 a 18.2% al incrementarse de 14.4 a 19.5 millones el número de personas en pobreza alimentaria. En EUA el número oficial de pobres, que responde a una definición diferente que en México, aumentó en el 2008 en 39.8 millones de personas con respecto a 2007.

2. Acciones de política

El Programa para Impulsar el Crecimiento y el Empleo, el Acuerdo Nacional a Favor de la Economía Familiar y el Empleo y los apoyos económicos emergentes por el brote de influenza, todo con efecto en 2009, implican recursos fiscales y financiamiento adicional inducido por la banca de desarrollo que representan alrededor de 0.7% del PIB nominal estimado para 2009.

El principal problema que han enfrentado los diferentes programas implementados ha sido la velocidad de ejecución, principalmente los proyectos del Fondo Nacional de Infraestructura que debido a los diferentes procesos de contratación y ejecución se han visto muy retrasados. Según datos del Colegio de Ingenieros Civiles de México, al mes de agosto se reportaba un avance de 70% contra lo programado para ese periodo.

En EUA, el programa de infraestructura anunciado tampoco se ha ejecutado por culpa de los largos lapsos que ha requerido la conversión del plan de estímulo en verdaderos proyectos de construcción.

Los diversos programas implementados en México, definitivamente no alcanzan el nivel de otros países, debido principalmente a las fuertes restricciones presupuestarias del gobierno Mexicano, sobre las cuales además, durante 2009 y hacia el 2010 el panorama se ha deteriorado.

En marcado contraste, en EUA se implementaron una serie de acciones fiscales que representan compromisos y garantías por un monto de 12.5 billones de dólares, cifra que representa 86.8% del PIB anual de EUA que en el 2008 fue de 14.4 billones de dólares. Al mismo tiempo y quizá aun más importante, el Banco de la Reserva Federal instrumentó acciones para evitar que el sistema financiero se colapsara.

Del monto comprometido, hasta el mes de septiembre de 2009 se habían ejercido alrededor de 2 trillones de dólares, pero a la vez se generaron 20 mil mi-

lones por concepto de intereses, dividendos y cuotas. Inclusive, diversas instituciones financieras ya han comenzado a pagarle al gobierno federal los créditos que recibieron para superar la crisis financiera.

A continuación se presenta un cuadro con los principales apoyos del gobierno de los EUA.

<i>Concepto</i>	<i>Monto (dólares)</i>
Garantías de deudas bancarias	789 mil millones
Garantías sobre depósitos bancarios (Federal Deposit Insurance Corporation)	736 mil millones
Respaldo de activos de Citigroup	249 mil millones
Respaldo de activos de Bank of America	98 mil millones
Préstamos a empresas financieras	1.34 billones
Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)	1 billón
Programa de Inversiones Público-Privadas	1 billón
Préstamos a PYMES	15 mil millones
Fannie Mae y Freddie Mac	400 mil millones
Compra de activos respaldados por hipotecas (Mortgage Backed Securities)	1.45 billones
Apoyo a propietarios de casas	50 mil millones
Apoyo a mercados financieros	3 billones
Apoyo al fondo de la reserva del gobierno	3.6 mil millones
Fondeo en el mercado de papel comercial	1.8 billones
American International Group (AIG)	183 mil millones
Ensambladoras automotrices	82.6 mil millones

Fuente: Weissman (2009).

Sin duda, estos recursos representan un estímulo considerable para la economía de los EUA y han sido muy útiles para que esta economía se alejara del riesgo de una depresión. Debe señalarse también que no todos estos recursos representan un compromiso para las finanzas públicas hacia el futuro. Al menos una parte de los apoyos se recuperarán cuando las empresas privadas y el sector financiero haga lo propio. Sin embargo, hacia el futuro la única manera de sostener el crecimiento es que el gasto privado ocupe el lugar del gasto público. De otra forma habría que generar déficit fiscales insostenibles intertemporalmente.

Un problema de los montos masivos de apoyo en EUA es que presionarán las finanzas públicas y en algún momento podrían afectar las tasas de interés y la inflación. No obstante, el costo de una depresión económica habría sido mucho mayor en términos del producto no generado y, sobre todo, del sufrimiento humano que habría ocurrido con tasas de desempleo de dos dígitos.

Además, el costo final de los diversos programas de rescate y apoyo implementados dependerá de qué tan rápido se recupera la economía y se vuelva al sendero del crecimiento económico. La Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO) estimó en agosto pasado que el costo actual de los programas de rescate asciende a 600 mil millones de dólares.

Algunas de las acciones de Ben Bernanke sorprendieron a los mercados y, a un año de distancia, parece que fueron las correctas. Las acciones, emprendidas para lidiar con la crisis financiera y con sus consecuencias económicas, en palabras del propio Bernanke, abarcaron tres componentes:² el primero fue una política monetaria expansionaria, con reducciones agresivas en tasas de interés líderes que las llevaron a casi cero;³ el segundo componente consistió en sostener los mercados de crédito y garantizar la provisión de liquidez al sector privado vía líneas de crédito en efectivo y conversión de activos ilíquidos en líquidos;⁴ el tercer componente, quizá el más importante en esta ocasión, consistió en utilizar todas las herramientas disponibles del FED para mantener la estabilidad financiera, evitando que importantes instituciones financieras con efectos sistémicos pudieran quebrar y afectar a toda la economía. Quizá haber dejado caer a Lehman Brothers fue un error, pero desde entonces las acciones fueron efectivas para contener la crisis financiera y evitar una depresión económica que hubiera tenido consecuencias desastrosas.

3. Lecciones

La crisis financiera y económica actual tuvo su origen en múltiples causas, por lo que las acciones para tratar de contenerla fueron diversas y por lo tanto las lecciones derivadas de ésta todavía se encuentran en desarrollo, sin embargo, es posible señalar algunas para tratar de evitar que un episodio de esta naturaleza se repita. Resulta claro que es prácticamente imposible saber si un evento de esta magnitud se repetirá, pero las crisis siempre dejan algún tipo de enseñanza. A continuación se mencionan algunas que consideramos importantes:

- 1) Quizá lo fundamental es que se necesita un marco regulatorio que vaya adaptándose a los nuevos instrumentos financieros rápidamente. Se ha señalado a

² Bernanke (2008).

³ Entre finales de 2007 y octubre de 2008 la tasa de fondos federales se redujo en 405 puntos base.

⁴ Un ejemplo de esto fue que las reservas del sistema bancario aumentaron de 50 mil millones a 900 mil millones de dólares a partir de septiembre de 2008, multiplicándose por un factor de casi veinte en unos cuantos meses.

la falta de regulación adecuada como una de las causas de la crisis financiera, pero a un año del estallido de ésta no se han desarrollado nuevos esquemas regulatorios. Una de las medidas anunciadas fue la creación de una agencia federal de protección financiera, sin embargo, a la fecha no se han dado mayores avances en ese sentido. El poder de cabildeo del sector financiero es tan significativo que a un año de la crisis el número de propuestas de reformas al sistema financiero aprobado en el Congreso norteamericano es de cero.

- 2) No permitir que las empresas financieras lleguen a ser tan grandes como para no impedir su quiebra. En el escenario post crisis financiera empresas como Goldman Sachs y J.P. Morgan Chase son más grandes que hace un año y eso puede constituir un riesgo para el sistema financiero.
- 3) Cuidar más el desarrollo de burbujas en los mercados de activos y que los bancos centrales concedan atención a este hecho cuando se presente. Otorgar más atención a variables como la evolución del crédito y el endeudamiento.
- 4) Evitar la confianza excesiva en la eficiencia de los mercados financieros.

La estabilidad de precios es una condición necesaria para la estabilidad financiera, pero no es una condición suficiente.

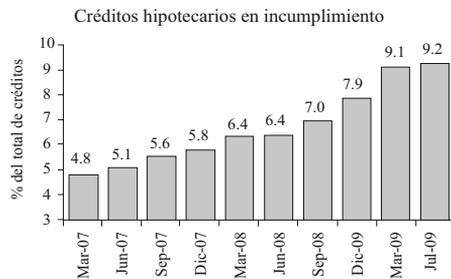
- 5) Los episodios de inestabilidad financiera pueden conllevar importantes riesgos para la estabilidad de precios.
- 6) La política monetaria debe plantearse buscando la mayor coherencia posible con el resto de políticas económicas, tanto con las domésticas entre sí, como con las adoptadas por otros países.
- 7) Se ha hablado mucho de la necesidad de aumentar el rol del Estado en la economía a raíz de esta crisis, pero lo que realmente hace falta es un mejor entendimiento del papel del Estado y del mercado y de cómo interactúan en el proceso del crecimiento económico.
- 8) Revisar el papel de las calificadoras. Algunas de ellas otorgaron calificaciones triple A a instrumentos que ahora se denominan tóxicos porque contienen, al menos en parte, activos que tienen un valor cercano a cero.
- 9) Regulación de los mercados de derivados OTC.
- 10) No confundir mercado libre con mercado no regulado.
- 11) Habrá que repensar el modelo de desarrollo basado en exportaciones. La capacidad de absorción del mundo desarrollado no volverá a su nivel anterior a la crisis por un largo tiempo. Los países en desarrollo tendrán que rebalancear sus fuentes de crecimiento y dar mayor peso al mercado interno.

4. ¿Qué viene hacia adelante?

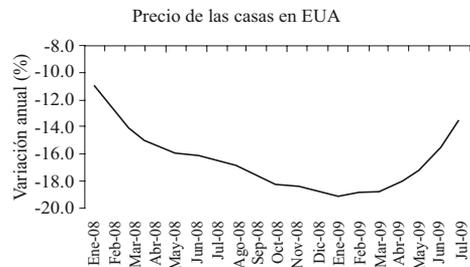
A raíz de la crisis financiera, económica y de confianza global, para 2009 se espera la mayor caída en la producción mundial desde la posguerra, y por primera vez en 27 años se observará una caída en el comercio mundial. Finalmente, la capacidad de crear empleos también será menor que antes de la crisis.

Los mercados financieros han experimentado un excesivo optimismo en los últimos meses, se registran seis meses consecutivos de avances en las bolsas de valores, el IPC de la Bolsa Mexicana de Valores ha aumentado 80% desde su mínimo en marzo pasado, el Dow Jones ha aumentado 46% desde el mismo mes y el Nasdaq casi 60%. Pero es importante preguntarnos si este optimismo podrá sostenerse dado el escenario económico que se percibe hacia adelante. Hasta el momento, los mercados de valores han desafiado a los altos niveles de desempleo, un mercado inmobiliario que no se recupera y una economía todavía en recesión.

La crisis hipotecaria no ha sido todavía frenada, más de 1.5 millones de embargos se ejecutaron en los primeros siete meses del 2009 y alrededor de la tercera parte de los créditos hipotecarios valen ahora más que las propiedades adquiridas. Aunque un signo positivo es que los precios de las casas se han estado recuperando durante todo 2009.



Fuente: Bloomberg.

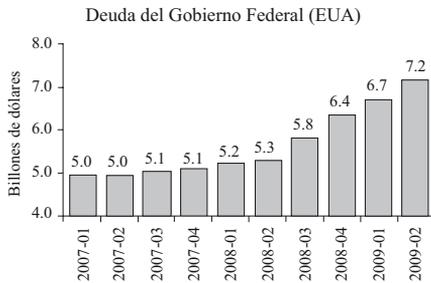


Fuente: Índice Case-Shiller. Bloomberg.

Algunas cosas cambiaron dramáticamente, principalmente en el sector real, pero el poder político de Wall Street permanece casi intacto: no hay todavía nuevas reglas que reduzcan el riesgo de una nueva crisis económica con origen en el sector financiero. No se ha avanzado en la reestructuración del sistema financiero de EUA, este gobierno ha asumido el riesgo de una gran parte del sistema financiero y eso ha llevado el riesgo moral a niveles elevados. El problema es que las instituciones financieras que han salido fortalecidas de esta crisis son, otra vez, “demasiado grandes para dejarlas caer”, por lo que habrá que seguir sus movimientos muy de cerca.

En algún momento se tendrán que dejar de administrar las medicinas aplicadas por diversos países para contener la crisis. El gasto público se tendrá que reducir y el sector privado deberá cubrir el faltante para que la recuperación sea sostenible. La corrección de los desequilibrios en las cuentas corrientes de algunas economías muy importantes en el mundo, como la de EUA y las de Asia, en particular China, tendrá que producirse de manera paulatina para prevenir ajustes drásticos que constituyan un cisma para la economía mundial: Asia está obligada a elevar sus importaciones y en general su gasto interno, y EUA a incrementar sus exportaciones y elevar su ahorro interno, por lo que el dólar tendrá que ajustarse a la baja para ir acomodando el desbalance actual. Hacia adelante se vislumbran aumentos de impuestos en varios países y una inflación mayor.

En un estudio reciente, Reinhart y Rogoff (2009) muestran que las economías en crisis tardan en recuperar no sólo su nivel de producción previo, sino también las tasas de crecimiento que exhibían antes de la crisis.⁵



Fuente: Reserva Federal.



Fuente: Reserva Federal.

Existe además el riesgo de que la crisis financiera se transforme en una crisis de deuda gubernamental. Rogoff (2009) ha señalado que:

Para bien o para mal, la razón por la que la mayoría de los inversores tiene ahora mucha mayor confianza que hace unos meses es la de que los gobiernos de todo el mundo han colocado una enorme red de seguridad bajo gran parte del sistema financiero. Al mismo tiempo, han apuntalado las economías incurriendo en déficit en gran escala, mientras que los bancos centrales han reducido los tipos de interés casi a cero.

El ritmo al que se está acumulando la deuda gubernamental podría propiciar fácilmente una segunda oleada de crisis financieras dentro de unos años. Preocupa en

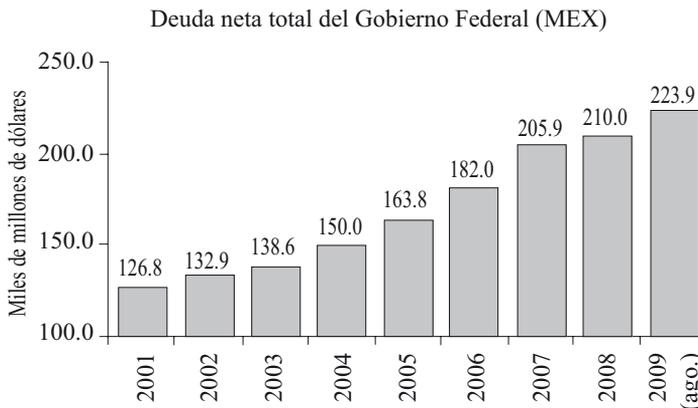
⁵ Reinhart y Rogoff (2009).

particular la enorme dependencia de EUA respecto al financiamiento de otros países, en especial de China, pero como el primero es el principal cliente de China en el mundo, probablemente se mantendrá este tenso equilibrio durante un buen tiempo. La estrategia de los déficit fiscales no es sostenible en el mediano y largo plazos.

La pregunta clave que deberá responderse pronto es: cuándo se consolidará la recuperación y, con ello, comenzará a eliminarse el exceso de liquidez y volverán a subir las tasas de interés, así como cuándo será el momento de elevar los impuestos y recortar el gasto público. El asunto del cuándo es fundamental porque retirar los estímulos muy pronto podría repetir el escenario japonés de 1998 y hacer que la economía se estanque durante un largo periodo. No obstante, del otro lado se encuentra el riesgo de la inflación y una crisis de deuda pública.

Los planes de estímulo aumentan los déficit presupuestarios, y la única manera de corregirlos es reduciendo el gasto o subiendo los impuestos futuros, esto es precisamente los que enfrenta México hacia el futuro.

Es claro que en México se vive un problema importante de finanzas públicas. La menor actividad económica, junto con la caída en el precio y en el nivel de producción de petróleo se combinó para reducir los ingresos públicos drásticamente. Los ingresos petroleros representan cerca de 40% del total de ingresos del sector público. En el periodo enero-agosto de 2009, los ingresos presupuestarios del sector público cayeron marcadamente: -17.8% los petroleros y -7.9% los tributarios. Ante esta situación el gobierno federal ha propuesto utilizar la combinación de diferentes instrumentos para garantizar la viabilidad de las finanzas públicas del país. Los instrumentos son fundamentalmente tres: reducir el gasto, aumentar la recaudación y elevar el déficit de manera temporal (contratar mayor deuda).



Fuente: SHCP.

Un problema que enfrenta México, si se decide elevar el endeudamiento, es encontrar fuentes de financiamiento sanas, sostenibles y en condiciones favorables, en términos de tasas de interés y de plazos, lo que es poco probable en un periodo tan corto y en un contexto de recesión económica global como el actual, aunado a que para conseguir financiamiento en condiciones favorables, habría que convencer a los mercados financieros de que a futuro se hará una reforma fiscal de fondo que evite depender de los ingresos petroleros, que se están agotando. Endeudarse sin una planeación adecuada ocasiona que dicha deuda se sirva en condiciones desfavorables y a tasas de interés excesivamente altas, lo cual al final generaría un mayor debilitamiento de las finanzas públicas.

Del otro lado existe el riesgo de que la economía no crezca lo suficiente por falta de una política de gasto público que haga posible en el corto plazo evitar una mayor pérdida de producción y de empleos al encontrarse la economía por debajo de su producción potencial; sobre todo si esta situación se mantiene durante largo tiempo, como ocurrió con Japón.

Referencias bibliográficas

- Mankiw, N. G. (2006). *Macroeconomía*, España: Antoni Bosch.
- Reinhart, C. M. y K. Rogoff (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, EUA: Princeton University Press

Recursos electrónicos

- Bernanke, B. (2008). *Federal Reserve policies in the financial crisis*, (<http://docs.google.com/gview?a=v&q=cache:6dW4aWc2NE0J:www.bis.org/review/r081204b.pdf+federal+reserve+actions+to+face+the+financial+crisis&hl=es&gl=mx&pid=bl&srcid=fa>).
- CEPAL (2009). *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe 2008-2009* (http://www.eclac.org/publicaciones/xml/6/36906/PANORAMA_DE_LA_ISERCIÓN_INTERNACIONAL_2008_2009_vf.pdf).
- Rogoff, Kenneth (2009). *From Financial Crisis to Debt Crisis?* (<http://www.project-syndicate.org/commentary/rogoff60/English>).
- Weissman, Robert (2009). *The Financial Crisis One Year Later: The More Things Change, the More They Stay the Same* (http://www.huffingtonpo-st.com/robert-weissman/the-financial-crisis-one_b_286974_html).