

Globalización, ciclos económicos y crisis global, 2007-2010¹

ANTONIO RUIZ-PORRAS²

Resumen

En este ensayo analizamos la crisis financiera global del periodo 2007-2010. Particularmente, evaluamos sus orígenes, características, y las respuestas dadas para manejarla desde una perspectiva teórica e histórica. Concluimos que es muy probable que la crisis global no tenga solución en el corto plazo debido a la falta de sincronización de los ciclos económicos entre las economías desarrolladas y aquéllas en desarrollo. Asimismo incluimos una cronología de eventos.

Palabras clave: globalización, ciclos económicos, crisis global, cronología 2007-2010

Abstract

In this essay we analyze the global financial crisis of the period 2007-2010. Particularly, we assess its origins, features and responses given to deal with it from a theoretical and historical perspective. We conclude that the global crisis may not have a short-term solution due to the lack of synchronization of the business cycles among developed and underdeveloped economies. We also include a chronology of events.

Key words: globalization, business cycles, global crisis, chronology 2007-2010

-
1. El autor agradece a Nancy García Vázquez (El Colegio de Jalisco) y a Willy W. Cortez Yactayo (Universidad de Guadalajara), por sus comentarios a este ensayo. Asimismo le agradece a Cindy Coral Montes Ríos (Universidad de Aguascalientes), por su apoyo en la recopilación de datos cronológicos.
 2. Universidad de Guadalajara, Departamento de Métodos Cuantitativos, CUCEA. Correo electrónico: antoniop@cucea.udg.mx.

1. Introducción

En el periodo 2007-2010, las economías y mercados financieros internacionales han experimentado la primera crisis global de la historia. Los problemas y colapsos de instituciones y economías enteras han sido continuos. Las noticias y rumores frecuentemente han causado inestabilidad e incertidumbre en ambos lados del Atlántico. Incluso, los organismos monetarios multinacionales y los principales bancos centrales han tenido que coordinarse para enfrentar las pérdidas económicas y la volatilidad financiera. Hasta ahora, no hay consensos sobre cuándo terminará esta crisis.

Tal es el contexto que motiva este ensayo. Particularmente analizamos la crisis financiera global desde una perspectiva teórica e histórica. Así, con base en algunos trabajos clásicos y contemporáneos, proponemos la hipótesis de que esta crisis se puede entender en términos de las relaciones entre la globalización y los ciclos económicos. Si bien pareciera ser necesariamente diferente debido a que es la primera de alcance global; no creemos que este sea necesariamente el caso. De hecho, desde nuestra perspectiva, la misma no resulta muy diferente a otras ocurridas en el pasado.

El análisis planteado tiene una orientación de mediano plazo. Por esta razón, el desarrollo de este ensayo gira en torno a las siguientes preguntas: ¿Por qué ocurrió la crisis y cómo se difundió a lo largo de la economía global? ¿Cuáles han sido sus costos? ¿Cuáles son las acciones y las propuestas para manejarla? ¿Tendrá una duración y efectos similares en las economías desarrolladas y en desarrollo? Evidentemente no podemos dar respuestas definitivas a las mismas. Por ello, aquí más que ofrecer respuestas, buscamos proponer algunos elementos de reflexión y análisis con base en consideraciones teóricas e históricas.

El ensayo se sustenta en las teorías clásicas de la fragilidad financiera y en investigaciones que vinculan la globalización con los ciclos económicos. Concretamente se asume que la crisis financiera global tiene su origen en la coincidencia temporal de las fases de actividad económica en las economías desarrolladas, en malas prácticas de administración y regulación de riesgos y en la existencia de fallas monetarias internacionales. Así, la economía global resulta inherentemente inestable y la fragilidad financiera internacional se asocia a la coincidencia en las fases de los ciclos económicos de las economías desarrolladas.

Teóricamente el argumento desarrollado sigue las líneas de Minsky (1986). Particularmente se plantea que la coincidencia de las fases de actividad económica, o “sincronización de ciclos económicos”, es un resultado indirecto de la globalización.³ Esta sincronización indujo crisis locales simultáneas cuando las economías desarrolladas coincidieron en la fase decreciente del ciclo económico. Particularmente, la crisis global ocurrió al conjuntarse estas crisis locales con malas prácticas de administración

3. Kose, Otrok y Prasad (2010) hallan evidencia de que existe un proceso de sincronización en los ciclos económicos de las economías desarrolladas atribuible a la globalización. Fatás (1997) ofrece evidencia indirecta que apoya estos hallazgos en el contexto de Europa. Sin embargo, justo es reconocer que hay controversias y debates acerca de los efectos de la globalización sobre los ciclos económicos.

y regulación del crédito bancario a nivel internacional. Sus dimensiones se explican debido a fallas en los mecanismos monetarios internacionales.

El ensayo está dividido en cinco secciones. En la segunda se explican los orígenes, características y costos de la crisis financiera global. En la tercera se revisa la literatura sobre las relaciones entre la globalización, los ciclos económicos y las crisis financieras. En la cuarta sección se evalúan las acciones, propuestas y limitaciones para solucionar la crisis global. Éstas se analizan con base en las propuestas del “prestamista de última instancia” de Bagehot (1873). La quinta sección incluye conclusiones y comentarios. Finalmente, en el apéndice se anexa una cronología de eventos que han definido a la crisis global.

2. La crisis financiera y económica global (2007-2010)

¿Por qué ocurrió la crisis financiera en EUA y cómo devino en un fenómeno global? Actualmente hay consensos acerca de que la combinación de bajas tasas de interés internacionales, el crédito bancario indiscriminado, la titulización de deudas hipotecarias y de activos de alto riesgo condujeron a la toma de riesgos excesivos (Barrell y Davies, 2008). Esta toma de riesgos, manifiesta en la aparición de las burbujas especulativas bursátil e inmobiliaria, tuvo su fin cuando los deudores dejaron de pagar sus hipotecas. Este hecho desencadenó la crisis financiera en EUA en el año 2007.

La crisis estadounidense se propagó a otras economías a través de los mercados financieros internacionales. Los emisores y/o administradores de títulos bursátiles e hipotecarios estadounidenses usualmente eran bancos en EUA, Inglaterra y la Unión Europea. Estos títulos estaban diseñados para proveer liquidez bajo condiciones de riesgo idiosincrático, no sistémico.⁴ Los requerimientos sistémicos asociados a la detonación de las burbujas especulativas condujeron a que los bancos e intermediarios internacionales tuvieran simultáneamente problemas de liquidez y, eventualmente, de solvencia.

Estos problemas evidenciaron las limitaciones de las prácticas de administración de riesgos y su mal uso por parte de los intermediarios y agentes. Esta situación no es nueva desde una perspectiva histórica.⁵ De hecho, las malas prácticas de administración, la falta de entendimiento de los instrumentos financieros, la toma excesiva de riesgos y las burbujas especulativas son bastante comunes en la antesala de las crisis financieras.⁶ Por esta razón, y a contracorriente de la creencia popular, consideramos que las pérdidas estadounidenses y europeas fueron, hasta cierto punto, predecibles.

4. El riesgo sistémico es el riesgo de que se colapse completamente un mercado o el sistema financiero de una economía. El riesgo idiosincrático es aquel riesgo en donde sólo algunos participantes específicos del mercado o del sistema son perjudicados.

5. Véase Kindleberger (1991) y Reinhart y Rogoff (2009), para un análisis histórico de las causas y efectos de las crisis financieras.

6. Existen reportes de que el César Tiberio implementó un programa gubernamental para evitar el colapso del sistema bancario romano (33 a. C.). Asimismo existen registros de crisis financieras y económicas en siglo XII en China y en la Europa medieval.

Los problemas de los intermediarios y las crisis de los mercados hicieron manifiestas también las limitaciones de las prácticas de supervisión y regulación financieras. Tales limitaciones se percibieron en 2008, tras descubrirse la insolvencia de varios intermediarios globales y los fraudes financieros más grandes en la historia. Así, intermediarios y empresas tuvieron que ser rescatados y nacionalizados por los gobiernos de ambos lados del Atlántico (véase apéndice). Entre los fraudes descubiertos, destacan los de Bernard Madoff y el Stanford International Bank.⁷

El mal manejo de los intermediarios, los fraudes y los problemas informacionales condujeron a pérdidas financieras en las economías desarrolladas. Particularmente, también hoy se acepta que en buena medida las pérdidas se asociaron a la escasa comprensión de los intermediarios y agentes de los títulos e instrumentos que comerciaban. Asimismo a fallas en las prácticas de monitoreo, supervisión y regulación a nivel internacional. Estos factores explican los altos costos financieros y económicos de la crisis global. Mayores, incluso, que los producidos en las economías asiáticas y latinoamericanas durante la última década del siglo xx.

La crisis global ha tenido costos muy elevados en las economías desarrolladas. En octubre de 2009, el Fondo Monetario Internacional estimaba que sus costos ascendían a 3.4 trillones de dólares estadounidenses. Estos costos no incluyen aquellos, de mediano y largo plazo, que serán necesarios para estabilizar a otras economías dentro y fuera de la Unión Europea. Solamente en 2010, los gastos para financiar el rescate de la economía griega se estimaban en 110,000 millones de dólares. El costo del fondo anticrisis europeo se calcula en 750,000 millones de euros.⁸

Los costos de la crisis también han sido elevados en las economías en desarrollo. En 2009, el banco central de Singapur se vio obligado a devaluar su moneda tras la peor crisis económica en su historia. El PIB de aquella nación decreció en 11.5% en un año. Asimismo el gobierno del emirato de Dubai se vio forzado a pedir una moratoria internacional de pagos a causa de los problemas en algunas de sus empresas inmobiliarias. El costo de la reestructuración de estas empresas se estimaba en 9,500 millones de dólares.⁹ Otras economías que experimentaron problemas fueron las de Corea, Islandia, Letonia y Rusia.

La economía mexicana también experimentó problemas. En el año 2008, varias empresas mexicanas realizaron operaciones con derivados financieros que conllevaron a ataques especulativos contra la moneda. La pérdida de reservas asociada a dichas operaciones se estimó en 10,800 millones de dólares.¹⁰ Las mayores pérdidas, sin embargo, fueron económicas. En los cuatro trimestres del año 2009, la economía mexicana experimentó tasas de crecimiento anual negativas. De hecho, las caídas en

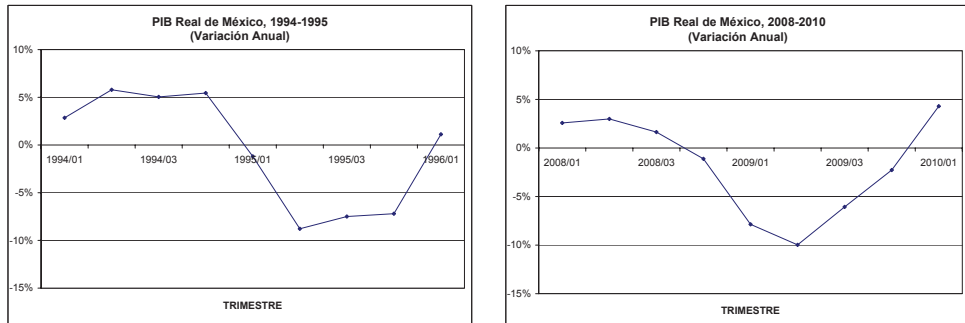
7. Se calcula que el fraude de Bernard Madoff, antiguo presidente del mercado NASDAQ, asciende a 50,000 millones de dólares. El fraude ejecutado por Stanford International Bank se estima en 9,000 millones.

8. Véase *El Economista*, notas económicas y financieras de mayo de 2010.

9. La moratoria de las empresas Dubai World y Nakheel conllevó pérdidas en las principales bolsas mundiales. Véase *The Economist* "Finding the ripcord" del 25 de marzo de 2010.

10. Véase *El Economista*, notas económicas y financieras de octubre de 2008.

el PIB en ese año fueron superiores a la ocurridas tras la crisis financiera de diciembre de 1994 (véase figura 1).



El análisis desarrollado sugiere que todavía queda un largo tramo por recorrer antes de que la crisis global tenga visos de solución. De hecho, al momento de escribir estas líneas, junio de 2010, hay problemas fiscales y programas de apoyo y ajuste macroeconómico en España, Hungría, Irlanda y Portugal. Particularmente, es nuestra hipótesis que dicha solución requiere entender las relaciones entre la globalización, los ciclos económicos y las crisis financieras. Por esta razón, en la siguiente sección analizamos estas relaciones con objetivo de plantear el contexto y las limitaciones de las propuestas de resolución a la misma.

3. Globalización, ciclos económicos y crisis económico-financiera

En la historia económica el estudio de las crisis financieras es uno de los temas más recurrentes y convencionales. Paradójicamente, desde una perspectiva formal, sabemos muy poco acerca de ellas, excepto que su origen se asocia a cambios en el ciclo económico y a factores especulativos.¹¹ El primer análisis formal es el de Diamond y Dybvig (1983). Sin embargo, aquí consideramos al modelo de Minsky como uno de los más útiles para entender la crisis global.¹² Ello porque en él se explican las crisis financieras en un contexto que guarda similitudes con aquel que antecedió a la crisis del 2007.

En el modelo de Minsky, las burbujas, pánicos y crisis financieros ocurren como consecuencia natural de los ciclos económicos. Particularmente, las crisis se desencadenan cuando se conjuntan caídas en la actividad económica, malas prácticas de administración y regulación del crédito bancario y requerimientos sistémicos de liquidez.

-
11. Véase a Allen y Gale (2007) para una revisión de las teorías y discusiones en torno a las crisis financieras.
 12. El modelo de Minsky es un modelo de corte keynesiano en donde las crisis ocurren cuando hay cambios en el ciclo económico y fragilidad en la estructura de las deudas. En el libro de Kindleberger (1989) se encuentra la más difundida exposición de dicho modelo.

En este contexto, las fallas en los mecanismos monetarios facilitan la ocurrencia de crisis financieras. Esto porque dichas fallas amplifican y diseminan los efectos negativos de los factores que pueden desencadenar las crisis (Kindleberger, 1989).

En el modelo de Minsky, las inflexiones en el ciclo económico influyen sobre las condiciones que pueden dar origen a las crisis financieras. Estas inflexiones son el resultado de las interacciones entre la oferta y demanda agregadas de cada economía. Bajo esta perspectiva, las economías son inherentemente inestables y la fragilidad financiera es una característica endógena asociada a las fases del ciclo económico. Esto significa que, salvo en el caso en que hubiera ciclos económicos sincronizados entre economías, las crisis globales serían sumamente excepcionales.

La globalización pudo haber contribuido a desencadenar la crisis global a través de sincronizar los ciclos económicos. Esto como resultado de la existencia de flujos comerciales y financieros entre las economías globalizadas. En virtud de que la crisis se manifestó inicialmente en las economías desarrolladas, resulta inmediato cuestionarse si los ciclos económicos de las mismas pudieran estar sincronizados. Si ese fuera el caso, la economía global sería inestable y la fragilidad financiera se presentaría simultáneamente en las economías desarrolladas.

Existen estudios que sustentan que la globalización y el comercio sincronizan los ciclos económicos entre grupos de economías (Calderón, Chong y Stein, 2007; Kose, Otrok y Prasad, 2010). En estos estudios, la sincronización entre las economías usualmente es condicionada. La misma disminuye en la medida que crecen las diferencias en las estructuras de producción de las economías en el grupo. En consecuencia, la globalización sólo contribuye a sincronizar los ciclos económicos cuando las economías están en la misma etapa de desarrollo.¹³ La sincronización no es homogénea. Es un proceso diferenciado.

La globalización y la existencia de sincronizaciones diferenciadas explican por qué la crisis financiera no se manifestó de manera simultánea en toda la economía global. Asimismo explica la incidencia de la misma en grupos de economías parecidas (primeramente en las desarrolladas; actualmente, en las europeas). Por esta razón, la crisis global quizá podría definirse como un conjunto de crisis locales en economías que tienen ciclos sincronizados. En este contexto, quizá, el riesgo que corre la economía global es el de ser afectada intermitentemente por crisis en grupos de economías.

Ciertamente, la globalización y sincronización de los ciclos económicos no explican del todo la magnitud y dimensiones de la crisis global de 2007-2010. Particularmente creemos que una explicación de estas últimas debe considerar que existen fallas monetarias de tipo internacional. Estas fallas se manifiestan por la ausencia de reguladores monetarios globales y por la presencia de problemas informacionales en los sistemas financieros. Asimismo se manifiestan en la diversidad de regímenes cam-

13. Esta conclusión es controversial. Existen estudios que sugieren que la globalización no tiende a sincronizar los ciclos económicos, ni siquiera de manera condicionada. Véase, entre otros a Eichengreen (1992).

biarios entre economías. Estas fallas son relevantes porque generan costos de transacción en la economía global.

La sincronización de ciclos económicos y las fallas monetarias internacionales se reflejaron en la producción de bienes y servicios de las economías desarrolladas. Particularmente en la economía estadounidense, la crisis global se reflejó en tasas anuales de crecimiento real del PIB de 0.4% y -2.4% en 2008 y 2009. En la Unión Europea la crisis tuvo efectos similares. En dicha economía, las tasas anuales de crecimiento fueron de 0.9% y -4.0% en esos mismos años.¹⁴ Estos indicadores son importantes porque ejemplifican algunos de los costos de mediano y largo plazo de la crisis global.

Históricamente, los costos de las crisis se reflejan en el crecimiento de las economías. Particularmente, en los países desarrollados las crisis suelen tener una duración y efectos de mediano y largo plazos *mucho más fuertes* que las crisis financieras originales. Esta afirmación se sustenta en la historia económica del siglo xx: en 1929, tras el colapso del mercado bursátil estadounidense inició la Gran Depresión que terminaría hasta la década siguiente. Más recientemente, en la experiencia de Japón de finales del siglo pasado se refrendó que una crisis puede nulificar el crecimiento económico por más de una década.¹⁵

Las consideraciones anteriores sugieren que la crisis económico-financiera dista de haber concluido. Si bien en EUA la crisis económica se manifestó hasta 2008, los signos de recuperación de dicha economía hacia 2010 son todavía débiles. En la Unión Europea se estima que la recuperación y el crecimiento económico tendrán que esperar hasta el año 2015. Más aún, la manifestación tardía de la crisis financiera en las economías en desarrollo sugiere que la crisis económica apenas *se está iniciando* en ellas. A manera de ilustración, la crisis en México apenas comenzó en 2009.

Finalizamos esta sección destacando que la salida de la crisis no se vislumbra en el futuro inmediato. De hecho, es posible que la sincronización diferenciada y las fallas internacionales generen crisis sucesivas en las economías desarrolladas y en desarrollo. En esta consideración se sustenta nuestra creencia de que la solución a la crisis global requerirá de decisiones coordinadas entre grupos de economías. Particularmente, creemos que los mecanismos monetarios estarán entre los más útiles para estabilizar la economía global. Ello en virtud de que las políticas fiscales rara y difícilmente se coordinan en la práctica.

4. La respuesta a la crisis global: acciones, propuestas y limitaciones

Históricamente, las crisis y pánicos financieros han tendido a colapsarse y, eventualmente, a resolverse cuando han ocurrido alguna de las siguientes situaciones: 1. Los precios de los activos descienden hasta el nivel en que los inversionistas se sienten

14. Los datos económicos fueron obtenidos del CIA World Factbook. Disponible en <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/xx.html>

15. Véase a Diamond y Dybvig (1983) y Krugman (2009), respectivamente, para una revisión de los efectos de las crisis financieras durante la Gran Depresión y en la crisis económico-financiera japonesa.

tentados a intercambiarlos por activos menos líquidos; 2. La actividad comercial desaparece debido a los precios descienden a un nivel límite, porque se suspenden los intercambios o porque las negociaciones se cortan; 3. Un “prestamista de última instancia” convence a los mercados de que habrá dinero suficiente para enfrentar la demanda de dinero (Kindleberger, 1989).

La solución basada en el “prestamista de última instancia” (PUI) es la más popular desde las perspectivas teórica y empírica.¹⁶ Incluso, los bancos centrales tradicionalmente se justifican con base en su capacidad para otorgar préstamos de última instancia y evitar, con ello, crisis bancarias (véase Freixas y Rochet, 2008). Por esta razón la propuesta de constitución de un PUI internacional o global ha sido discutida desde hace tiempo.¹⁷ Actualmente, la adopción de una solución de este tipo se plantea en términos de que la crisis global es “una forma moderna de una crisis bancaria tradicional” (Vives, 2008).

Un PUI global sería una institución que concedería préstamos inmediatos a intermediarios internacionales solventes, dispuestos a pagar tasas penalizadas. Actualmente no hay ninguna institución que cumpla la función de inyectar liquidez a la economía global en caso de necesidad. Si bien hay propuestas para que el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial se obliguen a desempeñar esta función, existen resistencias a hacerlo. Ello en virtud del costo que implicaría financiar una institución de este tipo y por la posibilidad de fomentar problemas de “riesgo moral” en la economía global.

Los problemas de riesgo moral se refieren a la inducción de conductas irresponsables en los intermediarios y las economías. Si se sabe que una economía o un intermediario recibirán liquidez como “premio” a su mal desempeño, los incentivos a tener prácticas de administración de riesgo o políticas macroeconómicas responsables desaparecen. Si existiera un PUI global, la posibilidad de privatizar las ganancias y de socializar las pérdidas podría inducir a la toma de riesgos innecesarios en la economía global. Así, más que contribuir a resolver la fragilidad global, un PUI podría contribuir a agravarla.

Teóricamente el riesgo moral podría reducirse si se introdujera *deliberadamente* incertidumbre en los apoyos internacionales. Esta incertidumbre podría evitar que los gobiernos e intermediarios asumieran riesgos y que se comportaran irresponsablemente. Para inducir dicho comportamiento, el PUI global debería *no siempre otorgar* liquidez ni apoyos en momentos de crisis. Asimismo debería mantener incertidumbre en torno a los tiempos, magnitudes y formas de otorgar recursos. El riesgo de afrontar altos costos por la potencial inacción del PUI debería ser usado para reducir el riesgo moral. Las acciones desarrolladas en los últimos tres años sugieren que ésa ha sido la línea de pensamiento predominante para combatir la crisis global. En agosto de 2007,

16. El “prestamista de última instancia” fue promovido, entre otros, por Bagehot (1873). Su justificación formal se halla en el trabajo de Diamond y Dybvig (1983).

17. Véase el trabajo de Fischer (1992), para una justificación detallada de la necesidad de un prestamista de última instancia internacional.

por primera vez en la historia, ocurrieron operaciones coordinadas entre los bancos centrales de Asia, Europa y Norteamérica. Esta coordinación permitió que se desempeñaran *de facto* como prestamistas de última instancia internacionales. En mayo de 2010, el acuerdo entre la Unión Europea y el Fondo Financiero Internacional, a fin de rescatar a Grecia, mostró cómo podrían crearse acuerdos supranacionales para estabilizar economías enteras.

En la práctica, la posibilidad de inducir problemas de riesgo moral muestra también que es necesario fortalecer la regulación internacional. En este sentido, las modificaciones al acuerdo de Basilea II, las propuestas de regulación estadounidense y las condiciones de apoyo a las economías afectadas por la crisis en Europa, confirman que se han tomado pasos en esta dirección. En consecuencia, es de esperarse que las regulaciones se vuelvan más estrictas a escala global. Esto inducirá innovaciones generalizadas en el mediano plazo, pues la innovación usualmente se induce vía la regulación financiera.

Sin embargo, justo es reconocer que un PUI internacional podría no constituirse por razones técnicas, políticas y económicas. La diversidad de prácticas de administración y regulación de riesgos en la economía global limita las posibilidades de constituirlo.¹⁸ Los compromisos requeridos en materia de soberanía e independencia también dificultan esta tarea.¹⁹ Más aún, dado que no existe sincronización entre los ciclos económicos, es posible que los acuerdos institucionales pudieran darse de manera diferenciada de acuerdo al nivel de desarrollo y capacidad de maniobra de las economías.

Actualmente hay varios programas en ejecución y en etapa de diseño para enfrentar la crisis en las economías desarrolladas. Entre éstos destacan los programas estadounidenses de estabilización de los mercados financieros y de estímulo fiscal que ascienden, respectivamente, a 700,000 y 787,000 millones de dólares.²⁰ Más importante aún, desde nuestra perspectiva, resulta el programa para constituir el fondo anticrisis europeo, el cual promete desempeñarse como PUI en Europa. Este último programa es una iniciativa conjunta entre la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional.

Estos programas muestran que hay algunos esfuerzos incipientes para combatir la crisis global y eventualmente prevenirlas en el futuro. Sin embargo, hay dudas al respecto de la efectividad de estos esfuerzos. Particularmente, Kindleberger (1989) señala que los dilemas prácticos a los que se enfrentan los prestamistas de última instancia usualmente no son técnicos, sino políticos. En el ámbito técnico, entre quienes

18. Bart, Caprio y Levine (2001) muestran que prácticamente no existen prácticas de regulación y administración de riesgos comunes en el mundo.

19. Kindleberger (1989) señala algunos hipotéticos dilemas de legislación internacional para un PUI. Estos se resumen en las siguientes cuestiones: “¿a quién salvará? ¿A los habituales del mercado? ¿A los habituales y a los advenedizos? ¿Sólo a los solventes que carecen de liquidez?”. Véase el capítulo IX para una discusión sobre dichas cuestiones.

20. CIA World Factbook “United States Economy 2010”, 1 de febrero de 2010. Disponible en: http://www.theodora.com/wfbcurent/united_states/united_states_economy.html.

han manifestado dudas al respecto de la efectividad de corto plazo de los programas anticrisis estadounidenses destaca Paul Krugman, Premio Nobel de Economía 2008.²¹

En estas consideraciones se refuerza nuestra hipótesis en torno a las escasas probabilidades de que haya una solución de corto plazo para la crisis financiera. Particularmente creemos que la falta de sincronización entre los ciclos de las economías desarrolladas y en desarrollo es una limitante para resolverla. La sucesión de crisis locales atribuibles a esta falta de sincronización podría retrasar la recuperación de la economía global. Por ello creemos que los arreglos supranacionales, las nuevas regulaciones financieras y el crecimiento de las economías desarrolladas podrán inducir la recuperación global sólo hasta después del 2015.

5. Comentarios finales

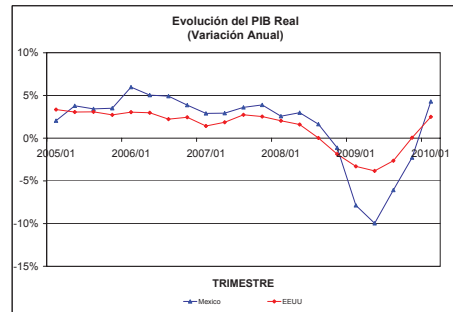
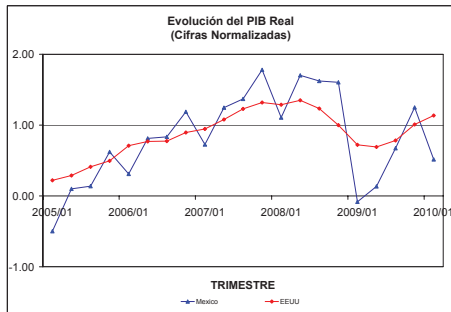
En este ensayo hemos analizado la crisis financiera global del periodo 2007-2010. Particularmente, hemos evaluado sus orígenes, características, y las respuestas dadas a la misma desde una perspectiva teórica e histórica. La hipótesis subyacente en el análisis es que la crisis puede entenderse con base en las relaciones entre el proceso de globalización y los ciclos económicos en las economías globalizadas. Así hemos concluido que es muy probable que la crisis global no tenga solución en el corto plazo debido, entre otras razones, a la falta de sincronización de los ciclos entre las economías desarrolladas y aquellas en desarrollo.

Estas conclusiones sugieren que la solución de la crisis global conllevará a cambios en las instituciones internacionales. No necesariamente a un nuevo “Bretton Woods”, pero sí a una arquitectura financiera internacional diferente a la de hoy. Particularmente creemos que habrán nuevos organismos supranacionales con funciones de supervisión, monitoreo y de regulación. Las recientes propuestas para imponer impuestos a las transacciones financieras (impuestos de Tobin, a las ganancias y al libre cambio de divisas) y para financiar acuerdos anticrisis son algunos pasos encaminados en dicha dirección.

Estos cambios se manifestarán primeramente en las economías desarrolladas. Es nuestra opinión que el papel de las economías en desarrollo será muy limitado en la resolución de la crisis y en los cambios subsecuentes. Particularmente, en lo que se refiere a la economía mexicana, la salida de la crisis será consecuencia de su estrecha vinculación con EUA (véase figura 2). Lo mismo aplica en lo que se refiere a los cambios en las prácticas financieras.²² En la práctica, el margen de maniobra de las autoridades económicas y financieras mexicanas es muy limitado y dependiente del acontecer internacional.

21. Véase *The New York Times*, “Note on the economy”, 10 de enero de 2010.

22. México usualmente “importa” las prácticas de administración y regulación de riesgos debido a que sus más importantes intermediarios son firmas subsidiarias de empresas estadounidenses y europeas. Véase a Ruiz-Porras, Quevedo-Vásquez y Núñez-Mora (2006) para un análisis de estas prácticas.



Finalizamos este ensayo subrayando la necesidad estudiar las relaciones entre la regulación financiera, la globalización y los ciclos económicos. Si bien ahora existen algunos trabajos en esta dirección, todavía estos son incipientes.²³ Particularmente creemos que es necesario estudiar algunos mecanismos alternativos que se han propuesto para resolver crisis financieras, en añadidura al del PUI.²⁴ Por esta razón, consideramos que este ensayo, mas que sugerir respuestas, ofrece elementos para justificar el desarrollo de investigación en un contexto económico y financiero, sin duda, todavía incierto.

Apéndice. Cronología de la crisis global: 2007-2010²⁵

Año 2007

Mes	Región	Evento
Febrero	China	El índice bursátil chino cae en un 10% por los temores sobre el mercado de vivienda en EUA
Julio	EUA	Bear Sterns anuncia que hay muy pocos recursos en sus fondos de cobertura debido a pérdidas asociadas a préstamos sub-prime
Agosto	Inglaterra	El Banco Central Europeo inyecta €95 mil millones de euros en el mercado bancario y posteriormente pone otros 108.7€ mil millones.
Agosto	EUA	La Reserva Federal de EUA inyecta 24 mil millones de dólares a la economía global. También intervienen el Banco de Cañada y el Banco de Japón
Agosto	Francia	BNP Paribas suspende tres de sus fondos de bonos, con valor de \$2.2 mil millones, con base en que no puede valorarlos debido a problemas en el mercado hipotecario de alto riesgo.

23. Véase Kalemli-Ozcan, Papaioannou y Peydró (2010) para un estudio de estas relaciones.

24. Véase a Bordo (1990) para una revisión de los mecanismos alternativos que han sido propuestos para solucionar las crisis financieras.

25. Esta cronología se elaboró con base en datos disponibles en: <http://www.nortonrose.com>.

<i>Mes</i>	<i>Región</i>	<i>Evento</i>
Agosto	Inglaterra	Barclays Bank toma £ 314 mil millones del Banco de Inglaterra y otros £ 1.3 mil millones pocos días después
Agosto	EUA	El Countrywide, el mayor prestamista de EUA, toma 11.5 mil millones de un grupo de 40 bancos.
Agosto	Inglaterra	Prestamistas hipotecarios empiezan a retirar hipotecas y a incrementar los costos de los préstamos.
Agosto	Inglaterra	Barclays Bank toma £314 millones del Banco de Inglaterra y £1.3 billones el 30 de Agosto.
Agosto	Alemania	Sachsen Landesbank de Alemania se vende a su más grande rival Landesbank Baden-Wurttemberg.
Septiembre	Inglaterra	El LIBOR sube a 6.7975%, el máximo nivel alcanzado desde diciembre de 1998. La tasa de referencia del Banco de Inglaterra es 5.75%.
Septiembre	Inglaterra	Northern Rock obtiene ayuda de emergencia del Banco de Inglaterra.
Septiembre	Inglaterra	Northern Rock sufre retiros de depósitos por mil millones de libras esterlinas. Los depositantes cesan sus retiros hasta que el gobierno les garantiza sus ahorros.
Septiembre	Inglaterra	El Banco de Inglaterra ofrece inyectar £ 10 mil millones de fondos de emergencia en los mercados de dinero a tasas penalizadas. Para ello acepta un conjunto amplio de activos como garantía. Los bancos rechazan la oferta.
Septiembre	Europa	El Banco Central Europeo asigna 50 millones a una tasa del 4.63%.
Octubre	Suiza	UBS anuncia pérdidas de \$3.4 mil millones de dólares, debido a sus malas inversiones en hipotecas de alto riesgo
Noviembre	Inglaterra	Las acciones del prestamista Paragon quedan suspendidas por posible colapso.
Noviembre	EUA	El prestamista Freddie Mac anuncia pérdidas trimestrales de 4.8 mil millones de dólares en deudas incobrables y amortizaciones.
Diciembre	Internacional	Los principales bancos centrales del mundo lanzan conjuntamente \$110 mil millones de dólares para estabilizar los mercados interbancarios.
Diciembre	EUA	La Reserva Federal subasta 20 mil millones en un intento por ayudar a los bancos comerciales.
Diciembre	Europa	El Banco de Inglaterra ofrece £10 mil millones a los bancos ingleses. El Banco Central Europeo ofrece € 350 mil millones en capital a los bancos europeos.

Año 2008

<i>Mes</i>	<i>Región</i>	<i>Evento</i>
Enero	EUA	Countrywide Financial es comprado por Bank of America por \$4 mil millones.
Enero	Mundial	Los mercados accionarios globales sufren su peor baja desde el 11 de septiembre de 2001.
Enero	EUA	La Reserva Federal de los EUA hace su mayor recorte de las tasas de interés en 25 años (tres cuartos de punto porcentual).
Febrero	Inglaterra	El gobierno británico anuncia que Northern Rock se nacionaliza por un periodo temporal.

<i>Mes</i>	<i>Región</i>	<i>Evento</i>
Marzo	China	HSBC aumenta la velocidad a la que liquida los préstamos sub-prime (\$51 millones al día).
Marzo	EUA	Carlyle Capital Corporation, un fondo de 22 millones dólares, se derrumba. La Reserva Federal ofrece 200 mil millones dólares para fondear a las instituciones financieras.
Marzo	EUA	JP Morgan Chase adquiere a Bear Stearns por \$240 millones. Esta operación está respaldada por 30 mil millones dólares de la Reserva Federal.
Abril	Inglaterra	Royal Bank of Scotland planea la mayor emisión de derechos en la historia corporativa británica - £ 12 mil millones. Al mismo tiempo se anuncia una rebaja de £ 5,900 millones de los activos
Mayo	EUA	La Reserva Federal y el Banco Central Europeo inyectan 82 mil millones dólares en el sistema bancario.
Junio	Inglaterra	Barclays Bank planea una colocación con descuento y una oferta pública de acciones para recaudar £ 4.5 mil millones.
Julio	Mundial	El petróleo alcanza un máximo histórico de 147 dólares el barril.
Julio	EUA	El prestamista hipotecario IndyMac se derrumba.
Agosto	Inglaterra	Royal Bank of Scotland reporta una pérdida antes de impuestos de £ 692 millones en el primer semestre de 2008.
Septiembre	Inglaterra	El Tesoro anuncia la exención de derechos del timbre, para impulsar el mercado de la vivienda de Inglaterra.
Septiembre	EUA	Fannie Mae y Freddie Mac son rescatados por el gobierno.
Septiembre	EUA	Bank of America adquiere Merrill Lynch por US \$ 50 mil millones.
Septiembre	EUA	El gobierno de EUA y la Reserva Federal rescatan a AIG en un acuerdo de US \$85 mil millones. La casa de bolsa de Lehman Brothers se vende a Barclays Bank por aproximadamente \$2 mil millones.
Septiembre	eua	La Autoridad de Servicios Financieros impone prohibiciones de venta al descubierto de 29 acciones (hasta el 16 de enero de 2009). La Comisión de Valores y Bolsa de EUA prohíbe venta al descubierto de 950 acciones hasta el 17 de octubre.
Septiembre	Países Bajos	Fortis es nacionalizado parcialmente. Para ello, las autoridades de los Países Bajos, Bélgica y Luxemburgo inyectan recursos.
Septiembre	EUA	La Cámara de Representantes de EUA rechaza la propuesta de 700 mil millones dólares para rescatar al sistema financiero. El Dow Jones cae 7%.
Septiembre	EUA	Citigroup compra al banco Wachovia.
Septiembre	España	Bradford & Bingley es nacionalizado. Sus operaciones de ahorro y las ramas se venden a Santander de España
Septiembre	Europa	El Banco Dexia, es rescatado de la quiebra. Los gobiernos belga, francés y luxemburgués contribuyen con € 6.4 mil millones.
Octubre	EUA	El Congreso de EUA aprueba 700 mil millones dólares de rescate. Entra en vigor la ley de Estabilización Económica de Emergencia. Según la Ley, la Oficina de Estabilidad Financiera administrará el Programa de Alivio de Activos en Problemas (TARP). TARP tiene acceso a 700 mil millones dólares para comprar o garantizar los activos en problemas.
Octubre	Alemania	El banco alemán Hypo Real Estate recibe fondos, de un paquete de rescate, por 50 mil millones dólares de parte de un consorcio de bancos alemanes.

<i>Mes</i>	<i>Región</i>	<i>Evento</i>
Octubre	Inglaterra	ING adquiere más de £ 3 mil millones de cuentas de ahorro de dos bancos islandeses - Kaupthing Edge (£ 2,5 mil millones) y el Banco hereditaria, que es propiedad de Landsbanki (£ 538 millones).
Octubre	Islandia	Lands Banki se declara en quiebra, y el gobierno toma el control.
Octubre	Inglaterra	El gobierno británico garantiza a todos los depósitos minoristas de Icesave.
Octubre	Europa	El Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Reserva Federal de EUA y los bancos centrales de Canadá, Suecia y Suiza hacen recortes de emergencia de las tasas de interés.
Octubre	Inglaterra	El gobierno británico inyecta £50 mil millones para el rescate del sistema bancario y £200 mil millones para liquidez.
Octubre	Rusia	El gobierno ruso pone a disposición de los bancos, 50 mil millones de dólares en préstamos. Asimismo pone 36 mil millones a subordinados
Octubre	EUA	El gobierno de EUA anuncia un plan de 250 mil millones dólares para comprar bancos.
Octubre	EUA	Después de reunirse en Washington, las naciones del G7 discuten un plan de cinco puntos de "acción decisiva" para descongelar los mercados de crédito.
Octubre	México	Empresas mexicanas realizan operaciones con derivados financieros que conllevan a ataques especulativos contra la moneda. La pérdida de reservas internacionales asociada a dichas operaciones se estima en 10,800 millones de dólares.
Octubre	Dinamarca	El parlamento danés aprueba Ley de Estabilidad Financiera para que el gobierno central danés garantice los depósitos existentes en 133 bancos del sistema, así como sucursales extranjeras.
Octubre	EUA	El Dow Jones registra su segunda caída porcentual mas fuerte del año al disminuir en 7.78%
Octubre	Inglaterra	El índice de la bolsa de Londres el FTSE 100 cae a su nivel más bajo desde en mas de cinco años.
Octubre	Alemania	La Ley de Estabilización de los mercados financieros se adopta en Alemania. Se crea un Fondo de Estabilización del mercado financiero de 500 mil millones.
Octubre	Corea del Sur	El gobierno de Corea del Sur anuncia un paquete de 130 mil millones dólares de rescate financiero. El gobierno ofrece una garantía estatal respecto de las deudas de los bancos extranjeros y se compromete a inyectar capital a las empresas financieras.
Octubre	Holanda	El gobierno holandés inyecta € 10 mil millones a ING. El gobierno neerlandés anuncia la creación de un fondo de € 20 mil millones para la protección financiera del sector
Octubre	Suecia	El gobierno de Suecia anuncia un plan de rescate bancario que incluye garantías de crédito a los bancos y a los prestamistas hipotecarios por 1,5 billones de coronas. Asimismo destina 15 mil millones de coronas para financiar un fondo de estabilización bancaria.
Octubre	Hungría	Hungría obtiene rescate de 25 mil millones dólares por el Fondo Monetario Internacional, la Unión Europea y el Banco Mundial.
Noviembre	Ucrania	El FMI autoriza un préstamo de 16.4 mil millones de dólares a Ucrania.

<i>Mes</i>	<i>Región</i>	<i>Evento</i>
Noviembre	Inglaterra	El banco de Inglaterra recorta las tasas de interés del Inglaterra de 4.5% al 3%.
Noviembre	EUA	Hay una reunión en Washington de los líderes del G-20 para discutir las posibles medidas para hacer frente a la crisis financiera.
Noviembre	Islandia	Islandia obtiene un préstamo de 2.1 mil millones de dólares del FMI
Noviembre	Pakistán	Pakistán obtiene un préstamo de 7.6 mil millones de dólares del Fondo Monetario Internacional
Noviembre	EUA	800 mil millones de dólares se le inyectan en la economía de EUA De ellos, 600 se utilizarán para comprar valores respaldados por hipotecas y 200 para estimular el mercado de crédito al consumo.
Noviembre	Europa	La Comisión Europea anuncia un plan de recuperación de € 200 mil millones con el objetivo de salvar millones de puestos de trabajo.
Diciembre	Inglaterra	El Banco de Inglaterra recorta las tasas de interés por un punto porcentual hasta el 2%, su nivel mas bajo en 57 años
Diciembre	Francia	Nicolas Sarkozy anuncia € 26 mil millones para un plan de estímulo en Francia.
Diciembre	EUA	Se aprueba la inyección de 14 mil millones de dólares para el rescate de la industria automotriz.
Diciembre	Europa	El euro cae a su mínimo record a € 1.12. Su mayor baja desde su creación en 1999
Diciembre	Inglaterra	La Oficina de Estadísticas muestra que la tasa de desempleo de Inglaterra alcanza 6%. El más alto nivel en más de una década.
Diciembre	Japón	El Banco de Japón redujo su tasa de referencia a 0.1% y anuncia que se podrá comprar papel comercial directamente con el fin de aliviar la crisis financiera.
Diciembre	Canadá	El gobierno federal de Canadá anuncia planes para ofrecer 3.64 mil millones dólares en el mercado de papel comercial.
Diciembre	Arabia	El gobierno de Dubai anuncia planes para aumentar su gasto público, para el año 2009, en un 20% a fin de estimular la economía y mantener el ritmo con sus objetivos de desarrollo de infraestructura.
Diciembre	Suiza	UBS vende 3.4 mil millones de acciones del Banco de China a través de inversionistas institucionales.

Año 2009

<i>Mes</i>	<i>Región</i>	<i>Evento</i>
Enero	EUA	Los precios inmobiliarios se han reducen 15,9% en comparación con enero de 2008.
Enero	Alemania	Commerzbank, el segundo banco más grande de Alemania se nacionaliza parcialmente.
Enero	Inglaterra	El Banco de Inglaterra recorta los tipos de interés hasta el 1,5%, el nivel más bajo de su historia de 315 años.
Enero	Inglaterra	La Oficina de Estadísticas Nacionales indica que la producción manufacturera cayó un 7,4% respecto al año anterior, la mayor caída desde junio de 1981.
Enero	EUA	Se anuncia que la tasa de desempleo en EUA sube a 7,2% en diciembre, la más alta en 16 años.

<i>Mes</i>	<i>Región</i>	<i>Evento</i>
Enero	China	RBS vende totalidad de su participación en el Banco de China por £ 1,6 mil millones.
Enero	Europa	El Banco Central Europeo recorta las tasas de interés al 2%.
Enero	España	Standard & Poor's rebaja la economía de España de AAA a AA + indicando que la crisis económica mundial ha acentuado la debilidad "estructural" de la economía de España.
Febrero	EUA	El Congreso de EUA anuncia un acuerdo sobre el paquete de estímulo. Ahora tendrá un valor de \$ 789 mil millones (£ 549 000 000 000).
Febrero	Inglaterra	The Royal Bank of Scotland anuncia su plan de reestructuración. RBS se dividirá en dos y venderá alrededor del 20% de sus negocios.
Febrero	Rusia	Rusia informa de una contracción de su PIB del 8,8%.
Febrero	EUA	Standard and Poor's rebaja la calificación de Letonia a BB +. Merrill Lynch revela pérdidas de 15,840 millones dólares en 2008.
Febrero	Inglaterra	El gobierno británico anuncia que se está preparando para convertir sus £ 4 mil millones de acciones preferentes de Lloyds Banking Group en capital sin derecho a voto. Esto a cambio de que el banco ofrezca créditos a la economía
Febrero	Inglaterra	El gobierno británico se compromete a inyectar hasta £ 25.5 mil millones de capital adicional para RBS después de que el banco reporta un record de pérdidas. El Tesoro suscribe £ 13 mil millones en acciones preferentes como parte del plan de protección de activos. RBS aporta £ 32 mil millones.
Marzo	EUA	En los EUA, se reporta que 650.000 puestos de trabajo se perdieron en febrero. El desempleo alcanza el 7,9%
Marzo	Inglaterra	Se anuncia que el Banco de Inglaterra inyectará £ 150 mil millones en la economía a través de un sistema de flexibilización cuantitativa.
Marzo	Japón	El Banco de Japón ofrece \$10,2 mil millones en préstamos subordinados para ayudar a los bancos japoneses y para evitar el agotamiento de los préstamos. La noticia llega después de que el Nikkei cae a su mínimo promedio en 26 años.
Abril	Inglaterra	Los reguladores ingleses y los inversionistas deciden que un rescate de Dunfermline Building Society no es viable. El Gobierno español y el Banco de España proporcionan € 9 mil millones para rescatar a Caja Castilla La Mancha.
Abril	eua	En la cumbre del G-20 se llega a un acuerdo para hacer frente a la crisis. Se proponen medidas con un valor de 1,1 billones de dólares. KPMG es demandado por liquidadores de New Century, un prestamista ex sub-prime. Es la primera reclamación en contra un auditor durante la crisis financiera.
Abril	Japón	Japón planea usar 100 mil millones dólares de estímulo fiscal para combatir la recesión.
Abril	Singapur	El banco central de Singapur devalúa la moneda cuando el gobierno advierte de la peor caída económica de la historia.
Mayo	Suiza	El Banco de Pagos Internacionales revela que los préstamos bancarios transfronterizos se redujeron en \$ 5 billones de dólares en 2008
Mayo	EUA	Chrysler se declara en quiebra.

<i>Mes</i>	<i>Región</i>	<i>Evento</i>
Mayo	EUA	El FMI aprueba préstamos por 17 mil millones dólares para Rumania con el fin de amortiguar los efectos de la crisis financiera mundial.
Mayo	Europa	El Banco Central Europeo anuncia que recortará los tipos de interés a un mínimo histórico de 1%.
Mayo	Inglaterra	El Banco de Inglaterra anuncia que inyectará £500 mil millones en la economía británica a través del programa de flexibilización cuantitativa existente.
Junio	Europa	Letonia se convierte en el primer país de la UE en hacer frente a una crisis de deuda soberana.
Junio	Mundial	La Organización para la Cooperación y el Desarrollo dice que la economía mundial está cerca de la parte inferior de la peor recesión en la historia de la posguerra.
Junio	EUA	Las nuevas reformas financieras propuestas en EUA requieren mayores reservas a los grandes bancos, frenar la excesiva toma de riesgos y crear un organismo especial para proteger a los consumidores. Asimismo regulan la concesión de hipotecas y tarjetas de crédito. La Reserva Federal, también tendrá la facultad de supervisar a las principales instituciones financieras.
Agosto	Inglaterra	HSBC reporta una caída anual de utilidades antes de impuestos del 51%. Lloyds Banking Group, Royal Bank of Scotland también reportan reducciones y pérdidas.
Agosto	EUA	El PIB cae 1% en Q2 2009. Los datos confirman que es la recesión de mayor duración en EUA.
Septiembre	Islandia	Tras el colapso del sistema bancario islandés, las cifras indican que el PIB se ha reducido 6,5%.
Septiembre	Mundial	En el Comité de Basilea se alcanza un acuerdo provisional sobre un conjunto de normas de regulación bancaria internacional. Las principales propuestas incluyen el aumento en el tamaño de las reservas de capital y directrices mucho más estrictas sobre la calidad de las reservas bancarias y límites a los préstamos.
Septiembre	Mundial	Los líderes del G20 apoyan las nuevas normas mundiales sobre las prácticas de remuneración elaboradas por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB).
Noviembre	Inglaterra	El Tesoro anuncia que £ 33.5 mil millones adicionales se inyectarán en el Royal Bank de Escocia para garantizar la sobrevivencia del banco,
Noviembre	Inglaterra	El Banco de Inglaterra anuncia que la cantidad total gastada en el marco del programa de flexibilización cuantitativa es de £ 200 mil millones.

Año 2010

<i>Mes</i>	<i>Región</i>	<i>Evento</i>
Enero	EUA	El presidente Barack Obama propone la reforma de mayor alcance en Wall Street desde la década de 1930. Los mercados de todo el mundo caen tras la noticia.
Febrero	Mundial	La crisis griega estalla. Hay temores de que la crisis se extienda a España y Portugal.

<i>Mes</i>	<i>Región</i>	<i>Evento</i>
Febrero	China	El gobierno chino vende 34.2 mil millones dólares en títulos del Tesoro de EUA convirtiendo a Japón en el mayor tenedor de deuda de EUA.
Febrero	Alemania	Alemania registra un déficit presupuestal de 3.3% del PIB en 2009
Febrero	Inglaterra	Lloyd's Banking Group registra pérdidas de £ 6.3 mil millones antes de impuestos para el año 2009.
Marzo	EUA	Se decide que los 23 bancos más grandes en los EUA serán supervisados por la Reserva Federal. Ya no serán supervisados por un regulador único.
Abril	Europa	Miembros de la eurozona acuerdan proporcionar € 30 mil millones en préstamos a Grecia. Los préstamos se complementarán con contribuciones del Fondo Monetario Internacional.
Abril	Europa	Standard & Poor's rebaja la calificación de crédito de España de AA+ a AA. También rebaja las calificaciones de Portugal y Grecia. La calificación griega es degradada a chatarra.
Mayo	Grecia	El Parlamento griego vota a favor de diversas reformas y recortes en un intento de reducir el déficit y estabilizar al país. Estas medidas son necesarias para que Grecia reciba el paquete de rescate 110 billones de euros acordados por el Fondo Monetario Internacional y la Unión Europea.
Mayo	Alemania	La cámara baja del parlamento alemán aprueba la contribución de Alemania de €750 mil millones para un fondo anticrisis en la zona del euro.

Referencias

- Allen, F. y D. Gale (2007). *Understanding Financial Crises*. Nueva York: Oxford University Press.
- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: el mercado monetario en Londres*. México DF: Fondo de Cultura Económica [Impresión de 1968].
- Barrell, R. y E. P. Davies (2008). "The evolution of the financial crisis of 2007-8". *National Institute Economic Review*, 206 (1), 5-14
- Barth, J. R., G. Caprio y R. Levine (2001) "The regulation y supervision of banks around the world: A new database". *Policy Research Paper 2588*. Washington: World Bank,
- Bordo, M. D. (1990). "The lender of last resort: Alternative views and historical experience". *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, 76(1), 18-29.
- Calderón, C., A. Chong y E. Stein (2007). "Trade intensity and business cycle synchronization: Are developing countries any different?". *Journal of International Economics*, 71(1), 2-21
- Diamond, D. W. y P. H. Dybvig (1983). "Bank runs, deposit insurance, and liquidity". *Journal of Political Economy*, vol. 91, 401-419.

- Eichengreen, B. (1992). "Should the Maastricht treaty be saved?" Princeton, Princeton University, *Princeton Studies in International Finance* 74
- Fatas, A. (1997). "EMU: Countries or regions? Lessons on the EMS experience". *European Economic Review*, 41(3-5), 743-751.
- Fischer, S. (1999). "On the need for an international lender of last resort". *Journal of Economic Perspectives*, 13(4), 85-104
- Kalemi-Ozcan, S., E. Papaioannou y J. L. Peydró (2010). "Financial regulation, financial globalization and the synchronization of economic activity". *National Bureau of Economic Research*, Washington: NBER Working Paper 14887.
- Kindleberger, C. P. (1989). *Manías, pánicos y cracks. Historia de las crisis financieras*. Barcelona: Ariel [Impresión de 1991].
- Kose, M. A., C. Otrok y E. Prasad (2010). "Global business cycles: Convergence or decoupling?". Virginia: University of Virginia-Department of Economics, Working Paper, abril.
- Krugman, P. (2009). *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*. Nueva York: W.W. Norton & Company.
- Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. Nueva York: McGraw Hill [Reimpresión de 2008].
- Reinhart, C. M. y K. S. Rogoff (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press.
- Ruiz-Porras, A., Vásquez-Quevedo, N. y J. A. Núñez-Mora (2006). "Efectos de la globalización financiera en la administración y regulación de riesgos bancarios en México". *Contaduría y Administración*, 219, 115-141
- Vives, X. (2008). "Bagehot, central banking y the financial crisis", en A. Felton y C. Reinhart (eds.) *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*, 99-101, Londres: CEPR y VoxEU.org.

Fecha de recepción: Mayo 21, 2010
Fecha de aceptación: Junio 29, 2010