

La crisis hipotecaria *subprime* y sus efectos sobre México

(Recibido: julio/012–aprobado: noviembre/013)

*Víctor M. Cuevas Ahumada**

Resumen

Este trabajo analiza las causas fundamentales de la crisis hipotecaria *subprime* de EUA, los efectos que ésta surtió en la economía nacional, y las acciones de política económica que el gobierno mexicano emprendió para hacerle frente. Asimismo, examina las principales lecciones de la crisis en materia no sólo de política fiscal y monetaria sino, también, de regulación y supervisión financiera. El origen de la crisis financiera estadounidense se explica a partir de la interacción de seis factores básicos: bajas tasas de interés, laxitud de criterios en materia crediticia, excesivo riesgo moral, marcadas asimetrías de información, inadecuada regulación y supervisión financiera, y escasa disciplina de mercado. En segundo lugar, se estudia cómo la crisis del sector financiero de EUA se hizo extensiva al sector real. En este caso, tres fueron los canales que operaron: 1) El crédito, 2) La confianza y las expectativas, y 3) Los precios de los activos, tanto reales como financieros. A través de estos tres canales la crisis financiera desembocó en sendas caídas del consumo, la inversión y el crecimiento de la economía norteamericana. En tercer lugar, se dilucida cómo a través del comercio y de los flujos de capital se propagó, de EUA hacia México, la contracción en los niveles de actividad económica y empleo. Finalmente, se evalúan las medidas de respuesta del gobierno mexicano frente a la crisis, así como las principales lecciones que ésta ha dejado no sólo para México sino para el mundo.

Palabras clave: México, Estados Unidos, crisis financiera, política económica.

Clasificación JEL: F15, F34, F42.

* Profesor-Investigador del Departamento de Economía de la UAM–Azcapotzalco, y miembro del Sistema Nacional de Investigadores (victorcuevasahumada@yahoo.com.mx).

Introducción

En este trabajo se analizan los orígenes de la crisis hipotecaria *subprime* de EUA y las repercusiones que ésta tuvo en la economía mexicana. Asimismo, se examinan algunas lecciones importantes de la crisis en materia de política económica, tanto para México como para el resto del mundo. Como habrá de explicarse, la crisis financiera estadounidense fue ocasionada por la interacción de seis factores básicos: bajas tasas de interés, laxitud de criterios en materia crediticia, excesivo riesgo moral, marcadas asimetrías de información, inadecuada regulación y supervisión financiera, y falta de disciplina de mercado. Por otra parte, los principales detonadores de la crisis fueron el repunte de las tasas de interés en EUA, los incumplimientos masivos de pago por parte de los deudores hipotecarios, la abrupta caída en el precio de los activos reales y financieros, la crisis de liquidez en el mercado interbancario, la contracción del crédito a las familias y a las empresas, y la pérdida de confianza de consumidores y productores. Esta combinación de eventos provocó, a su vez, la caída del consumo, la inversión y el crecimiento económico en la Unión Americana.

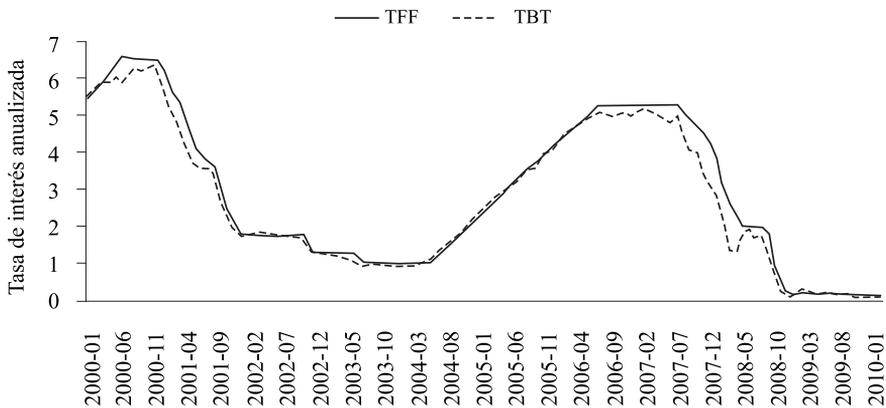
En otro orden de ideas, los niveles de actividad económica y empleo se transmiten de EUA hacia México a través no sólo de la cuenta corriente sino de la cuenta de capital de la balanza de pagos. Dicho de otro modo, la crisis de la economía norteamericana impactó a México por medio del intercambio de mercancías, servicios y activos financieros. Los canales de transmisión de la crisis hacia la economía mexicana fueron múltiples: descenso de las exportaciones manufactureras, disminución de las remesas, caída de la Inversión Extranjera Directa (IED), contracción de la demanda mundial de petróleo, restricciones crediticias, y menores entradas de inversión extranjera de cartera. En este contexto, el número y la magnitud de los choques externos negativos sobre la economía mexicana, así como algunas circunstancias desafortunadas en el ámbito interno, hicieron que las medidas de contención instrumentadas por el gobierno en turno tuvieran un éxito limitado.

Esta investigación se encuentra organizada en tres secciones. En la primera se abordan, a grandes rasgos, las causas fundamentales de la crisis financiera estadounidense. En la segunda se analizan los mecanismos de transmisión de esta crisis a la economía mexicana. En la tercera se examinan los principales efectos de los choques externos, las medidas de respuesta que tomó el gobierno mexicano, y algunas lecciones importantes de la crisis. Finalmente, se presentan las conclusiones.

1. Orígenes y evolución reciente de la crisis hipotecaria subprime

La crisis financiera estadounidense se originó en un entorno signado por tasas de interés históricamente bajas, exceso de liquidez y relajamiento de criterios para la concesión de créditos hipotecarios. En 1999, la administración Clinton promovió cambios en la legislación orientados a facilitar a las familias de bajos ingresos el acceso al financiamiento hipotecario para que, de este modo, pudieran adquirir una vivienda propia. La flexibilización del marco regulatorio en materia crediticia se conjugó con tasas de interés excesivamente bajas, sobre todo, en el periodo 2001-2005 (véase Gráfica 1).

Gráfica 1
Tasa de Fondos Federales (TFF) y Tasa de los Bonos del Tesoro (TBT) de EUA



Nota: La tasa de bonos del tesoro corresponde a emisiones de 90 días.

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Sistema de la Reserva Federal de EUA.

En la Gráfica 1 puede apreciarse el comportamiento de dos importantes tasas de referencia: 1) la tasa de interés de fondos federales, que es la que un banco comercial le cobra a otro por un crédito a corto plazo (o crédito interbancario); y 2) la tasa de los bonos del tesoro estadounidense a 90 días, que se establece mediante las subastas realizadas por el Departamento del Tesoro de EUA. Estas dos tasas sirven de pauta para fijar muchas otras tasas de interés en EUA. Los pronunciados altibajos de tasas de referencia obedecen a los virajes de la política monetaria a cargo del Sistema de la Reserva Federal de EUA (mejor conocido como el Fed) y

éstos, a su vez, reflejan la fase del ciclo económico por la que atraviesa la Unión Americana.¹ Como puede apreciarse, en el periodo comprendido entre noviembre de 2001 y mayo de 2005, ambas tasas de interés se ubicaron por debajo de la barrera imaginaria de 3%. El bajo costo del crédito era sintomático de abundancia de dinero y coincidió con una notable relajación de criterios para el otorgamiento de créditos hipotecarios. En este marco, los bancos comerciales, las sociedades de ahorro y préstamo, y las compañías de préstamos hipotecarios se abocaron a extender créditos sin las debidas garantías para maximizar ganancias y reciclar el exceso de liquidez. Una porción creciente de los créditos concedidos caían en la categoría conocida como *subprime*, toda vez que los beneficiarios eran individuos o familias que por su nivel de ingresos o historial crediticio no calificaban para obtener un crédito hipotecario convencional (o *prime*). Los créditos *subprime* resultaron atractivos para las instituciones financieras en aquella coyuntura de auge porque pagaban un rendimiento adicional o prima de riesgo, que servía para compensar la más elevada probabilidad de incumplimiento de pago.

1.1 La securitización de las hipotecas

La expansión crediticia se vio retroalimentada por un proceso de securitización (o bursatilización) recurrente de carteras hipotecarias, llevado a cabo por dos grandes empresas privadas con respaldo gubernamental y gran cantidad de instituciones del llamado sistema bancario a la sombra. Las empresas con patrocinio gubernamental fueron: 1) la Asociación Nacional Federal de Hipotecas (*Federal National Mortgage Association*), popularmente conocida como *Fannie Mae Corporation*; y 2) la Corporación Federal de Hipotecas para Viviendas (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*) de EUA, cuyo nombre coloquial es *Freddie Mac Corporation*.²

Las instituciones del sistema bancario opaco (o la sombra), por otra parte, están representadas por bancos de inversión, fondos de pensiones, instituciones especializadas de segundo grado (*conduits*), vehículos de inversión estructurada,

¹ En una fase de recesión o de desaceleración económica, el Fed muy probablemente reducirá las tasas de interés y expandirá la liquidez del sistema para, de este modo, reactivar la economía. En una fase de crecimiento acelerado, tan pronto como las presiones inflacionarias comienzan a resurgir, la reacción del Fed eventualmente será la de recortar tasas de interés y contraer la oferta de dinero para, de esta manera, asegurar la estabilidad de los precios.

² La misión básica de estas dos instituciones es asegurar la disponibilidad de financiamiento para la adquisición de viviendas mediante la compra y securitización de carteras hipotecarias. En virtud de la trascendencia de esta misión para la política social estadounidense, *Fannie Mae* y *Freddie Mac* pueden obtener préstamos del Departamento del Tesoro de los EUA a tasa preferencial y, por ende, los bonos hipotecarios que colocan en las bolsas de valores están hasta cierto punto respaldados por el gobierno norteamericano.

fondos de inversión, y fondos de cobertura, entre otras figuras legales. Estas instituciones conforman el sistema bancario a la sombra por dos razones estrechamente ligadas: 1) al no captar depósitos del público ahorrador están exentas de muchas de las regulaciones que aplican a las instituciones de depósito, lo cual les brinda un radio de acción más amplio; y 2) las instituciones del sistema bancario a la sombra son en muchos casos creadas, respaldadas, y utilizadas por los propios bancos comerciales para sacar de sus hojas de balance activos de alto riesgo, como las carteras hipotecarias *subprime*.

Como consecuencia de las modificaciones legislativas de 1999, Fannie Mae y Freddie Mac relajaron los requisitos para la adquisición de la cartera hipotecaria de los bancos e ingresaron de *facto* al mercado hipotecario *subprime*, en medio de fuertes presiones provenientes tanto de sus accionistas como del propio gobierno federal. Como ya se ha dicho, el Gobierno Federal buscaba que un mayor número de familias en zonas urbanas de bajos recursos se hiciera de una vivienda propia. Los accionistas, por su parte, buscaban simplemente participar en las jugosas ganancias que por aquel entonces estaba generando el negocio de las hipotecas riesgosas. Detrás de esta estrategia poco prudente había un problema de riesgo moral (*moral hazard*), puesto que los accionistas sabían que el patrocinio gubernamental se haría patente en un escenario de pérdidas.

A grandes rasgos, *Fannie Mae* y *Freddie Mac* participaban de la siguiente manera en la securitización de hipotecas: 1) los bancos comerciales y las instituciones hipotecarias en general extendían créditos *subprime*; 2) la cartera hipotecaria tóxica era posteriormente vendida a *Fannie Mae* o *Freddie Mac*; y 3) estas dos empresas, a su vez, se fondeaban mediante la emisión y colocación de instrumentos de deuda hipotecarios en las bolsas de valores. La garantía de estos títulos residía, por una parte, en cartera hipotecaria ahora en posesión de *Fannie Mae* y *Freddie Mac* y, por la otra, en el aval del gobierno estadounidense.

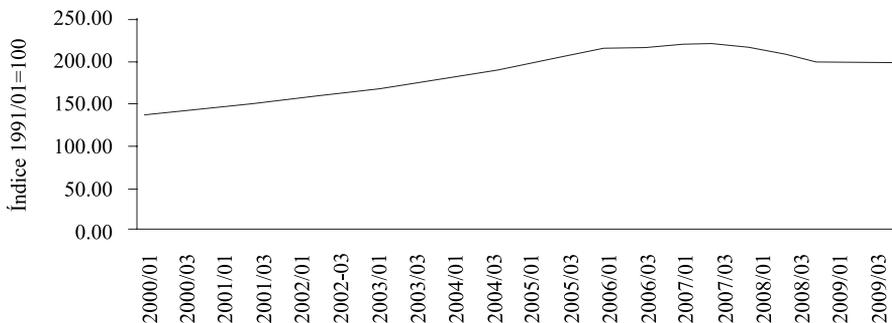
La securitización de hipotecas de alto riesgo también corrió a cargo de diversas instituciones del sistema bancario a la sombra. En este caso, el proceso de securitización de hipotecas involucraba los siguientes pasos: 1) los bancos comerciales concedían un conjunto de créditos hipotecarios de alto riesgo; 2) el banco comercial transfería la cartera de crédito resultante a un banco de inversión, a una institución especializada de segundo grado (*conduit*), a un vehículo de inversión estructurada, o a un fondo de inversión; 3) la institución receptora analizaba, ordenaba y clasificaba los créditos hipotecarios hasta integrar paquetes relativamente homogéneos; 4) la homogeneidad era una requisito para que alguna calificadora de valores emitiera un dictamen o calificación de riesgo crediticio que dependía de la probabilidad de incumplimiento de pago por parte de los deudores hipotecarios; 5) la calificación

de riesgo servía de parámetro para fijar la tasa de rendimiento esperado del bono hipotecario, en el entendido de que los bonos con menor calificación (es decir, los más riesgosos) tendrían que compensar al inversionista con una mayor expectativa de rendimiento; y 6) habiendo establecido la relación riesgo-rendimiento esperado, los instrumentos de deuda hipotecaria eran colocados en los mercados bursátiles, donde eran adquiridos por inversionistas domésticos y foráneos. De este modo, el riesgo asociado a los títulos hipotecarios *subprime* se transfería y diseminaba dentro y fuera de EUA.

1.2 El boom de la vivienda en EUA y su relación con el riesgo moral y las asimetrías de información

Por otra parte, la venta y securitización de carteras hipotecarias servían para que los bancos comerciales y otras instituciones de crédito hipotecario recuperaran los fondos y los prestaran de nueva cuenta. Bajo esta premisa, fue posible sostener el auge crediticio por espacio de varios años, elevando tanto la demanda como los precios de casas y departamentos (véase la Gráfica 2).

Gráfica 2
Evolución del precio de las casas en EUA



Nota: Datos provenientes de valuaciones que derivaron en compra.

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Federal Housing Finance Agency.

La Gráfica 2 es ilustrativa del *boom* de la vivienda en EUA, cuya principal contrapartida fue el auge en el sector de la construcción. Como puede constatar, el precio de las viviendas aumentó de manera consistente entre el primer trimestre

de 2001 y el segundo trimestre de 2007 y esto, a su vez, presionó a la alza el precio de los bonos hipotecarios en los mercados secundarios. El problema fundamental era que el *boom* de activos reales y financieros tenía como telón de fondo una situación de riesgo moral, opacidad, e inadecuada regulación y supervisión de las instituciones de depósito. El riesgo moral podría definirse como la posibilidad de que una institución financiera asuma riesgos excesivos en virtud de que cuenta con una red de protección, de que la legislación es permisiva e, incluso, de que algunas de sus acciones permanecen ocultas. En el caso de *Fannie Mae* y *Freddie Mac*, el respaldo gubernamental fue determinante para que se optara por adquirir y securitizar carteras hipotecarias riesgosas puesto que en un escenario positivo habría ganancias para estas empresas y sus accionistas, mientras que en un escenario negativo el Departamento del Tesoro norteamericano saldría al rescate.

La protección que reciben bancos comerciales y otras instituciones de depósito (como las sociedades de ahorro y préstamo) emana precisamente de la existencia de un prestamista de último recurso y de un sistema de seguro de depósito, cuya misión es evitar corridas bancarias y salvaguardar la integridad del sistema de pagos. La desventaja de esta protección es que, en combinación con un régimen crediticio laxo y una regulación y supervisión deficientes, induce a los bancos a realizar infinidad de prácticas imprudentes. La explicación es que cuando las prácticas riesgosas producen ganancias los beneficiarios directos son los directivos y accionistas de los bancos, mientras que cuando generan pérdidas existe la expectativa fundada de que el gobierno realice una operación de rescate con recursos públicos. Esto da lugar a un régimen de incentivos perversos, puesto que las recompensas por asumir riesgos desmesurados se centralizan mientras que los costos se transfieren —en mayor o menor medida— a los contribuyentes y a la sociedad en su conjunto.

Por otra parte, cuando los bancos evaden sistemáticamente el monitoreo de las autoridades y del público en general, entonces se dice que hay un problema de información asimétrica e incompleta; es decir, el banco posee mucha más información sobre las acciones que realiza (y sobre la situación financiera en que se encuentra) que las autoridades, los depositantes e incluso las calificadoras de valores.³ A las asimetrías de información se atribuye en buena medida el quebranto reiterado de normas y estándares prudenciales. Las asimetrías de información, a su vez, son consecuencia de dos cuestiones estrechamente relacionadas: la opacidad y

³ Este problema de información asimétrica también se presenta entre los directivos, que se responsabilizan de la administración cotidiana del banco, y los accionistas o dueños que normalmente se desentienden de los detalles.

la ineficacia de los órganos reguladores. La opacidad tiene que ver con la creación de instituciones a la sombra, las cuales son utilizadas por los bancos para limpiar sus hojas de balance. Esto representa un obstáculo para que las autoridades reguladoras, las calificadoras de valores y el público en general conozcan el grado de exposición al riesgo de las instituciones bancarias.

En esta misma línea, los bancos han sacado ventaja de la desregulación y liberalización financiera para crear nuevas figuras legales y armar complejas estructuras financieras, cuyos niveles de riesgo son muy difíciles de analizar y determinar. Frente a esta dinámica de cambios e innovaciones, el sistema de regulación y supervisión bancaria ha quedado relativamente desfasado, puesto que los bancos comerciales realizan una amplia gama de operaciones que escapan al radar del regulador. Esta deficiencia en el monitoreo, además de dar pauta a mayores asimetrías de información, explica la ineficacia de las autoridades reguladoras para anticipar, prevenir y contribuir a resolver crisis financieras. Finalmente, la disciplina de mercado es inoperante en virtud de que las calificadoras de valores no cuentan con técnicas adecuadas de medición de riesgo y los clientes de las instituciones financieras se sienten amparados por el sistema de seguro de depósito o carecen de conocimiento preciso y oportuno del manejo que se da a su dinero y de la situación por la que atraviesan las instituciones encargadas de administrarlo. Si la disciplina de mercado funcionara adecuadamente, las instituciones con estrategias poco ortodoxas perderían rápidamente clientela o tendrían que pagar una prima de riesgo para retenerla; es decir, serían penalizadas y obligadas por el mercado a enmendar el rumbo.

1.3 Los detonadores de la crisis hipotecaria subprime y la evolución reciente de la economía norteamericana

Como se desprende de la Gráfica 1, las tasas de interés de referencia eventualmente comenzaron a subir. En enero de 2006, tanto la tasa de interés de fondos federales como la tasa de los bonos del tesoro estadounidense (a 90 días) rompieron la línea imaginaria de 4%. La trayectoria seguida por las tasas de interés desestimuló la actividad económica y encareció el pago de intereses de los créditos hipotecarios, ocasionando que muchos prestatarios dejaran de pagar. En un principio, los incumplimientos de pago crecieron de manera gradual y acotada, puesto que los focos rojos se concentraron en un segmento específico: los deudores *subprime*. Esto provocó que los precios de los bonos hipotecarios *subprime* se desplomaran en los mercados secundarios. Posteriormente, los incumplimientos de pago

aumentaron en forma exponencial e involucraron a otras categorías de deudores (*subprime*, *cuasi-subprime*, *cuasi-prime* e incluso *prime*), lo que derivó en un derrumbe generalizado en los precios de los títulos hipotecarios. En este contexto, la respuesta de los bancos consistió en endurecer su postura frente a los deudores y en restringir el crédito.

Es importante precisar que el aumento progresivo de la cartera vencida de los bancos se debió a tres razones básicas: 1) el cobro de mayores intereses por los créditos hipotecarios dejó a muchos deudores sin posibilidad de seguir pagando; 2) la subida de tasas de interés y la restricción crediticia desincentivaron el consumo de bienes de uso durable, la inversión productiva y el crecimiento económico. El cierre de negocios y la pérdida de empleos, por añadidura, mermaron los ingresos de millones de familias y desataron una nueva ola de incumplimientos de pago; y 3) el inicio de la crisis y el cierre de las llaves del crédito hicieron declinar abruptamente la demanda de viviendas luego de varios años de expansión sostenida. El repliegue de la demanda fue lo que puso punto final al *boom* de la vivienda: en febrero de 2007 los precios de casas y departamentos alcanzaron su punto máximo y, a partir del siguiente mes, entraron en una prolongada fase descendente (esto se ilustra claramente en la Gráfica 2). La tendencia a la baja en el precio de los activos reales privó a un sinnúmero de deudores hipotecarios de la oportunidad de refinanciar sus créditos,⁴ lo cual llevó a más y más familias a incumplir con sus pagos.

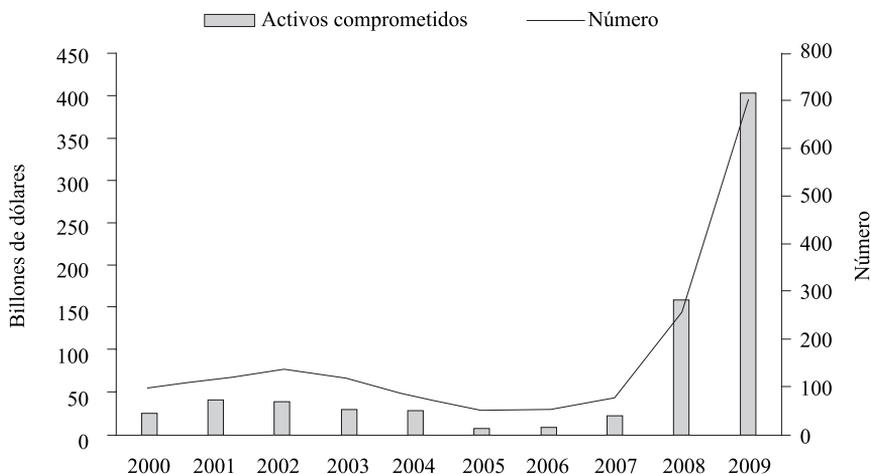
Frente al aumento desproporcionado de la cartera vencida, las instituciones financieras se vieron orilladas a proteger sus exiguas reservas de efectivo y a negarse préstamos entre sí, lo que dio lugar a un problema de iliquidez sin precedentes en el mercado interbancario. La Gráfica 3 ofrece una perspectiva sobre la magnitud que alcanzó la crisis de los bancos y sociedades de ahorro y préstamo durante 2008 y 2009.

El aumento de la cartera vencida, la caída en el precio de los bonos hipotecarios (que las instituciones financieras no sólo garantizaban sino que, frecuentemente, también poseían), y el colapso del mercado de préstamos inter-

⁴ Una porción de los deudores hipotecarios aceptaron un crédito *subprime* bajo la expectativa de mejorar sus ingresos e historial crediticio en un plazo perentorio y de acceder a un refinanciamiento menos oneroso. Dicho de otro modo, con el nuevo préstamo podría pagarse el anterior y aligerarse la carga para los deudores. La caída en el precio de las viviendas terminó de echar por tierra cualquier posibilidad de refinanciamiento para infinidad de familias, puesto que los activos reales que en última instancia garantizarían el segundo financiamiento estaban perdiendo valor de mercado aceleradamente. Para mayores detalles, véanse los trabajos de Calvo (2008) y Blackburn (2009).

bancarios, ocasionaron que el número de instituciones intervenidas aumentara exponencialmente: 76 en 2007, 252 en 2008, y 702 en 2009. Igualmente, los activos comprometidos crecieron de manera desmesurada: 22 billones de dólares (*bd*) en 2007, 159 *bd* en 2008, y 403 *bd* en 2009.

Gráfica 3
Bancos y sociedades de ahorro y préstamo intervenidas



Nota: Datos provenientes de valuaciones que derivaron en compra.

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Corporación Federal Seguros de Depósitos.

La existencia del sistema bancario a la sombra generó relaciones adversas de retroalimentación con el derrumbe en el precio de los bonos y la crisis de liquidez en el mercado interbancario, puesto que impedía saber qué tan expuestos estaban los bancos a instrumentos de deuda volátiles. Esta opacidad, por una parte, alimentó la desconfianza de los inversionistas y derivó en nuevas presiones a la baja en el precio de los bonos hipotecarios y, por otra parte, recrudesció la percepción de riesgo de contraparte y la reticencia de los bancos a prestarse entre sí.

En este contexto, muchos bancos tuvieron que ser intervenidos debido a sus pérdidas millonarias y a las crecientes dificultades para allegarse recursos en el mercado interbancario. Es oportuno mencionar que el Fed reaccionó con fuertes inyecciones de liquidez y con diversas operaciones de rescate (haciendo mancuerna

para esto con el Departamento del Tesoro), lo que ciertamente delimitó los alcances de la crisis financiera y sus repercusiones sobre la economía real.

1.4 El impacto de la crisis financiera en la economía real de EUA

La crisis financiera de EUA se extendió a la economía real mediante tres canales: 1) la contracción del crédito a las familias y empresas; 2) la pérdida de riqueza derivada del desplome en el precio de las viviendas, los bonos y las acciones; y 3) el deterioro de la confianza de consumidores y productores. Diversas investigaciones subrayan la importancia del sistema de crédito para la economía real. Primeramente, Lamont (1997) demuestra que la disponibilidad y el costo del financiamiento determinan las decisiones de inversión, producción y contratación de personal de las empresas. Paralelamente, Gertler y Gilchrist (1994) suministran evidencia de que un mayor costo del crédito tiene una incidencia negativa en los pequeños negocios. Por último, los trabajos de Almeida *et al.* (2009) y Campello *et al.* (2009) coinciden en señalar que las restricciones financieras en épocas de crisis desestimulan claramente la inversión y la creación de fuentes de trabajo.⁵

En segundo término, la crisis financiera estadounidense produjo una pérdida de riqueza sin precedente en la historia moderna por medio de una caída en los precios de las viviendas, las acciones y los bonos hipotecarios.⁶ Esto, en conjunción con el deterioro en la confianza de productores y consumidores, provocó sendas caídas en el consumo, la inversión y el crecimiento económico. La Gráfica 4 permite sustentar esta afirmación mediante datos trimestrales para cada una de las variables referidas en el periodo 2006-2009.

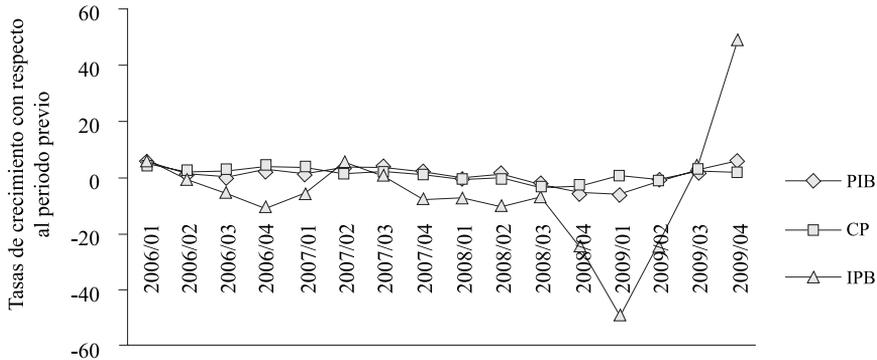
El inicio de la recesión estadounidense puede ubicarse en diciembre de 2007, de acuerdo con el *National Bureau of Economic Research*. En esta tesitura, como puede observarse en la gráfica que antecede 2008 y 2009 fueron años aciagos para la economía norteamericana. En el bienio 2008-2009 el consumo privado y la inversión privada bruta reportaron una caída acumulada de 2.9 y 69.2%, respectivamente. En consecuencia, el PIB real observó un retroceso acumulado de 6.3% en el periodo de referencia.⁷

⁵ Peek y Rosengren (2000) hacen una contribución interesante al identificar los efectos de la crisis bancaria en Japón sobre la economía real de EUA.

⁶ Consúltese, por ejemplo, el reporte intitulado "Record wealth loss in 2008", en *Daily analysis of global economic and financial conditions*, marzo 13 de 2009, disponible en (<http://www.newsneconomics.com/2009/03/record-wealth-loss-in-2008-savubg-rise.html>).

⁷ Consúltese el documento intitulado "Economic Report of the President (2010)", transmitido al Congreso de los EUA en febrero de 2010.

Gráfica 4
Producto Interno Bruto (PIB), Consumo Privado (CP) e Inversión Privada Bruta (IPB)



Nota: Todas las variables se miden en términos reales.

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Buró de Análisis Económico del Departamento de Comercio de EUA.

2. Canales de transmisión de la crisis financiera de EUA hacia México

A partir de la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) en 1994 y de los procesos de liberalización financiera que tuvieron lugar en la década de los noventa, la correlación entre los ciclos económicos e industriales de México y EUA ha venido aumentando.⁸ Esto obedece a que los niveles de actividad económica y empleo se transmiten de EUA hacia México mediante la cuenta corriente y la cuenta de capital de la balanza de pagos.⁹ La Gráfica 5 da cuenta de la correlación entre los ciclos industriales de México y EUA durante el periodo 2000-2009.

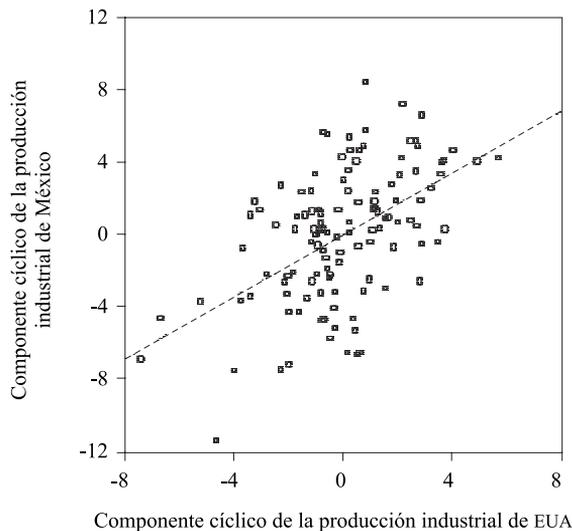
Para obtener la correlación entre los ciclos industriales de ambas naciones se realizaron los siguientes pasos: 1) se recurrió el filtro de Hodrick-Prescott para

⁸ El ciclo económico se define como las fluctuaciones del producto global (medido a través del PIB) alrededor de su tendencia de largo plazo. En este caso, se considera a los tres sectores de la economía: sector agropecuario, sector industrial y sector servicios. El ciclo industrial, por otra parte, podría definirse como fluctuaciones del PIB industrial alrededor de su tendencia de largo plazo.

⁹ Diversos trabajos empíricos demuestran la existencia de un ciclo económico internacional o, por lo menos, regional: Backus y Kehoe (1992), Canova y Dellas (1993), Canova y Marrinan (1998), Lumsdaine y Prasad (2003), y Kose *et al.* (2003).

descomponer la producción industrial de cada país en sus componentes cíclico y de tendencia. De este modo, el ciclo industrial se definiría como la desviación que registra la producción industrial respecto de su tendencia de largo plazo; y 2) se obtuvo la correlación entre el componente cíclico de la producción industrial de uno y otro país y se procedió a graficarla. De este modo, la Gráfica 5 incluye una recta de regresión para demostrar que existe una correlación positiva entre los ciclos industriales de México y EUA. Dicha correlación es de 0.85 y resulta estadísticamente significativa, incluso a un nivel de significancia de 1%.

Gráfica 5
Correlación de ciclos industriales entre México y Estados Unidos



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Buró de Análisis Económico del Departamento de Comercio de EUA.

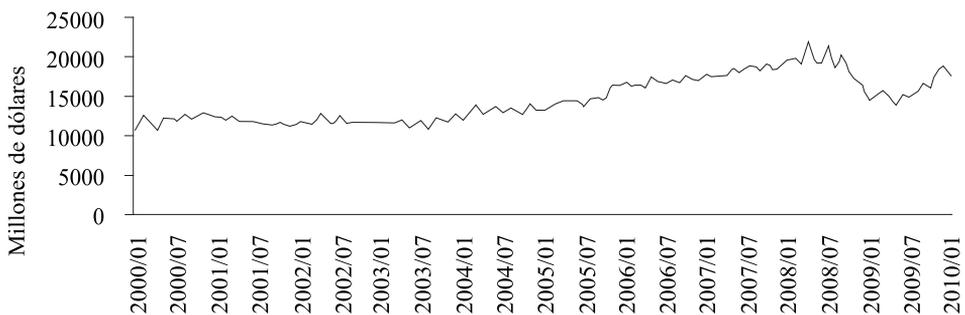
Se optó por medir la correlación de los ciclos industriales en virtud de que para el PIB industrial existen observaciones mensuales, mientras que para el PIB en su conjunto los datos son trimestrales en ambas naciones. La mayor periodicidad permite una estimación más eficiente de la correlación de ciclos en la última década. Al mismo tiempo, el PIB industrial incluye una amplia gama de actividades económicas agrupadas en cuatro sectores: 1) Minería; 2) Electricidad, Agua y Suministro de Gas por ductos al consumidor final; 3) Construcción; y 4) Industria Manufacturera.

Empleando el PIB industrial como variable *proxy* del producto global podría decirse que las expansiones y contracciones económicas se transmiten fuertemente de EUA hacia México. En este contexto, la primera crisis estadounidense del siglo XXI se transmitió hacia México mediante cinco canales: 1) la caída de las exportaciones manufactureras; 2) la disminución de las remesas; 3) el descenso de la Inversión Extranjera Directa (IED); 4) la contracción de la demanda de crudo; y 5) las restricciones crediticias y los menores flujos de capital. Enseguida se analizará el papel que jugó cada uno de estos factores en la propagación de la crisis hipotecaria *subprime* hacia la economía mexicana.

2.1 La caída de las exportaciones de manufacturas

Como es bien sabido, EUA es el principal socio comercial de México. De acuerdo a la balanza comercial “regional” del país correspondiente a 2008, el 80.15% de las exportaciones mexicanas de mercancías se colocó en el mercado estadounidense. Por lo que toca a las importaciones de mercancías que realiza México, resulta que 49.03% proviene precisamente de EUA.¹⁰ En este contexto, la recesión de la economía norteamericana se tradujo en un debilitamiento de la demanda externa de productos mexicanos, afectando en primer lugar a las industrias productoras de bienes comerciables internacionalmente (véase Gráfica 6).

Gráfica 6
Evolución de las exportaciones manufactureras



Nota: Datos ajustados estacionalmente.

Fuente: Elaboración propia con base en datos del INEGI.

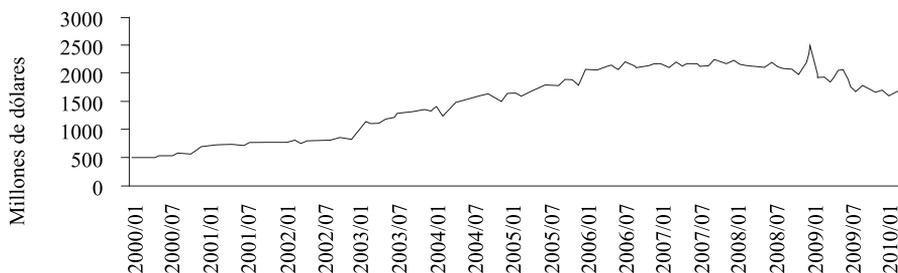
¹⁰ Fuente: estimación propia con base en datos de BANXICO (2008:168).

Es interesante mencionar que, en 2009, las exportaciones de manufacturas representaron 95.3% de las exportaciones no petroleras, lo cual significa que las exportaciones agropecuarias y extractivas constituyeron el restante 4.7%.¹¹ De este modo, procede centrar la atención en las exportaciones manufactureras por ser el principal componente tanto de las exportaciones no petroleras como de las exportaciones totales. En la Gráfica 6 se observa que las exportaciones manufactureras comenzaron a declinar hacia finales de 2008, aunque no fue sino hasta 2009 cuando resintieron plenamente los efectos negativos de la recesión internacional. En este marco, las exportaciones de manufacturas pasaron de 231,124.6 millones de dólares (md) en 2008 a 189,338.9 md al cierre de 2009, lo cual representó un retroceso de 18.07%.¹² Las menores ventas externas, a su vez, hicieron que tanto la producción como el empleo en el sector manufacturero descendiera ostensiblemente durante el periodo de referencia.

2.2 La disminución de remesas

A partir de 2008, los ingresos por remesas familiares inauguraron una tendencia a la baja como consecuencia de la menor oferta de empleo para los migrantes mexicanos en EUA. Esto obedeció no sólo a la recesión de la economía norteamericana sino, también, a una vigilancia fronteriza más estricta y a controles más eficaces en relación con la mano de obra indocumentada. La Gráfica 7 ofrece una perspectiva al respecto.

Gráfica 7
Ingresos por remesas familiares



Nota: Datos ajustados estacionalmente.

Fuente: Elaboración propia con base en datos de BANXICO.

¹¹ Fuente: estimación propia con base en datos proporcionados por el Grupo de Trabajo de Estadísticas de Comercio Exterior, integrado por el Banco de México, el INEGI, el Servicio de Administración Tributaria y la Secretaría de Economía.

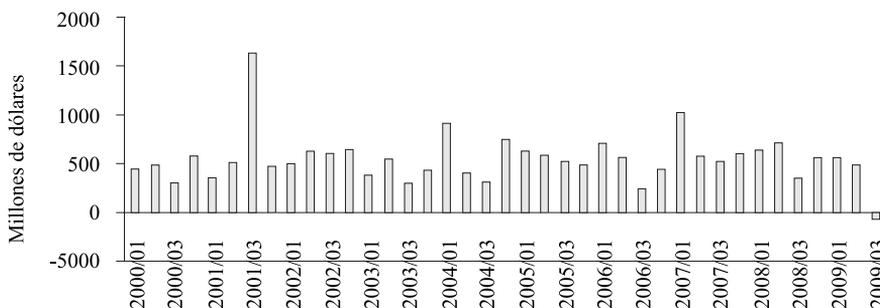
¹² Fuente: cálculos propios con base en datos provenientes del Grupo de Trabajo de Estadísticas de Comercio Exterior.

Como puede apreciarse, las remesas pierden dinamismo a partir de 2008. Dicho de otro modo, al cierre de 2008 las remesas familiares totales fueron de 25,137.37 md, lo cual representa un descenso de 3.57% con respecto al año previo. En 2009 la afluencia de recursos en este renglón bajó hasta 21,181.17 md, con lo que el deterioro con respecto a 2008 fue de 15.74%. Es importante tomar nota de que el comportamiento desfavorable de las remesas se tradujo no sólo en una menor captación de divisas sino en una paulatina disminución de los ingresos de gran número de familias mexicanas. De esta manera, el declive del consumo privado fue no sólo producto del agravamiento del desempleo, la astringencia crediticia y la menor confianza de los consumidores que la crisis trajo consigo, sino de la mengua en las remesas familiares.

2.3 El descenso de la IED

La IED entraña múltiples beneficios para la economía nacional en virtud de que genera empleos, exportaciones e ingresos fiscales. Adicionalmente, la IED se traduce en captación de divisas, transferencia de tecnologías de vanguardia, y mayor competitividad internacional. De acuerdo con el *Informe Anual del Banco de México* correspondiente a 2008, el 45.7% de la IED proviene de EUA. De allí que la desaceleración económica en esa nación, combinada con el progresivo deterioro del clima de los negocios y de la confianza de los productores, trajera consigo una caída ostensible de la IED hacia nuestro país. La Gráfica 8 refleja el comportamiento de la IED trimestral en el periodo 2000–2009.

Gráfica 8
Inversión Extranjera Directa



Nota: Datos trimestrales.

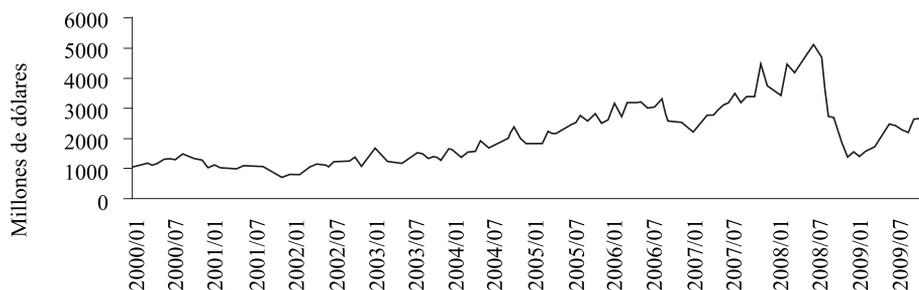
Fuente: Elaboración propia con base en datos de BANXICO.

Como puede verse, la llegada de IED a México reportó una tendencia declinante en el periodo 2007-2009. En 2008, el flujo de IED fue de 22,516.37 md, cifra que se compara desfavorablemente con los 27,094.82 md de 2007. Asimismo, en los primeros tres trimestres de 2009 la afluencia de IED fue de sólo 9749.98 md, mientras que en el mismo periodo del año anterior (es decir, de enero a septiembre de 2008) fue de 16,911.16 md. En el tercer trimestre de 2009, el monto de IED fue incluso negativo (-637.32 md), lo cual representa una salida neta de recursos como consecuencia de que las utilidades remitidas excedieron a la suma de las nuevas inversiones, las utilidades reinvertidas y las cuentas entre compañías. Evidentemente, la menor captación de IED incidió adversamente sobre los niveles de producción y empleo, el volumen de exportaciones, y la paridad peso-dólar.

2.4 La contracción de la demanda de crudo

Como es bien sabido, la demanda internacional de petróleo se encuentra estrechamente vinculada con el nivel de actividad económica en las naciones importadoras. Debido a la recesión en las economías industrializadas y al consecuente declive en la demanda mundial de hidrocarburos, el valor de las exportaciones mexicanas de petróleo comenzó a disminuir en julio de 2008 (véase Gráfica 9).

Gráfica 9
Valor de las exportaciones petroleras

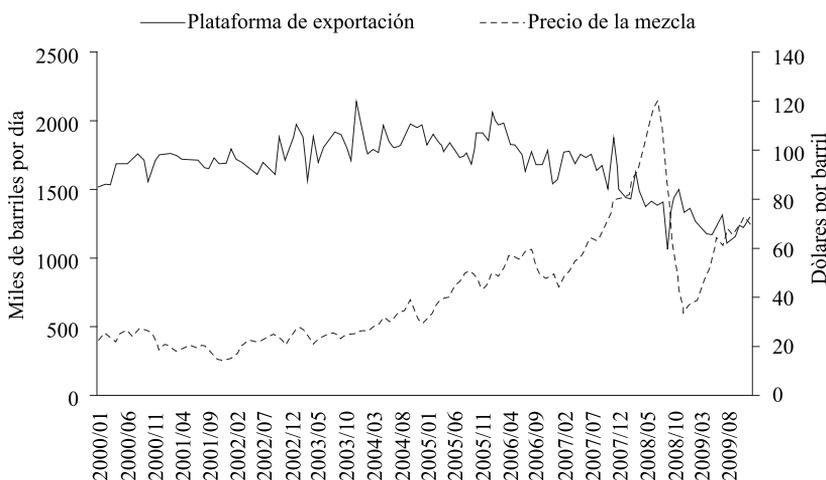


Fuente: Elaboración propia con base en datos de los indicadores petroleros de PEMEX.

Como puede apreciarse, entre julio de 2008 y febrero de 2009 el valor de las exportaciones petroleras sufrió un notorio retroceso. A partir de marzo de 2009 se observa un repunte de dicha variable, aunque sin alcanzar los niveles previos a

la crisis.¹³ Evidentemente, el valor de las exportaciones petroleras depende tanto del precio de la mezcla mexicana de petróleo crudo como de la plataforma de exportación. De este modo, la reducción en el valor de las ventas petroleras al exterior fue consecuencia no sólo de la caída en los precios del crudo¹⁴ en los mercados mundiales sino de la contracción de la plataforma de exportación. La Gráfica 10 es ilustrativa de lo anterior.

Gráfica 10
Plataforma de exportación y precio promedio de la mezcla de petróleo crudo



Nota: En la escala de la derecha se mide la plataforma exportación mientras que en la escala de la izquierda se mide el precio promedio de la mezcla.

Fuente: Elaboración propia con base en datos de los indicadores petroleros de PEMEX.

¹³ En el periodo marzo-diciembre de 2007, el valor de las exportaciones de crudo fue de 37,595.76 md. Esta cifra es muy superior a la registrada en el mismo periodo de 2009, que fue de sólo 27,295.14 md.

¹⁴ Es importante mencionar que, en abril de 2001, se constituyó el Fideicomiso Fondo de Estabilización de Ingresos Petroleros y poco después comenzaron a contratarse las llamadas coberturas petroleras. El objetivo de las coberturas petroleras consiste en amortiguar los efectos de eventuales caídas en los precios del petróleo sobre las finanzas públicas. De este modo, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) sería resarcida en caso de que el precio del barril de petróleo crudo de referencia (que en este caso era el *West Texas Intermediate*) cayera por debajo del precio asegurado. Sin embargo, las coberturas petroleras contratadas entre 2001 y 2008 entrañaron un costo monumental por concepto de pago de primas de riesgo a corredurías internacionales, en tanto que el precio (en flujo) del barril de petróleo se mantuvo sistemáticamente por arriba del precio asegurado. De este modo, solamente en 2009 se obtuvieron ganancias por concepto de coberturas al desplomarse el precio del petróleo por debajo del precio asegurado. Para mayores detalles, pueden consultarse los Informes (trimestrales) sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública de la SHCP.

Vale precisar, que durante 2008 el precio “promedio” de la mezcla mexicana de petróleo crudo de exportación fue de 84.41 dólares por barril, en tanto que el volumen de crudo exportado fue de 1.403 millones de barriles diarios. Para 2009 el precio promedio de la mezcla mexicana de crudo exportado bajó hasta 57.56 dólares por barril, mientras que la plataforma de exportación se redujo a 1.225 millones de barriles diarios.¹⁵ En cuanto a la caída en los precios internacionales del crudo, ésta respondió sobre todo a la pérdida de dinamismo de las economías importadoras y a la consecuente contracción de la demanda mundial. La tendencia declinante en la plataforma de exportación, que como puede apreciarse inicia en enero de 2006,¹⁶ es sobre todo consecuencia del agotamiento gradual en la producción del principal yacimiento petrolífero del país (el mega yacimiento Cantarell) y de la relativamente lenta incorporación de yacimientos sustitutos.

En conclusión, el menoscabo de los ingresos petroleros generó efectos adversos tanto para las finanzas públicas como para balanza comercial del país. Sin embargo, es importante precisar que estos estragos se vieron aminorados durante 2009 debido a la contratación de coberturas petroleras que, como se explicó líneas arriba, actúan como un seguro frente a eventuales desplomes en el precio del barril de petróleo por debajo de un cierto nivel.

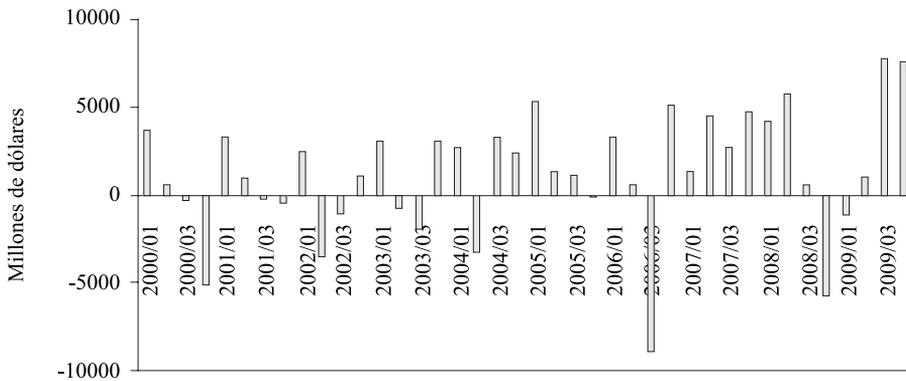
2.5 Las restricciones crediticias y los menores flujos de capital

Como resultado de la crisis financiera mundial y del aumento en la percepción de riesgo global ocasionado por ésta, entre septiembre de 2008 y marzo de 2009 se produjo una salida neta de inversión extranjera de cartera por 6,904.33 md. Como es bien sabido, los flujos de capital en periodos de turbulencia financiera tienden a buscar refugios seguros. Este fenómeno se conoce como fuga hacia la calidad (o *flight to quality*), dado que los inversionistas sustituyen inversiones consideradas riesgosas por inversiones más seguras, sacrificando el rendimiento esperado en aras de disminuir el riesgo (véase Gráfica 11).

¹⁵ Fuente: cálculos propios con base en datos de los Indicadores Petroleros de PEMEX.

¹⁶ En el periodo 2006-2009, la tasa de crecimiento “promedio anual” de la plataforma de exportación de petróleo crudo fue negativa: -11.82. Esto da como resultado una contracción acumulada de 35.46% en el periodo de referencia (Fuente: cálculos propios con base en datos de los Indicadores Petroleros de PEMEX).

Gráfica 11
Inversión Extranjera de Cartera trimestral



Fuente: Elaboración propia con base en datos de BANXICO.

En la Gráfica 11 es factible apreciar la salida de Inversión Extranjera de Cartera (IEC) que, como consecuencia del fenómeno referido, tuvo lugar durante el cuarto trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009. En esos dos trimestres, para ser exactos, salieron del país 6,904.33 md por ese concepto. Este fenómeno obedeció a la fuga hacia la calidad en combinación con un proceso de desapalancamiento de las instituciones financieras privadas a escala global. El desapalancamiento era obligado en virtud de que la crisis de liquidez interbancaria orilló a muchas instituciones financieras a liquidar sus posiciones en los mercados emergentes.

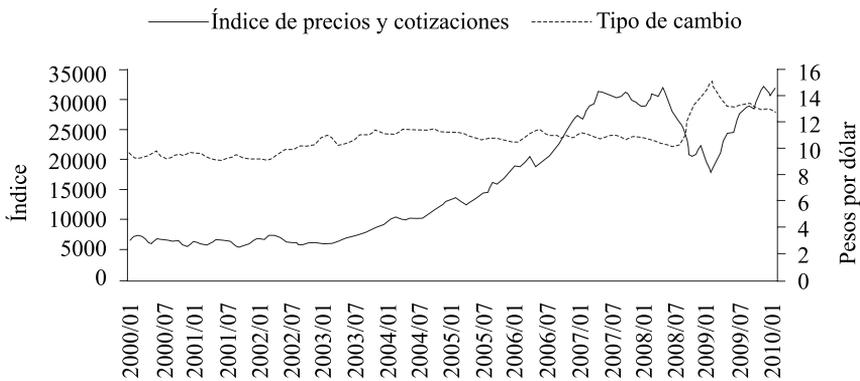
A la salida de IEC habría que añadir el desempeño desfavorable que tuvieron dos importantes renglones de la cuenta de capital de la balanza de pagos durante 2008 y los primeros seis meses de 2009: el monto valores emitidos en el exterior, por un lado, y la captación de préstamos y depósitos, por el otro.

3. Principales efectos de los choques externos, medidas gubernamentales de respuesta y lecciones de la crisis

Como se ha visto, la crisis financiera mundial y la recesión estadounidense originaron choques externos negativos para México en la forma de menores exportaciones

y contracción de las entradas de capital. Esto, a su vez, redundó en depreciación del tipo de cambio, desplome del precio de las acciones, y pérdida de confianza de consumidores y productores. La Gráfica 12 describe el comportamiento del Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de la Bolsa Mexicana de Valores y del tipo de cambio interbancario.

Gráfica 12
Índice de precios y cotizaciones y tipo de cambio



Nota: Se emplea IPC al cierre de mes y el TC interbancario.

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Bolsa Mexicana de Valores y de BANXICO.

Como es bien sabido, las salidas masivas de IEC deprecian el tipo de cambio, por la vía de una menor oferta de moneda extranjera, y reducen el IPC, por la vía de una menor demanda de acciones. Una entrada masiva de IED, por supuesto, surtiría el efecto contrario. Como se muestra en la Gráfica 12, en mayo de 2008 el IPC rompió la barrera psicológica de las 31,000 unidades mientras que el tipo de cambio interbancario se mantenía fuerte en 10.33 pesos por dólar. Entre mayo de 2008 y febrero de 2009 puede verse que el IPC se derrumba de 31,975.47 a 17,752 unidades, en tanto que el tipo de cambio se deprecia de 10.33 a 15.10 pesos por dólar; es decir, el crac bursátil coincidió con la macro-depreciación de la moneda doméstica. Esto fue consecuencia de la “fuga hacia la calidad” desatada por la crisis hipotecaria *subprime*.

La macro-depreciación del peso acrecentó el costo en moneda nacional de los insumos importados, lo cual no sólo desalentó la actividad productiva sino que atizó la inflación. Las mayores presiones inflacionarias provinieron tanto del ajuste cambiario como de la subida en el precio mundial de los alimentos del primer semestre de 2008.¹⁷ De allí que la tasa de inflación aumentara de 3.76% en 2007 a 6.53% en 2008. En 2009, sin embargo, la inflación cerró en 3.57% debido al debilitamiento de la demanda interna que la propia crisis trajo consigo.

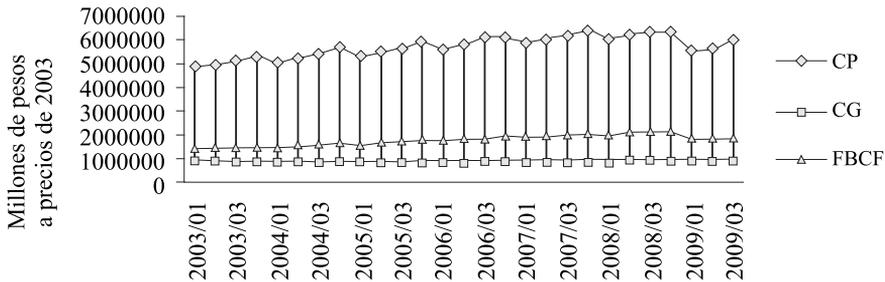
3.1 Repercusiones en la esfera de la economía real

En un marco de expectativas deterioradas por la crisis financiera mundial, el desplome bursátil y el descalabro del peso, los consumidores restringieron las compras de bienes y servicios, los productores difirieron las inversiones en proyectos productivos, y las instituciones bancarias limitaron el financiamiento. De esta manera, se generó un círculo perverso de caída en las ventas, acumulación de inventarios, recortes en la producción, posposición de inversiones, recrudecimiento del desempleo, merma de la masa salarial, y nuevas bajas en las ventas. Esta concatenación desfavorable de eventos se vio potenciada por las pérdidas en el mercado accionario y la depreciación del peso, puesto que lo primero impactó negativamente la riqueza social mientras que lo segundo encareció los insumos y bienes capital importados.¹⁸ En este tenor, la Gráfica 13 muestra la evolución del consumo privado, el consumo público y la formación bruta de capital fijo, mientras que la Gráfica 14 reporta la tasa de crecimiento del PIB.

¹⁷ Los precios de los alimentos subieron debido a la mayor demanda mundial en naciones como China e India, a la actividad especulativa con los granos básicos, al repunte de los precios del petróleo y sus derivados por ser éstos importantes insumos para la agroindustria, y a la mayor demanda de granos asociada con la producción de agrocombustibles.

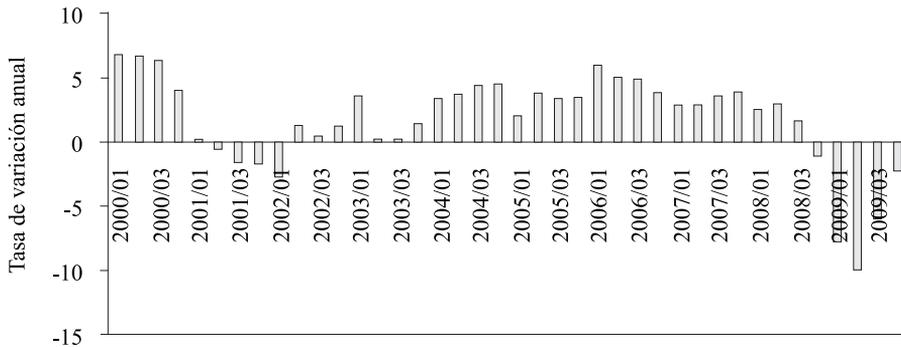
¹⁸ Vale añadir que diversas investigaciones empíricas establecen que los índices de precios de las acciones constituyen un indicador anticipado de la actividad económica, tanto en países desarrollados como en países en vías de desarrollo. Para mayores detalles, pueden consultarse los trabajos de Rangvid (2001), Hassapis y Kalyvitis (2002), y Mauro (2003).

Gráfica 13
Consumo Privado, Consumo Gubernamental
y Formación Bruta de Capital Fijo



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Sistema de Cuentas Nacionales del INEGI.

Gráfica 14
Producto Interno Bruto trimestral



Nota: Año base 2003.

Fuente: Elaboración propia con base en datos del INEGI.

Al analizar la Gráfica 13 es posible percatarse de la caída del Consumo Privado (CP) y de la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF), toda vez que entre el primer trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2009 ambas variables reportaron una tasa negativa de crecimiento. El Consumo Gubernamental (CG) también disminuyó en el periodo referido, aunque de manera muy marginal (0.19% o 19 puntos base).

Estos eventos, aunados al menoscabo de las exportaciones totales, provocaron una severa contracción de la demanda agregada. De manera similar, la oferta agregada resintió un choque negativo con el encarecimiento de insumos importados que la depreciación cambiaria trajo consigo. El corolario de todo esto, como se ilustra en la Gráfica 14, fue que el PIB comenzó a perder dinamismo en 2007 para, finalmente, sufrir una pronunciada caída en 2009. En correspondencia con la menor actividad económica, la tasa de desempleo abierto se fue acrecentado aceleradamente: 3.72% en 2007, 3.97% en 2008, y 5.47% en 2009.

3.2 Medidas contra la crisis y lecciones de política económica

A partir de septiembre de 2008 comenzaron a resentirse los efectos de la crisis financiera internacional.¹⁹ A raíz de las salidas masivas de capital, la depreciación (y la volatilidad) del tipo de cambio, y la menor disponibilidad de financiamiento interno y externo, el Banco de México y la SHCP instrumentaron diversas medidas durante 2008 y 2009. En el ámbito de la política cambiaria, a partir de septiembre de 2008 se recurrió a la desacumulación de reservas internacionales mediante subastas diarias y extraordinarias de dólares, con el fin de apuntalar al peso y disminuir la volatilidad del tipo de cambio.²⁰ Asimismo, para suministrar liquidez en dólares a los intermediarios financieros que operaban en México, el Banco de México y el Fed acordaron un mecanismo temporal de intercambio de divisas hasta por 30 mil millones de dólares.

En materia de política monetaria y financiera, el Banco de México frenó los incrementos a las tasas de interés a partir de septiembre de 2008²¹ para suavizar los efectos de la recesión estadounidense sobre la economía mexicana. En segundo lugar, dado que la crisis se tradujo en enormes dificultades para que los bancos comerciales pudieran fondearse en el mercado de dinero, se amplió y reforzó de manera transitoria el papel del banco central como prestamista de último recurso. Paralelamente, para paliar la crisis de liquidez en los mercados bursátiles, la SHCP y el Banco de México recompraron masivamente bonos gubernamentales de largo plazo y aumentaron las emisiones de bonos a corto plazo.

¹⁹ Véase la sección III.5.2 del *Informe Anual del Banco de México* correspondiente a 2008.

²⁰ En el 2009 se suspendieron las subastas extraordinarias, pero continuaron las subastas diarias. Para mayores detalles, véanse los *Criterios Generales de Política Económica* (2010: 73).

²¹ En los tres meses previos, el Banco de México había estado incrementando el objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día a razón de 25 puntos base por mes. Esto fue con el objeto de evitar que se desbordaran las expectativas cambiarias de mediano plazo como consecuencia del aumento en los precios de algunos alimentos básicos y materias primas.

En esta misma línea, las instituciones de banca de desarrollo canalizaron mayores créditos a las pequeñas y medianas empresas, la edificación de vivienda, la generación de infraestructura y el desarrollo rural. Además de aumentar los flujos crediticios de manera directa, se puso en operación un programa de garantías gubernamentales para que las empresas pudieran renovar sus emisiones de papel comercial y aceptaciones bancarias en la Bolsa Mexicana de Valores.

La orientación de la política fiscal también fue contracíclica, puesto que la SHCP utilizó las herramientas del gasto y el ingreso público para contrarrestar los efectos negativos de la recesión internacional en la economía nacional. En este contexto, tanto en 2008 como en 2009 se utilizaron los ingresos no recurrentes para expandir tanto el gasto programable, como la inversión pública. En este marco se echó a andar el Programa Nacional de Infraestructura (cuyo objetivo central es mejorar la cobertura, calidad y competitividad de carreteras, puertos, ferrocarriles, aeropuertos, telecomunicaciones, electricidad, etcétera, del país),²² se instrumentó un programa de adquisiciones del Gobierno Federal en beneficio de las pequeñas y medianas empresas, se promovió un ejercicio más eficiente, escrupuloso y transparente del gasto del gobierno.

Por el lado de los ingresos públicos, se tomaron diversas medidas de apoyo a la economía familiar y a las empresas. En lo referente a las familias, se redujeron aranceles y se aumentaron las cuotas de importación de productos básicos, para inducir una mayor oferta y una baja en los precios. También se redujo el precio del gas LP en 10%, se congeló temporalmente el precio de la gasolina, y se extendió de dos a seis meses la cobertura de seguro social para los trabajadores que perdieran su empleo. Por último, para apoyar la economía de las familias pobres se canalizaron subsidios a la cadena maíz-tortilla, se realizaron transferencias de dinero en efectivo mediante el programa Oportunidades, y se mantuvieron los precios subsidiados de DICONSA.²³ En lo que a las empresas respecta, las medidas de estímulo por el lado de los ingresos del gobierno consistieron en descuentos de 3% en los pagos provisionales de Impuesto sobre la Renta (ISR) y de Impuesto Especial a Tasa Única (IETU) entre febrero y junio de 2008. Adicionalmente, de febrero a diciembre de ese año se concedió un descuento de 5% en las aportaciones patronales al Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS).

²² Para mayor información, consúltese el Programa Nacional de Infraestructura del Gobierno Federal, disponible en (<http://www.infraestructura.gob.mx>).

²³ Mayores detalles al respecto se pueden encontrar en el documento intitulado “Programa Nacional Alimentario: Perspectivas del Poder Legislativo”, presentado al Congreso de la Unión por la diputada Susana Monreal Ávila en junio de 2008. Este Documento se encuentra disponible en (<http://www.cefp.gob.mx/foro/alimentos/foroalimentos6.pdf>).

En otro orden de ideas, la crisis financiera de EUA deja importantes lecciones para México. Como ya se ha señalado, varios factores interactuaron en la gestación y el desarrollo de la crisis: la permisiva legislación crediticia, el deficiente sistema de regulación y supervisión financiera, la opacidad y las prácticas imprudentes de los intermediarios financieros, las distorsionadas calificaciones de riesgo de las compañías calificadoras de valores, y el exagerado optimismo de deudores y acreedores en los tiempos del *boom* hipotecario. En esencia, podría decirse que la crisis de las hipotecas en EUA fue consecuencia de un elevado riesgo moral, marcadas asimetrías de información, y grave inoperancia de la disciplina de mercado. Éstos son, en mayor o menor medida, rasgos comunes de las crisis financieras o bancarias acaecidas en diferentes naciones en los últimos años. En este contexto, el gobierno mexicano debe perseverar en el fortalecimiento del sistema de monitoreo y regulación prudencial de los bancos y del resto de los intermediarios financieros, para evitar que éstos incurran en prácticas de alto riesgo que pongan en entredicho la estabilidad del sistema de ahorro, crédito y pagos de la economía mexicana.

Asimismo, la crisis ha puesto de relieve una vez más la importancia de que México diversifique su comercio internacional, no sólo en productos sino también en mercados. Esto es, el severo impacto de la crisis estadounidense puede imputarse en buena medida a que México realiza más del 80% de su intercambio comercial con EUA. Por otra parte, es recomendable que el Banco de México mantenga un tipo de cambio flexible y altos niveles de reservas internacionales, pues esto permite no sólo absorber choques externos sino enfrentar eventuales ataques especulativos contra el peso. En esta misma línea, el gobierno de México debe ampliar los radios de acción de la política fiscal por medio de la elevación de los ingresos tributarios no petroleros y de la acumulación de ingresos no recurrentes para enfrentar situaciones de emergencia económica, pues es evidente que éstas seguirán suscitándose en el futuro previsible. Finalmente, una política fiscal contra-cíclica alcanza mayor eficacia si se combina con un esfuerzo real de racionalización del gasto público para, de este modo, canalizar los recursos hacia las áreas de mayor impacto económico y social.²⁴

Conclusiones

Como se ha visto, seis factores concurrieron en la gestación de la crisis financiera de EUA: tasas de interés bajas, criterios laxos para extender créditos, acentuadas asimetrías de información, inadecuado sistema regulatorio y supervisor, e inoperan-

²⁴ El trabajo de Rojas-Suarez (2010) se aboca, precisamente, a analizar las lecciones de la crisis financiera internacional para las economías de América Latina.

cia de la disciplina de mercado. En calidad de detonantes de la crisis actuaron los incrementos sostenidos de tasas de interés, los incumplimientos masivos de pago de las hipotecas, el desplome en el precio tanto de activos reales como financieros, y la sequía de créditos para las familias, las empresas y las propias instituciones financieras. Estos factores, en combinación con el deterioro en la confianza de consumidores y productores, originaron el derrumbe del consumo, la inversión, el crecimiento económico, y el empleo en la Unión Americana.

La crisis financiera estadounidense se transmitió a México a través de distintos canales: declinación de las exportaciones manufactureras, caída de las remesas, menor afluencia de IED y de cartera, mayores restricciones para acceder al crédito externo, y contracción de la demanda mundial de petróleo. Estos choques externos negativos confluyeron con problemas estructurales en el ámbito doméstico (como la baja en la producción petrolera y debilidad de las finanzas públicas) para restringir los radios de acción de la política económica y la eficacia de las medidas contra-cíclicas.

Al igual que EUA, México debe emprender reformas en materia de regulación y supervisión prudencial para impedir que los bancos incurran en una situación de riesgo moral. Esto es, para evitar que los bancos incurran en riesgos demasiado elevados aprovechando que: 1) existe una red de protección financiera, la cual implica una posibilidad de rescate en un escenario de pérdidas; y 2) algunas de sus acciones no son del todo monitoreables. De este modo, tales reformas deben (entre otras cosas) acotar el margen de maniobra de los bancos para crear figuras legales que escapen, total o parcialmente, al monitoreo de las instancias reguladoras, dado que estas figuras generan asimetrías de información y ponen en entredicho la estabilidad del sistema financiero. También es importante reforzar la disciplina de mercado mediante: 1) la difusión oportuna de más y mejor información sobre las operaciones de las instituciones financieras en general; y 2) el perfeccionamiento de las técnicas de medición de riesgos, pues actualmente existe un desfase en este renglón debido a la rapidez de las innovaciones financieras y a la complejidad de los nuevos productos y esquemas financieras.

En el terreno de la política comercial, la crisis financiera de EUA enfatiza la necesidad de diversificar no sólo productos sino, también, destinos de exportación. De esta manera, disminuirá la vulnerabilidad de México frente a los vaivenes de la actividad económica norteamericana. En el ámbito de la política cambiaria, se revalida la pertinencia de combinar un régimen de flotación regulada con elevadas reservas internacionales, a pesar del costo de oportunidad que lo segundo implica. Esto en virtud de que, a diferencia del pasado, el banco central no se vio obligado a macro-devaluar después de una quema monumental de reservas internacionales.

Contrariamente, el tipo de cambio se ajustó para amortiguar los efectos de los choques exógenos sobre la economía nacional, mientras que las reservas internacionales bajaron para evitar una mayor depreciación o volatilidad de la moneda como consecuencia de la fuerte demanda especulativa de dólares. Finalmente, la crisis puso de manifiesto nuevamente la necesidad fortalecer los ingresos tributarios no petroleros mediante una reforma fiscal integral. Esto, en conjunción con un esfuerzo real de racionalización del gasto público, dotará al gobierno mexicano de la capacidad para llevar adelante una política fiscal contra-cíclica sin sacrificar la sustentabilidad de las finanzas públicas.

Referencias bibliográficas

- Almeida, H.; M. Campello; B. Laranjeira y S. Weisbenner (2009). “Corporate debt maturity and the real effects of the 2007 credit crisis”, *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, No. 14990. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, mayo.
- Backus, D. y K. Kehoe (1992). “International evidence on the historical properties of business cycles”, *American Economic Review*, Vol. 82, pp. 864-88.
- BANXICO (2008). *Informe Anual del Banco de México*.
- Calvo, A. (2008). “La crisis de las hipotecas subprime y el riesgo de *credit crunch*”, *Revista de Economía Mundial*, núm. 18, pp. 195-204.
- Campello, M., J. Graham, y C. R. Harvey (2009). “The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis”, *NBER Working Paper*, No. 15552, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, diciembre.
- Canova, F. y H. Dellas (1993). “Trade interdependence and the international business cycle”, *Journal of International Economic*, No. 34, pp. 23-47.
- Canova, F. y J. Marrinan (1998). “Sources and propagation of international output cycles: common shocks or transmission?”, *Journal of International Economics*, No. 46, pp. 133-166.
- Criterios Generales de Política Económica (2010).
- Economic Report of the President* (2010). Documento transmitido al Congreso de los Estados Unidos en febrero de 2010.
- Hassapis, C. y S. Kalyvitis (2002). “Investigating the links between growth and real stock price changes with empirical evidence from the G-7 countries”, *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 42, No. 3, pp. 543-575.
- Gertler, M. y S. Gilchrist (1994). “Monetary policy, business cycles, and the behavior of small manufacturing firms”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, No. 2, pp. 309-340.

- Kose, M.; C. Otrok y C. Whiteman (2003). “International business cycles: world, region and country-specific factors”, *American Economic Review*, Vol. 93, No. 4, pp. 1216-1239.
- Lamont, A. (1997). “Cash flow and investment: evidence from internal capital markets”, *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1, pp. 83–109.
- Lumsdaine, R. y E. Prasad (2003). “Identifying the common component of international economic fluctuations: a new approach”, *The Economic Journal*, Vol. 113, No. 484, pp. 101-127.
- Mauro, P. (2003). “Stock returns and output growth in emerging and advanced economies”, *Journal of Development Economics*, Vol. 71, No. 1, pp. 129-153.
- Peek, J. y E. Rosengren (2000). “Collateral Damage: Effects of the Japanese Bank Crisis on Real Activity in the United States”, *American Economic Review*, No. 90, No. 1, pp. 30–45.
- Rangvid, J. (2001). “Predicting returns and changes in real activity: Evidence from emerging economies”, *Emerging Markets Review*, Vol. 2, No. 4, pp. 309-339.
- Rojas-Suarez, L. (2010). “The international financial crisis: eight lessons for and from Latina America”, *Documento de Trabajo No. 202*, Center for Global Development (enero).
- SHCP. *Informes (trimestrales) sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública*, México: SHCP.

Recursos electrónicos

- Blackburn, R. (2009). “La crisis de las hipotecas *subprime*”, (<http://www.scribd.com/doc/14248495/Blackburn-Robin-La-crisis-de-las-hipotecas-subprime>), Consultado el 15 de marzo de 2010.
- Fondo Nacional de Infraestructura (Agosto de 2008), Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C. (<http://www.banobras.gob.mx/Documents/FONADI-NAgosto2008.pdf>).
- Programa Nacional Alimentario: Perspectivas del Poder Legislativo, presentado al Congreso de la Unión por la diputada Susana Monreal Ávila en junio de 2008. (<http://www.cefp.gob.mx/foro/alimentos/foroalimentos6.pdf>).
- Programa Nacional de Infraestructura del Gobierno Federal, disponible en (<http://www.infraestructura.gob.mx>).