

RECESIONES DE MÉXICO EN LOS ALBORES DEL SIGLO XXI

Pablo Mejía Reyes, Miguel A. Díaz y Reyna Vergara¹

Fecha de recepción: 14 de junio de 2016. Fecha de aceptación: 09 de septiembre de 2016.

RESUMEN

En el presente documento se utiliza un enfoque episódico para contrastar las causas, los mecanismos de transmisión y las respuestas de política de las recesiones presentadas durante los años 2001-2003 y 2008-2009 en México, y explicar así, sus diferentes características. Ambas recesiones se derivaron de burbujas especulativas de sectores específicos de Estados Unidos y generaron episodios análogos en la economía mexicana como consecuencia de su alto grado de integración. No obstante, la primera fue más larga por los choques exógenos (ataques terroristas e ingreso de China a la Organización Mundial de Comercio (OMC)) que agudizaron la caída de la manufactura, y la segunda más profunda debido a los efectos del colapso del crédito. Esta evidencia muestra los límites de la política económica nacional y la alta vulnerabilidad de la economía mexicana a los choques externos.

Palabras clave: recesión económica, ciclos económicos, políticas de ajuste, indicadores económicos, Estados Unidos.

Clasificación JEL: E32, E63, F02, F44.

RECESSIONS IN MEXICO AT THE DAWN OF THE TWENTY-FIRST CENTURY

Abstract

This paper uses an episodic approach to contrast the causes, transmission mechanisms, and policy responses involved in Mexico's two recent major recessions in 2001-2003 and 2008-2009 and explain their different characteristics. Both recessions were derived from speculative bubbles in specific sectors in the United States and engendered analogous episodes in the Mexican economy as a result of a high degree of integration. Even so, the former was longer due to exogenous shocks (terrorist attacks and China's accession to the World Trade Organization (WTO)), which exacerbated plummeting manufactures, but the latter more profound due to the effects of the credit collapse. This evidence attests to the limitations of domestic economic policy and the Mexican economy's acute vulnerability to external shocks.

Key Words: Economic recession, economic cycles, adjustment policies, economic indicators, United States.

¹ Universidad Autónoma del Estado de México. Correos electrónicos: pmejar@yahoo.co.uk, madiazc@uaemex.mx y reyna_vg@yahoo.com, respectivamente.

RÉCESSIONS DU MEXIQUE À L'AUBE DU XXIE SIÈCLE

Résumé

Dans le présent document on utilise une approche épisodique pour opposer les causes, les mécanismes de transmission et les réponses de politique pendant les récessions des années 2001-2003 et 2008-2009 au Mexique et ainsi expliquer leurs différentes caractéristiques. Ces deux récessions ont été dérivées de bulles spéculatives dans certains secteurs des États-Unis et ont généré des épisodes analogues dans l'économie mexicaine en raison de son degré élevé d'intégration. Toutefois, la première a été plus longue à cause de chocs exogènes (attaques terroristes et l'adhésion de la Chine à l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC)) qui ont aggravé la chute du secteur manufacturière, et la deuxième plus profond due aux effets de l'effondrement du crédit. Cette évidence montre les limites de la politique économique nationale et le haut degré de vulnérabilité de l'économie mexicaine face aux chocs externes.

Mots clés: récession économique, cycles économiques, politiques d'ajustement, indicateurs économiques, États-Unis.

RECESSÕES DO MÉXICO NOS ALBORES DO SÉCULO XXI

Resumo

No presente trabalho se utiliza um enfoque episódico para contrastar as causas, os mecanismos de transmissão e as respostas de política das recessões apresentadas durante os anos 2001-2003 e 2008-2009 no México e explicar, assim, suas diferentes características. Ambas as recessões se derivaram de bolhas especulativas de setores específicos de Estados Unidos e geraram episódios análogos na economia mexicana como consequência de seu alto grau de integração. Não obstante, a primeira foi mais longa pelos choques exógenos (ataques terroristas e entrada da China à Organização Mundial de Comércio (OMC)) que acentuaram a queda da manufatura, e a segunda mais profunda devido aos efeitos do colapso do crédito. Esta evidência mostra os limites da política econômica nacional e a alta vulnerabilidade da economia mexicana aos choques externos.

Palavras-chave: recessão econômica, ciclos econômicos, políticas de ajuste, indicadores econômicos, Estados Unidos.

墨西哥在21世纪初的衰退

巴勃罗·梅西亚 米格尔·A·迪亚斯 雷伊娜·贝尔加拉

摘要

本文使用辅助视角的方法对比2001-2003年和2008-2009年墨西哥两次衰退的原因、过渡方法和应对政策并解释其不同特点。两次衰退均衍生自美国某些产业的投机泡沫。由于美墨两国高度一体化，美国的产业变化在墨西哥经济中产生了类似事件。然而，第一次衰退因为外部冲突（恐怖袭击和中国加入世贸组织）的影响而更加漫长。这两种外部因素加剧了制造业的消退。而墨西哥第二次衰退更加深刻则是由于信贷瘫痪。这向我们证明了国家层面经济政策的限制以及墨西哥经济面对外部冲突时的高度脆弱性。

关键词：经济衰退 经济周期 调整政策 经济指数 美国

INTRODUCCIÓN

Desde los años setenta, la economía mexicana comenzó a presentar diferentes desequilibrios macroeconómicos que eventualmente llevaron a recesiones de diferente intensidad a partir de los años ochenta. Para estabilizar la economía y retomar el crecimiento, las autoridades instrumentaron diversos programas de ajuste y reformas estructurales basados en gran medida en los lineamientos del llamado Consenso de Washington.² Después de años de esfuerzos significativos, parecía que a partir de la segunda mitad de los años noventa se alcanzaban los objetivos perseguidos; por entonces, los fundamentos macroeconómicos (*fundamentals*) eran sólidos: la tasa de crecimiento del producto interno bruto (PIB) era alta, el déficit fiscal se ubicaba en mínimos históricos, la inflación bajaba persistentemente, el déficit de cuenta corriente se financiaba con el flujo constante de inversión extranjera y el tipo de cambio flexible absorbía eficientemente los choques cotidianos que enfrentaba la economía nacional (Moreno y Ros, 2009; Kose *et al.*, 2004; Tornell *et al.*, 2003). Al parecer, las crisis y recesiones eran cosa del pasado, incluso se llegó a hablar de la “moderación mexicana” (Sosa, 2008) en analogía a la “Gran Moderación” estadounidense.³

Sin embargo, durante la primera década del siglo XXI se presentaron dos recesiones, en los períodos de 2001-2003 y 2008-2009, que se distinguieron claramente de las experimentadas durante las décadas anteriores, pues se originaron en Estados Unidos (EUA) y se traspitieron a la economía mexicana a través de las crecientes transacciones económicas que se desarrollaban en el marco de una economía abierta.⁴ No obstante, resulta interesante observar que aun cuando comparten un origen externo, ambas recesiones presentaron características muy diferentes en México: la primera (recesión de 2001, de aquí en adelante) fue la de mayor duración aunque de menor magnitud; en

² A grandes rasgos, la economía se abrió a los flujos de comercio y capital, el Estado se retiró paulatinamente de sus actividades productivas, las empresas públicas se reprivatizaron y el mercado se transformó en el principal asignador de los recursos. Véase Moreno y Ros (2009) y las referencias ahí citadas.

³ Se refiere a la reducción de la volatilidad de varios indicadores macroeconómicos (Stock y Watson, 2003).

⁴ Las recesiones (y expansiones) de este periodo pueden verse como manifestaciones específicas de la creciente sincronización de los ciclos económicos de las dos economías (Gutiérrez *et al.*, 2005; Sosa, 2008).

tanto que la segunda (recesión de 2008) fue mucho más breve, pero también más profunda (Mejía y Erquizio, 2012).

Estos episodios reflejan un hecho preocupante: mantener fundamentos macroeconómicos sólidos no garantiza el “blindaje” de una economía abierta, por lo que es de esperarse que la presencia de choques externos negativos siga determinando la aparición de nuevas recesiones en el futuro. Ante esta situación, en el presente texto se emplea un enfoque episódico para contrastar las causas, los mecanismos de transmisión y las respuestas de política económica, con el fin de explicar las diferentes características de las recesiones de los años 2001 y 2008 que se han experimentado en México.

Es a partir del escrutinio de estos elementos, no considerados explícitamente en los estudios existentes, que se busca contribuir a la literatura donde la atención se ha centrado en las recesiones que se consideran más agudas (1995 y 2008-2009), concluyendo, a partir de su caracterización con diferentes indicadores, que la primera fue realmente la más severa (Loría, 2013) y que significó un desplazamiento hacia una senda de menor crecimiento de largo plazo (Loría y Díaz, 2013).

Para cumplir con el objetivo planteado, el documento se dividió en cuatro secciones. Para tener un panorama claro de las citadas diferencias, en la primera sección se adopta un enfoque de ciclos clásicos para caracterizar las recesiones en términos de su duración y profundidad; mientras que en la segunda se describe el estado de la economía al momento en que las recesiones tienen inicio (condiciones iniciales). En la tercera sección se analizan con detalle las causas de las recesiones en EUA, los mecanismos que permitieron su transmisión a la economía nacional y las respuestas de política adoptadas en México. Finalmente, se establecen las principales lecciones de estas experiencias y las conclusiones centrales del estudio.

1. EFECTOS REALES

En esta sección se caracterizan las recesiones de los años 2001 y 2008 a partir de la aplicación de la metodología de ciclos clásicos propuesta por Artis *et al.* (1997). Esta visión de los ciclos distingue sus diferentes fases (expansiones y recesiones) y esta metodología específica introduce una serie de reglas “de censura” que excluyen las fluctuaciones erráticas de corto plazo en los movimientos de las variables analizadas para centrarse en los incrementos y las reducciones sostenidos que permitan identificar los puntos de giro (fechas) que

marcan el inicio (pico) y término (valle) de la recesión, y viceversa.⁵ Una vez identificados esos puntos, las recesiones se pueden caracterizar en términos de su profundidad (amplitud) y duración. La primera se puede medir como el crecimiento (decrecimiento) porcentual acumulado de la producción durante la recesión en relación con el valor que se tenía a su inicio (pico), en tanto que la segunda se refiere al número de periodos que dura.

La gráfica 1 muestra el (de) crecimiento acumulado del PIB trimestral de México y EUA durante las recesiones de los años 2001 y 2008,⁶ donde también se puede ver la duración de la recesión (correspondientes al valor mínimo del crecimiento acumulado) y el número de periodos requeridos para revertir la pérdida de producción (cuando el crecimiento acumulado cruza el eje horizontal). En particular, se puede observar una caída mínima del PIB de EUA durante la recesión de 2001, con un valor de 0.3% en el trimestre posterior a su inicio, lo que contrasta con el PIB mexicano que acumuló una baja de 2% durante seis trimestres. Es a partir de esos valores que la pérdida de producción estadounidense se recuperó tan sólo dos trimestres después. Por el contrario, para la economía mexicana tuvieron que pasar cuatro trimestres después del valle para recuperar la producción perdida. En ambos países, sin embargo, la recesión de 2008 fue más profunda: el PIB cayó durante cuatro trimestres consecutivos con una tasa acumulada máxima de 4.0 y 6.7% en EUA y México, respectivamente. A pesar de haber experimentado una caída más profunda, la producción mexicana recuperó lo perdido durante la Gran Recesión después de cinco trimestres, mientras que la estadounidense lo hizo hasta siete después.

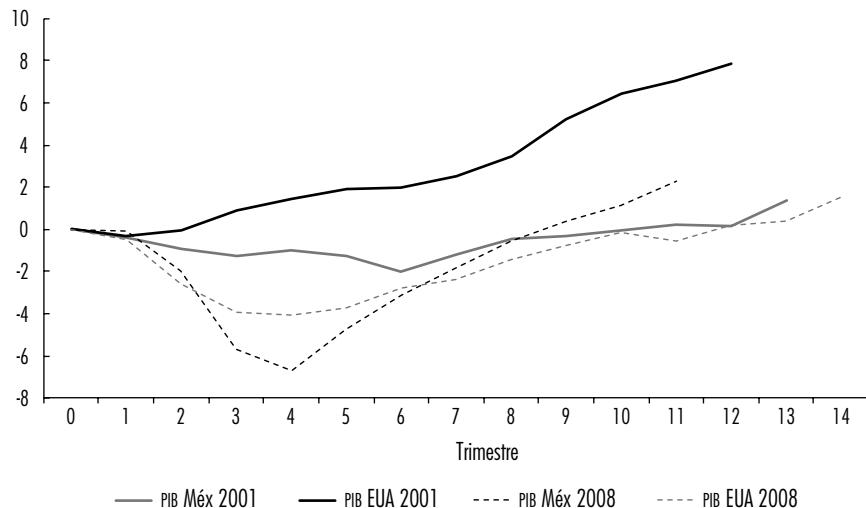
A nivel más específico se puede afirmar que la respuesta del PIB total estuvo determinada por la del sector secundario y, especialmente, por el de la manufactura. Como se aprecia en el anexo 1, el patrón de las recesiones de los primeros dos es muy similar: la primera es más breve y la segunda es más profunda en el sector secundario, especialmente en México, lo que concuerda con lo reportado en la literatura (Mejía y Erquizio, 2012).⁷ Más todavía, dentro

⁵ Las ventajas de esta metodología se reflejan en el hecho de que generan puntos de giro cercanos a los reportados por la National Bureau of Economic Research (NBER) para EUA, con el atractivo adicional de que se basa en un análisis univariado. Para detalles sobre las reglas “de censura” y aplicaciones para los países del G7, véase Artis *et al.* (1997) y para su uso en el caso de México puede consultarse Mejía y Erquizio (2012, Cap. 4) y varias referencias ahí citadas.

⁶ El anexo 1 presenta la duración y profundidad de la recesión para varios indicadores de producción.

⁷ El sector terciario de EUA se vio afectado marginalmente durante las dos recesiones, a diferencia del de México que presentó una caída importante (7.0%) durante la Gran Recesión (véase anexo 1).

Gráfica 1. México y EUA: crecimiento acumulado del PIB (Pico=0)



La fecha del pico para cada variable aparece en el anexo 1.

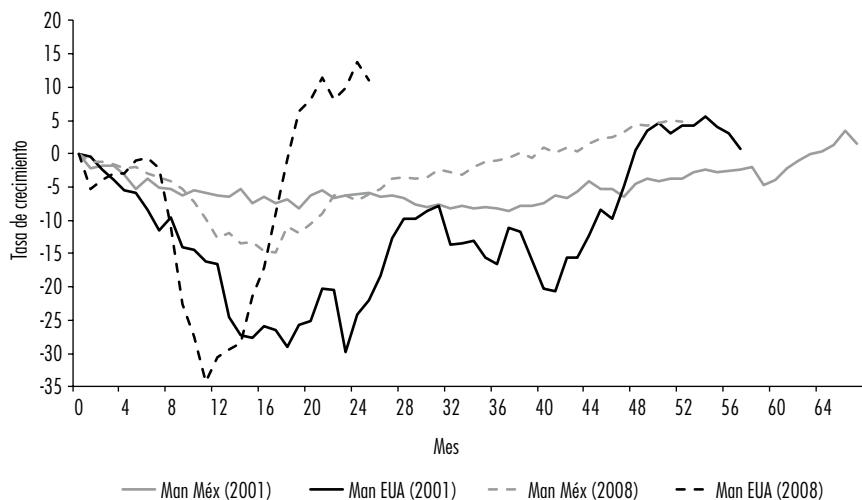
Fuente: elaboración propia con datos de Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI) (www.inegi.org.mx) y de la Bureau of Economic Analysis (www.bea.gov).

del sector secundario, la manufactura fue el sector más afectado debido al alto grado de integración vertical de sus procesos productivos a nivel internacional, lo que lo hace altamente dependiente del comercio exterior (Kose *et al.*, 2004; Levchenko *et al.*, 2010).

Como se observa en la gráfica 2, la manufactura de EUA resintió más los efectos de las dos recesiones que la de México, aunque la recuperación fue más lenta en el último país. Durante la recesión de 2001, la caída acumulada en esta actividad se mantuvo por alrededor de dos años y alcanzó un máximo de 30% en el primero, mientras que en el segundo su reducción sostenida fue de aproximadamente tres años, con una caída acumulada máxima de más de 8.0%. En ambos casos, la recuperación de los niveles previos a la recesión se logró después de un periodo relativamente largo (aproximadamente de cuatro años en EUA y más de cinco en México).

Debido al alto grado de integración de la manufactura de ambas economías, la prolongada y profunda recesión de la manufactura estadounidense explica en buena medida la lenta recuperación del mismo sector en México. Como se verá más adelante, el entorno externo permite entender mejor esta dinámica.

Gráfica 2. México y EUA: Crecimiento acumulado de la producción manufacturera (Pico=0)



La fecha del pico para cada variable aparece en el anexo 1.

Fuente: elaboración propia con datos de Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI) (www.inegi.org.mx) y de la Bureau of Economic Analysis (www.bea.gov).

Durante la Gran Recesión, la manufactura presentó caídas más profundas, aunque más breves, debido al colapso sin precedentes del comercio estadounidense.⁸ La duración y magnitud de esta recesión fue de 10 meses y 35% en EUA y de 16 meses y 15% en México. Estas cifras muestran que la caída en la manufactura mexicana fue relativamente menor que la estadounidense, pero si se compara con la experimentada previamente en el país se verá que ésta fue del doble de magnitud.

⁸ Durante la Gran Recesión las exportaciones e importaciones estadounidenses tuvieron caídas de alrededor de 15 y 19%, respectivamente (Levchenko *et al.*, 2010), lo que afectó fuertemente la actividad productiva de sus socios comerciales más importantes.

2. CONDICIONES INICIALES: ESTADO DE LA ECONOMÍA ANTES DE LAS RECESIONES

Antes de las dos recesiones, aunque con algunas variantes, la economía mexicana se caracterizaba por dos condiciones que reflejan claramente su fortaleza: la estabilización de la inflación y la recuperación de la actividad productiva como resultado de las reformas estructurales de los años ochenta.⁹ Para caracterizar la situación, en el cuadro 1 se presentan las tasas anualizadas de crecimiento de diversas variables macroeconómicas para los tres años previos a las recesiones, el año de inicio y el periodo de recesión propiamente dicho. En aras de la brevedad, se resalta la evolución general de las variables asociadas a los mencionados fundamentos macroeconómicos.

En primer lugar, las cifras sugieren que el entorno externo era favorable. Los indicadores de producción y las importaciones de EUA crecían a tasas elevadas durante los tres años previos a la recesión de 2001,¹⁰ producto, en parte, del auge que vivió la industria de las Tecnologías de la Información y la Comunicación (TIC) entre los años de 1995 y 2000. Como consecuencias para México, las exportaciones, la inversión extranjera directa (IED) captada y los ingresos por remesas crecieron a tasas de dos dígitos, a pesar de que el tipo de cambio real se revaluaba de manera importante. Al final, los ingresos de capital permitieron financiar el déficit de cuenta corriente e incluso aumentar las reservas internacionales.

La situación antes de la recesión de 2008 era también favorecedora. Aunque la economía estadounidense crecía a un ritmo ligeramente menor que antes de la recesión de 2001, sus importaciones se expandían al 10.1% anual en promedio. Como resultado, las transacciones internacionales de México crecían a tasas superiores a las del periodo 1997-1999, a pesar de la constante revaluación del peso. Como consecuencia, los saldos de las cuentas con el exterior y la acumulación de reservas internacionales presentaron importantes mejoras.

Por su parte, en materia de política monetaria se usaron diversas estrategias (véase Martínez *et al.*, 2001) que llevaron a una reducción paulatina de la inflación hasta llegar a tasas menores a dos dígitos en el año 2000 (9.5%), al

⁹ A las mencionadas previamente, se sumaba la autonomía del Banco de México y su consagración a preservar el poder de compra de la moneda nacional (H. Congreso de la Unión, 1993).

¹⁰ De hecho, los años noventa atestiguaron la mayor expansión económica de EUA, entre marzo de 1991 y febrero de 2001, de acuerdo a la National Bureau of Economic Research (NBER). Véase sección 3.1.

Cuadro 1. Estado de la economía antes de las recesiones de 2001-2003 y 2008-2009
(Tasas anualizadas de crecimiento y porcentajes del PIB)

Variables	Recesión 2001-2003			Recesión 2008-2009		
	1997.01-1999.12	2000	2000.08-2003.09	2005.01-2007.12	2008	2008.04-2009.05
Sector externo						
PIB EUA+	4.6	4.1	1.9	2.6	-0.3	-2.0
Importaciones EUA	8.8	18.0	3.2	10.1	8.3	-5.4
Exportaciones	12.7	22.2	2.1	13.3	7.5	-8.0
IED	24.8	30.0	31.1	26.2	-7.4	-11.8
Remesas	12.1	11.2	28.7	13.0	-3.4	-6.6
Cuenta corriente*	-2.8	-3.3	-2.4	-1.1	-1.8	-1.4
Cuenta de capitales*	3.8	3.6	3.5	1.4	3.1	1.2
Reservas internacionales*	6.7	5.9	6.8	7.6	7.7	7.7
Tipo de cambio nominal	8.3	-1.0	3.7	-1.0	2.1	13.2
Tipo de cambio real	-8.5	-11.4	-1.0	-0.8	4.5	7.9
Variables reales						
PIB+	4.8	5.3	0.9	3.7	1.4	-1.9
Empleo	6.4	6.0	0.5	4.0	2.1	0.0
Variables monetarias, financieras e inflación						
Inflación	17.8	9.5	5.9	3.9	5.1	5.7
Cetes 28 días	22.0	15.2	9.5	7.9	7.7	7.4
Crédito	-7.4	-11.7	-9.1	12.0	15.7	10.0
Variables fiscales						
Gasto total	4.5	16.3	6.0	8.0	11.8	7.7
Corriente	9.5	14.2	6.7	9.4	7.2	9.7
Capital	3.5	26.1	18.4	19.7	31.4	26.0

Continúa

Cuadro 1. Estado de la economía antes de las recesiones de 2001-2003 y 2008-2009
 (Tasas anualizadas de crecimiento y porcentajes del PIB) (*continuación*)

Variables	Recesión 2001-2003			Recesión 2008-2009		
	1997.01- 1999.12	2000	2000.08- 2003.09	2005.01- 2007.12	2008	2008.04- 2009.05
Inversión física	6.7	23.4	2.2	14.0	11.8	14.5
Déficit fiscal ¹⁰	-0.8	-0.9	-0.9	0.03	-0.1	-1.2
Deuda pública*	17.8	16.5	17.7	15.9	14.9	18.8

* Porcentajes del PIB. + Datos trimestrales; recesiones: 2000.III-2003.III y 2008.I-2009.II. ¹⁰Datos anuales para los años 2001-2003 y 2009.

Fuente: elaboración propia. Datos de EUA de la Bureau of Economic Analysis (www.bea.gov). Para México las variables del sector externo, las reales, las fiscales y la inflación del INEGI (www.inegi.org.mx) y las monetarias y financieras del Banco de México (www.banxico.org.mx).

tiempo que la tasa de interés hacia lo propio (15.2%). No obstante, el crédito, y todavía como consecuencia de los estragos de la crisis de 1995, mostraba tasas de crecimiento negativas en sus diferentes componentes¹¹ (Hernández y Villagómez, 2013). A su vez, en la fase previa a la Gran Recesión la tasa de inflación había bajado hasta un promedio de 3.9% anual, lo que permitió alcanzar la meta de 3±1%, establecida a finales de 2002.¹² Como consecuencia, las tasas de interés siguieron disminuyendo, estableciendo mejores condiciones para el financiamiento. De hecho, llaman la atención las altas tasas de crecimiento del crédito otorgado al sector privado durante este periodo,¹³ lo que contrasta con los valores de los periodos previos mostrados en el cuadro 1.

Por último, la política fiscal venía adoptando un manejo prudencial del gasto desde varios lustros anteriores, lo que permitió llevar el déficit a bajos

¹¹ El crédito al consumo fue el más afectado con una caída de 17.8% seguido por el de la vivienda y las empresas con descensos de 16.6 y 14.6%, respectivamente.

¹² De hecho, a partir de 2001 se estableció la estrategia de metas de inflación consistente en el anuncio de objetivos explícitos de mediano y largo plazo con la intención de alinear las expectativas y contribuir con ello a la conducción gradual de la inflación hacia ellos (Banco de México, 2002).

¹³ Especialmente al consumo y a la vivienda, con valores por encima del 40% anual promedio.

niveles.¹⁴ Efectivamente, el crecimiento moderado del gasto público y de sus diferentes componentes y el significativo aumento de la recaudación tributaria durante los tres años previos a la recesión de 2001 permitieron lograr un déficit de 0.8% del PIB y mantenerlo en niveles similares incluso en el año 2000 (0.9%). Además, la deuda pública mostró una reducción de poco más de un punto porcentual como proporción del PIB entre esos dos períodos de 17.8 a 16.5%. En el mismo sentido, el manejo de la política fiscal que precedió a la Gran Recesión fue muy similar a la de los años anteriores. Incluso, como se observa en el cuadro 1, el saldo fiscal fue positivo, con un promedio de 0.03% del PIB en el periodo 2005-2007, al tiempo que la deuda pública reducía su participación en el mismo PIB a 15.9%.

En general, como indican las cifras anteriores, los esfuerzos para estabilizar la economía seguidos durante años permitieron alcanzar equilibrios macroeconómicos sólidos durante los períodos previos a las dos recesiones que se analizan, por lo que en estas ocasiones, a diferencia de lo que pasó con las de las décadas previas, habría que buscar sus causas en el exterior.

3. CAUSAS, MECANISMOS DE TRANSMISIÓN Y POLÍTICAS DE AJUSTE

Las diferentes características de las recesiones de México de 2001 y 2008 pueden atribuirse, en buena medida, a factores externos que exacerbaron la primera y al colapso del crédito que profundizó la segunda en EUA.

3.1. Causas de las recesiones en EUA

La literatura sugiere que con regularidad las crisis, que usualmente derivan en recesiones, se han visto precedidas de auges en los precios de los activos financieros, como en el caso de la de 2001, y/o en el crédito, como en la de 2008.¹⁵ Sin embargo, es importante destacar que las recesiones de 2001 y

¹⁴ Aun cuando esto ha derivado en un manejo procíclico del gasto, lo que ha contribuido a exacerbar las fluctuaciones cíclicas de la economía nacional, especialmente durante las recesiones (Burnside y Meshcheryakova, 2005). Más todavía, en 2006 se elevó a rango constitucional el objetivo de mantener déficit fiscales nulos, salvo en contadas excepciones (véase Esquivel, 2012).

¹⁵ Las crisis se han clasificado en cambiarias, de balanza de pagos, de deuda o bancarias, aunque sus causas específicas no siempre se pueden identificar con nitidez y sus manifestaciones pueden entremezclarse. Un análisis amplio de la anatomía de las crisis puede consultarse en Claessens y Kose (2013).

2008 en EUA tuvieron un origen multifactorial, aunque destacan algunos de ellos. En la primera es de resaltarse: *i)* el sobrecalentamiento de la economía de EUA en los años noventa que se tradujo en un persistente déficit en cuenta corriente y en la conformación de la llamada “burbuja tecnológica”, y *ii)* la considerable posición deudora del sector privado de EUA. Efectivamente, esa década atestiguó un aumento sustancial en el producto de la nación norteamericana como resultado de la introducción masiva de equipos de cómputo y telecomunicaciones en los procesos productivos (Jorgenson, 2001), lo que provocó un incremento sin precedentes en esos sectores.

De esta forma, mientras la inversión privada bruta total crecía, entre los años de 1995 y 2000, a una tasa media anual de 8.4%, la inversión privada bruta en equipo y software lo hacía por arriba del 12.0%, esto es, tres veces y media más alta que la del producto nacional bruto (PNB).¹⁶ La expectativa de una inversión altamente rentable en estos sectores se reflejó en el aumento acelerado de los precios de las acciones incluidas en el índice Nasdaq en relación con los de las del índice Dow Jones: el primero tuvo un crecimiento del 49.8% entre 1999 y 2000, mientras que el segundo sólo alcanzó 13.8% en el mismo periodo (véase gráfica 3).¹⁷

Es importante subrayar que la elevada y creciente inversión en los mercados de valores se apoyó en buena medida en un crecimiento sustancial de la deuda privada a lo largo de toda la década de los noventa. Al respecto, la gráfica 3 muestra un crecimiento exponencial de la participación en el PIB del crédito interno al sector privado (CISPEU) durante ese periodo cuando aumentó en más de 50%.

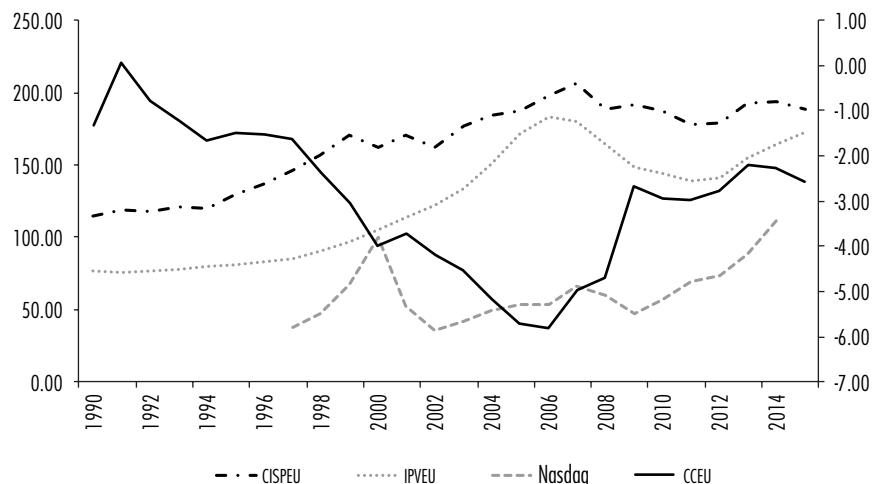
Como consecuencia, se presentó un constante y creciente déficit en la cuenta corriente de EUA (CCEU, eje derecho) que para finales de los años noventa llegó a alcanzar más de 4% del PIB, aunque pudo ser financiado de manera favorable por el enorme flujo de capitales provenientes del exterior, en particular de algunas economías asiáticas (Gruber y Kamin, 2007; Godley, 1999).

La crisis de 2001 inició con un fuerte descenso del índice Nasdaq en abril de 2000, aunque sus efectos se concentraron en las empresas de alta tecnología

¹⁶ Además, las ventas de computadoras y partes aumentaron 42.4% en 1999 y 52.3% en 2000, en tanto que las industrias de las tecnologías de la información y comunicaciones aportaba el 6.5% del PNB de EUA y contribuía con 1.2% al crecimiento del mismo entre 1996 y 2000 (Bureau of Economic Analysis, www.bea.gov).

¹⁷ Para el 2000 se consideran los datos hasta octubre, puesto que desde noviembre se presentaron variaciones negativas en ambos índices (Morningstar, Inc., <http://www.morningstar.com>).

Gráfica 3. EUA: Crédito interno al sector privado, Saldo en cuenta corriente, Índice de precios de la vivienda e Índice Nasdaq*



* CISPEU y CCEU son porcentajes del PIB e IPVEU y Nasdaq son índices con base 2000=100.

Fuente: Bureau of Economic Analysis (www.bea.gov), S&P Dow Jones (us.spindices.com/index-family/real-estate/sp-coreologic-case-shiller) y Morningstar, Inc. (www.morningstar.com).

y telecomunicaciones. Entre 2000 y 2002 la inversión privada doméstica se contrajo en 5.3%, en tanto que la inversión en equipo y software se redujo en 13.9% en el mismo periodo. Por su parte, los índices Nasdaq y Dow Jones mostraron descensos de 31.2 y 7.2%, en promedio, durante los años 2001 y 2002, respectivamente.

Sin embargo, la recesión se extendió a otros sectores, principalmente al manufacturero, debido a dos factores exógenos. Por un lado, los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 a EUA exacerbaron la incertidumbre y contribuyeron a la postergación de un mayor gasto de inversión y consumo, al tiempo que significaron la desviación de recursos a la defensa nacional, teniendo un costo significativo estimado en un rango de 0.6 y 0.8 del PIB de EUA, aparte de la contracción del comercio y la afectación principalmente a las industrias de aerolíneas y turismo (Sandler y Enders, 2008). Por otro lado, la adhesión de China a la Organización Mundial de Comercio (OMC) a finales de 2001 afectó notablemente al comercio mundial, obligando a otros países, como los aquí analizados, a reestructurar sus aparatos productivos y afectando su crecimiento durante el periodo de ajuste (Yang, 2006). Al final, estos

factores significaron una profunda y larga recesión en el sector manufacturero que afectó el comercio y la producción de sus principales socios comerciales.

Empero, un aspecto distintivo de la crisis tecnológica es que no se trasladó al conjunto del sistema financiero (Liu y Song, 2001; Abreu y Brunnermeier, 2003), por lo que sus efectos sobre la actividad económica agregada fueron más bien modestos (como se ha ilustrado en la sección 1), y se concentraron principalmente en la actividad manufacturera. En efecto, variables como el crédito interno al sector privado y el ingreso per cápita y el gasto de consumo de los hogares mantuvieron sus niveles o siguieron creciendo durante 2001, aunque a tasas menores.¹⁸

En relación a la crisis de 2008 se pueden destacar los siguientes factores como causantes principales: *i)* una política monetaria laxa traducida en tasas de interés muy bajas, y *ii)* la conformación de una “burbuja inmobiliaria” a partir de un auge sin precedentes en el sector de la vivienda iniciado en la década de los noventa. En particular, la autoridad monetaria recortó drásticamente las tasas de los fondos federales de 6.5% a mediados de 2000 a alrededor de 1.0% a mediados de 2003, lo que impulsó una enorme movilización de capitales con la finalidad de incrementar la rentabilidad perdida, incluyendo cuantiosas inversiones especulativas en el sector inmobiliario (Villar, 2009). Como consecuencia, esta actividad experimentó un crecimiento significativo durante toda la década de los noventa, especialmente durante la segunda mitad. En este proceso, el aumento sustancial del crédito, incluso a prestatarios de alto riesgo (*subprime*), desempeñó un papel central al ser facilitado y estimulado por procesos de desregulación e innovación financiera (*creative financing techniques*) que promovieron la toma de riesgos excesivos (Blanchard, 2009).¹⁹ De esta forma, en los albores de la crisis, en 2007, el endeudamiento privado se ubicó alrededor de los 200 puntos porcentuales del PIB, nivel muy superior al observado antes de la crisis de 2001 (véase gráfica 3). Más aún, se estima que para el mismo año de 2007 más de tres cuartas partes de la deuda de los consumidores correspondía a créditos hipotecarios (López *et al.*, 2013).

¹⁸ Entre los años 2000 y 2002 el crédito interno al sector privado se mantuvo en altos niveles fluctuando entre 160 y 170% del PIB (véase gráfica 3), en tanto que el ingreso per cápita, que en el periodo de 1995-2000 mostró un aumento promedio anual del 3.4%, para 2001 sólo alcanzó 0.3% anual, mientras que el gasto en consumo de los hogares, que entre 1995 y 2000 creció al 4.3% en promedio, en 2001 sólo se incrementó en 2.6% (www.bea.gov).

¹⁹ Al analizar la calidad de los préstamos hipotecarios ajustando por tipo de crédito, prestatario y condiciones macroeconómicas, Demyanyk y Van Hemert (2009) encontraron un deterioro constante en su calidad durante los seis años previos a la crisis.

Como consecuencia, los precios de la vivienda en EUA (IPVEU), luego de mostrar un crecimiento exponencial de 1996 a 2005, empezaron a contraerse significativamente a partir de 2006 (véase gráfica 3). Este ajuste en el sector desató la crisis al evidenciar la mala calidad de los créditos *subprime*, que en 2006 representaban un monto anual de alrededor de 600 mil millones de dólares, equivalente al 20% del total de créditos hipotecarios en ese país. A medida que los precios fueron disminuyendo se afectó también al segmento *no subprime* del mercado hipotecario (Machinea, 2009). De esta manera, la contracción en el precio de la vivienda generó un gran incentivo a dejar de pagar las hipotecas,²⁰ lo que a su vez provocó un incremento importante en la oferta de vivienda que redujo aún más el nivel de sus precios.

La desconfianza acerca de la sostenibilidad del desarrollo del sector inmobiliario llevó al rompimiento de la burbuja especulativa a lo que siguió un contagio hacia la totalidad del sistema financiero estadounidense, caracterizado por un nivel de apalancamiento que duplicaba el observado durante la crisis de 2001 (IMF, 2015). Pronto las principales instituciones financieras se declararon en quiebra (Bear Stearns y American Home Mortgage), otras reportaron pérdidas sustanciales (Citigroup) o se quedaron con cuantiosos niveles incobrables de deuda (Merrill Lynch), lo que desembocó en una crisis de liquidez agravada por el aumento del valor de mercado de los pasivos del sistema bancario, así como por la exigencia de mayores garantías por parte de los acreedores (Murphy, 2008). Las pérdidas ocasionadas en este círculo vicioso por parte de los intermediarios financieros se tradujeron en una caída considerable del CISPEU: de un máximo alcanzado en 2007 igual a 206.3% del PIB, en 2008 esta variable se contrae en 18 puntos porcentuales del PIB y entró en un proceso de estancamiento que no ha sido superado plenamente (véase gráfica 3).

La cancelación masiva del crédito irremediablemente golpeó al sector real de la economía de EUA. De esta manera, mientras que el crédito otorgado por el sector financiero se contraía en 9.8 puntos porcentuales del PIB durante el periodo 2007-2009, la inversión doméstica bruta residencial presentaba una profunda caída de 43.1% para el mismo periodo. Por su parte, los índices bursátiles Nasdaq y Dow Jones mostraron caídas promedio anualizadas de 13.1 y 16.4%, respectivamente, durante el lapso 2008-2009.²¹

²⁰ Debido al efecto riqueza negativo generado por la constante depreciación de las casas: el costo de la hipoteca correspondía a un precio superior al del mercado.

²¹ Cifras tomadas de Morningstar, Inc. (www.morningstar.com) el 23 de mayo de 2015 y del Banco Mundial (<http://data.worldbank.org/indicator/>) el 14 de mayo de 2016.

Dada la elevada interconexión del sistema financiero y los altos niveles de apalancamiento a nivel internacional, la baja repentina en el otorgamiento de créditos llevó al colapso de la demanda internacional y favoreció la transmisión de la crisis hacia el resto de las economías.

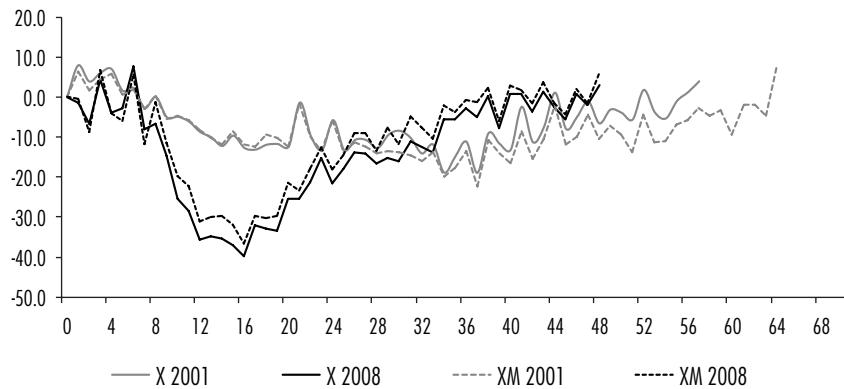
3.2. Mecanismos de transmisión hacia México

Las transacciones internacionales, como las exportaciones, la IED y las remesas constituyen los principales mecanismos en la transmisión de los ciclos específicos de un país a otro y favorecen su sincronización (Imbs, 2003; Sayan, 2006). En ese sentido, como se puede ver en el cuadro 1, para fines prácticos, el PIB total de EUA mantuvo su ritmo de crecimiento durante la primera recesión de México (2000.08-2003.09),²² lo que provocó un aumento promedio de sus importaciones (3.2%) y, por el lado de México, un crecimiento promedio de las exportaciones totales (2.1%), la IED y las remesas (31.1 y 28.7% de forma respectiva). No obstante, el análisis del (de)crecimiento acumulado de las exportaciones muestra un panorama diferente que refleja la larga y prolongada caída de la manufactura estadounidense. Como se observa la gráfica 4a, las ventas totales y manufactureras al exterior tuvieron caídas acumuladas de 18.8 y 22.3% en 37 meses y tardaron en recuperarse más de 55 y 64 meses, respectivamente. La IED y las remesas, por su parte, no mostraron caídas durante esta recesión (paneles b y c).

Ahora bien, dado que en el año 2000 la participación en el PIB nacional de las exportaciones destinadas al mercado de EUA, la IED y las remesas era de 13.6, 1.7 y 0.6%, respectivamente, y que las exportaciones manufactureras representaban más del 80% del total se puede afirmar que la recesión de 2001 fue muy prolongada en México debido, principalmente, a la profunda y sostenida caída de la producción manufacturera de EUA en virtud del alto grado de integración de sus procesos productivos con su contraparte mexicana. En ese sentido, esta explicación complementa la ofrecida por Galindo y Guerrero (2001) y Tornell *et al.* (2003), quienes atribuyen un papel central a la apreciación del peso, que efectivamente alcanzó un valor acumulado de 9.7% durante los primeros 19 meses de la recesión, como se aprecia en el panel (d) de la gráfica 4.

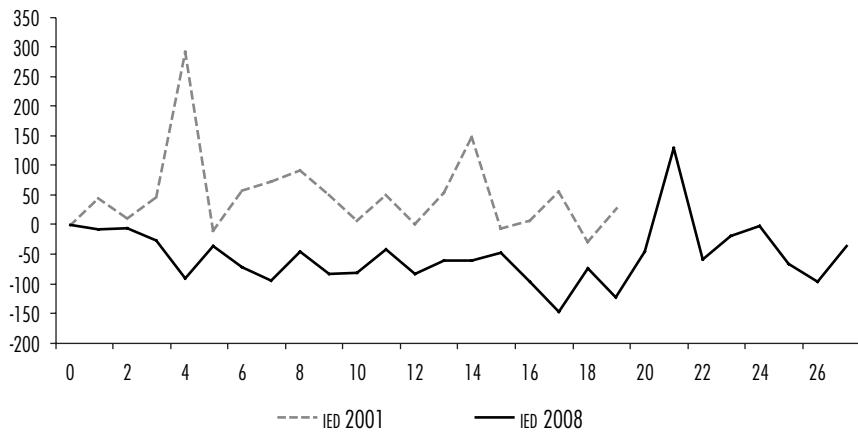
²² Las cifras que aparecen como decimales representan el mes (trimestre) del año correspondiente.

Gráfica 4a. Exportaciones



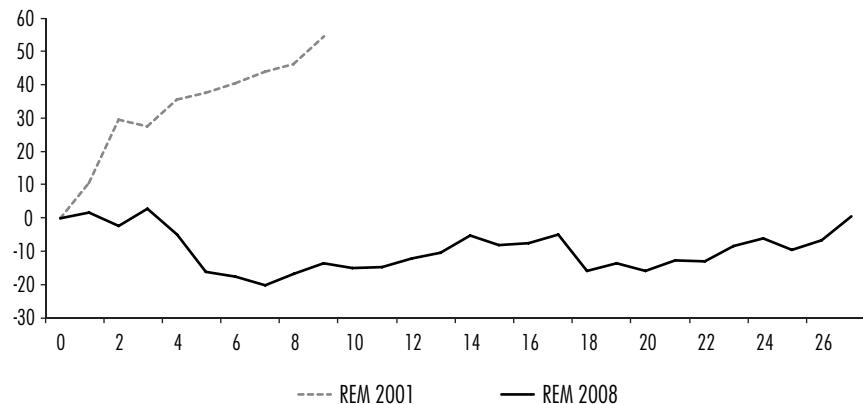
Fuente: elaboración propia.

Gráfica 4b. Inversión Extranjera Directa



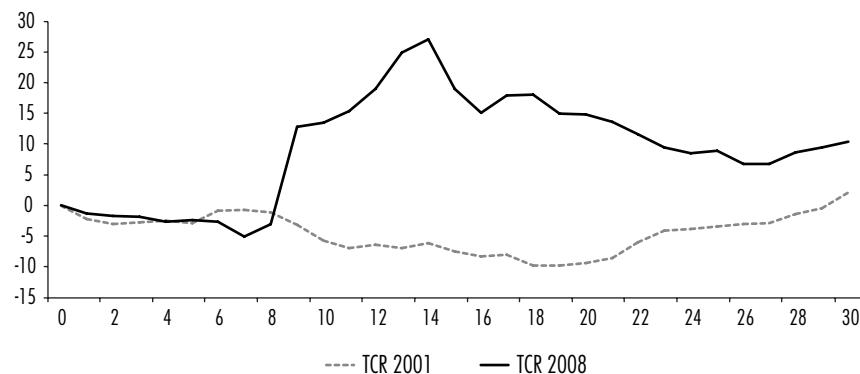
Fuente: elaboración propia.

Gráfica 4c. Remesas



Fuente: elaboración propia.

Gráfica 4d. Tipo de Cambio Real



Fuente: elaboración propia.

Por el contrario, las cifras del cuadro 1 apuntan a una caída generalizada porcentual promedio de la actividad productiva durante la recesión de 2008, especialmente en la industria (9.2) y las importaciones estadounidenses (5.4), así como en las exportaciones mexicanas (8.0) y en la IED (11.8) y remesas recibidas (6.6). Más aún, aunque por períodos menores a los de la recesión previa, las exportaciones mexicanas totales y manufactureras exhibieron caídas acumuladas máximas de 39.7 y 36.5% durante los primeros 19 meses, respectivamente, las cuales pudieron revertirse parcialmente hasta 38 meses después (panel a) a pesar de la depreciación real acumulada que tuvo el peso a partir del octavo mes de iniciada la recesión, con un máximo de 27% en el mes 24 (panel d). De hecho, las exportaciones no se recuperaron completamente debido a la debilidad de la demanda internacional, a pesar de la constante depreciación que ha experimentado el peso, un rasgo que también distingue a ésta de la recesión previa. Más todavía, la profundidad de la caída de la demanda externa también se refleja en el decrecimiento acumulado de la IED y las remesas que alcanzó su mínimo en los meses 17 y 7 con tasas de alrededor de 154 y 20%, respectivamente, lo que se suma a su lenta y prologada recuperación de los niveles pre-recesión.

Nuevamente, si consideramos que en 2007 la participación en el PIB de las exportaciones a EUA, la IED y las remesas aumentó ligeramente con relación a las cifras de 2000 (20.2, 2.9 y 2.4%, respectivamente), se podrían obtener dos conclusiones centrales: primero, que las variables de transmisión adquirieron una importancia creciente en la producción nacional, lo que provocó que la recesión de 2008 se transmitiera con mayor virulencia no sólo por su propia magnitud sino porque la economía nacional estaba más expuesta a los choques externos y, segundo, que por su peso en el PIB, las exportaciones aparecen como el mecanismo de transmisión más importante en ambas crisis.

3.3 Políticas de ajuste en México

Aunque después hubo cambios significativos, al principio de ambas recesiones se adoptaron políticas restrictivas para enfrentarlas, como se había hecho con las de las décadas previas, pese a que las causas de éstas eran muy distintas. En particular, frente a la recesión de 2001 el Banco de México ajustó su política monetaria²³ con la intención de contrarrestar las presiones inflacionarias

²³ Aumentó el “corto” en octubre y noviembre de 2000 y enero de 2001 (Banco de México, 2001 y 2002).

derivadas del entorno externo y de alinear las expectativas con el objetivo de inflación establecido y de esa forma reforzar su tendencia decreciente.²⁴ Aunque con una ligera relajación durante el resto de 2001, producto del comportamiento favorable de estas variables y la debilidad de la demanda interna y externa, entre febrero de 2002 y marzo de 2003 se regresó a una política restrictiva (con siete aumentos del “corto”) con el objeto de hacer frente a presiones de oferta derivadas de la reducción de subsidios en precios administrados (tarifas eléctricas).

En la misma lógica, durante los años de 2007 y 2008, la tasa de interés de fondeo bancario, que sustituyó al “corto” como instrumento monetario, se incrementó en cinco ocasiones,²⁵ con lo que pasó de 7.25 a 8.25%. El aumento de la tasa de interés en 2007 respondió a una acción preventiva que buscaba contrarrestar las perturbaciones de oferta, mientras que la estrategia de 2008 perseguía contener los efectos de los choques internos y externos.²⁶ La importante caída en la producción durante los meses siguientes diluyó las presiones de demanda y no sólo detuvo la política de aumento de la tasa de interés, aun cuando la depreciación cambiaria parece haber afectado el nivel de inflación (Sidaoui *et al.*, 2010), sino que, en línea con las estrategias a nivel internacional, a partir de enero de 2009 la política monetaria se relajó de manera significativa: la tasa de interés objetivo bajó entre enero y julio de este año de 7.75 a 4.5%. Ésta ha sido posiblemente la única ocasión en la que se ha instrumentado una política monetaria contra-cíclica durante las últimas tres décadas.

La política fiscal, a su vez, se manejó de manera análoga también en ambas crisis. De esta forma, ante la creciente desaceleración de la economía de EUA y la inminente caída en la actividad productiva nacional, se instrumentó una política restrictiva “preventiva” durante 2001, con recortes sucesivos en el transcurso del año, especialmente en el rubro de inversión pública física (-4.9%), con lo que el gasto total pasó por un ajuste de -1.4% (Banco de México, 2002). Sin embargo, la estrategia fiscal cambió una vez que el PIB

²⁴ Para el año 2000 se estableció un objetivo de inflación menor al 10% (9.5 real) y de 6.5 para el 2001 (Banco de México, 2000 y 2001).

²⁵ Aunque formalmente empezó a usarse a partir de 2008, en los informes trimestrales de política monetaria ya se hacía referencia al uso de la tasa de interés desde 2006, restando importancia al “corto” (Banco de México, 2006).

²⁶ Entre los factores internos se cuentan las condiciones climáticas adversas para las hortalizas, así como los efectos del incremento de la carga fiscal; mientras que entre los externos estaba el aumento de los precios de las materias primas (Banco de México, 2008).

total se recuperaba hacia la segunda mitad de 2002 como resultado del crecimiento del sector servicios, aun cuando la industria y la manufactura seguían deprimidas.

De ese modo, aunque con tasas mucho menores que las de 2000, durante el periodo 2000.08-2003.09 los distintos rubros del gasto público crecieron a diferentes ritmos (véase cuadro 1). Como resultado, la deuda pública volvió a incrementarse a los niveles de 1997-1999 y el déficit fiscal no pudo reducirse más.

Por su parte, la política fiscal seguida para enfrentar los efectos de la Gran Recesión contrasta radicalmente con el manejo que se había tenido hasta entonces, pues por primera vez en el transcurso de las tres décadas previas tuvo un carácter claramente contra-cíclico (Chávez *et al.*, 2010; Villagómez y Navarro, 2010), acorde con la práctica internacional de ese momento. Efectivamente, el gasto programable mostró un incremento promedio anual de 12.1% en el marco de la recesión, explicado en gran parte por la instrumentación de diversos programas de infraestructura y de apoyo a las empresas y familias,²⁷ destacando el gasto de capital, rubro que presentó la tasa más elevada, con un fuerte impulso de la inversión física (14.5% anual en promedio). En suma, el gasto público aumentó 7.7% en promedio, con un crecimiento modesto del gasto no programable (1.4%).

Estos esfuerzos del gobierno por impulsar la actividad económica durante la fase recesiva, que provocó una caída de los ingresos tributarios (5.3 en 2008 y 2.5 durante el periodo 2008.04-2009.05), se tuvo que financiar con deuda pública, la cual aumentó su participación en el PIB a 18.8% en el periodo recesivo y provocó que el déficit fiscal aumentara en más de 1 punto porcentual. Aunque esta política no ha llevado a la economía a una situación crítica, sí ha significado un deterioro de las cuentas públicas que tendrá que revertirse en el mediano plazo dadas las disposiciones legales que obligan a mantener el déficit fiscal en niveles cercanos a cero (Chávez *et al.*, 2010; Esquivel, 2012).

²⁷

En particular, el gobierno mexicano instrumentó una serie de programas de reactivación económica que incluían medidas para impulsar la producción, la inversión y el empleo, tales como gasto en infraestructura, créditos directos, apoyos a pequeñas y medianas empresas y acciones administrativas para facilitar la implementación de los programas, entre otros (véase Villagómez y Navarro, 2010).

CONCLUSIONES

En este trabajo se han analizado y contrastado las causas, mecanismos de transmisión, políticas de ajuste y efectos de las dos recesiones que ha experimentado la economía mexicana durante la primera década del siglo XXI. A pesar de que ambas tienen la peculiaridad de haberse originado en la economía de EUA, sus manifestaciones han sido muy distintas. La recesión de 2001 fue larga, especialmente en el sector manufacturero, y de menor magnitud, lo que contrasta con la de 2008 que se caracterizó por una corta duración, pero de una mayor profundidad. La evidencia presentada muestra que en su origen, en EUA, la primera recesión se limitó en gran medida al sector de las tecnologías de la información y que, aunque se asoció al término del auge del sector en la bolsa de valores, no se extendió al resto del sector real debido a que no alcanzó al sistema bancario. Por el contrario, aun cuando la Gran Recesión se originó también en una burbuja especulativa, ahora del sector inmobiliario, su rompimiento se dio en el marco de un elevado nivel de apalancamiento que llevó a un colapso del crédito y, por tanto, a una estrepitosa caída en la demanda que derivó en una profunda recesión.

Ambas recesiones se transmitieron a México principalmente a través de las cuantiosas transacciones comerciales, provocando caídas simultáneas de características similares en la actividad productiva. La poca profundidad de la recesión de 2001 provocó caídas modestas en las transacciones internacionales y, por tanto, se transformó en una recesión moderada en México. No obstante, la incertidumbre derivada de los ataques terroristas de septiembre de 2001 y el ingreso de China a la OMC provocaron una recesión más prolongada en la manufactura y una lenta recuperación de los niveles previos a la recesión en ambos países. Por el contrario, la Gran Recesión se tradujo en reducciones violentas y profundas del comercio, la IED, las remesas y el turismo, lo que provocó mayores caídas en los diferentes sectores de la economía mexicana.

Las políticas de ajuste, procíclicas en la primera recesión y contracíclicas en la segunda, mostraron sus limitaciones para contrarrestar los choques que enfrentó la economía nacional en el marco de la economía global. Sin embargo, no debe olvidarse que antes de estas recesiones, la economía mexicana gozaba de una estabilidad macroeconómica no vista en décadas anteriores, con déficit fiscales bajos, inflación declinante, déficit de cuenta corriente financiable y bajos niveles de endeudamiento. No obstante, la economía mexicana fue golpeada por las dos recesiones, especialmente la última, lo que evidencia su fragilidad a pesar de lo sólido de sus fundamentos.

Los hechos son claros: las fases del ciclo estadounidense se reflejan inmediatamente en la economía nacional, o para decirlo de otro modo, la dinámica de la última depende de la primera, con muy poco margen de maniobra para la política de estabilización. Por tanto, ante las limitaciones que enfrenta para mitigar los choques de corto plazo, la preocupación central de la política tendría que ser el crecimiento de largo plazo.

ANEXO

Anexo 1. Puntos de giro de la Gran Recesión

	<i>Pico</i> (fecha)	<i>Valle</i> (fecha)	<i>Duración</i>	<i>Amplitud</i>
<i>Recesión 2001</i>				
México				
PIB	2000.III	2002.I	6	-2.0
Secundario	2000.IV	2002.I	6	-3.4
Terciario	2000.IV	2002.I	5	-1.9
Manufactura*	2000.7	2003.8	37	-8.7
Estados Unidos				
PIB	2001.II	2001.III	1	-0.3
Secundario	2000.II	2001.IV	5	-3.1
Terciario	-	-	-	-
Manufactura*	1999.11	2001.10	23	-29.8
<i>Recesión 2008</i>				
México				
PIB	2008.II	2009.II	4	-6.7
Secundario	2008.I	2009.I	4	-8.7
Terciario	2008.III	2009.II	3	-7.0
Manufactura*	2008.I	2009.6	17	-14.8

Continúa

Anexo 1. Puntos de giro de la Gran Recesión (*continuación*)

	<i>Pico</i> (fecha)	<i>Valle</i> (fecha)	<i>Duración</i>	<i>Amplitud</i>
Estados Unidos				
PIB	2008.II	2009.II	4	-4.1
Secundario	2007.IV	2009.I	5	-3.1
Terciario	2008.IV	2009.I	1	-0.2
Manufactura*	2008.I	2008.II	11	-34.2

* Meses.

Fuente: elaboración propia con base en la metodología de Artis *et al.* (1997).

BIBLIOGRAFÍA

- Abreu, Dilip y Markus K. Brunnermeier (2003), “Bubbles and Crashes”, *Econometrica*, vol. 71, núm. 1, Hoboken, Wiley-Blackwell, January, pp. 173-204.
- Artis, Michael, Zenon Kontolemis y Denise R. Osborn (1997), “Business Cycles for G7 and European Countries”, *The Journal of Business*, vol. 70, Issue 2, Chicago, The University of Chicago, April, pp. 249-279.
- Banco de México (2001), *Informe Anual 2000*, México, Banco de México, pp. 200.
- _____(2002), *Informe Anual 2001*, México, Banco de México, pp. 228.
- _____(2006), Informe sobre la inflación enero-marzo 2006, pp. 41.
- _____(2008), Informe sobre la inflación octubre-diciembre 2008, pp. 111.
- Blanchard, Olivier (2009), “The Crisis: Basic Mechanisms and Appropriate Policies”, *IMF Working Paper*, WP/09/80, Washington, International Monetary Fund, April, pp. 22 (consultado el 12 de octubre de 2015), disponible en <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0980.pdf>>
- Burnside, Craig y Yuliya Meshcheryakova (2005), “Mexico: A Case Study of Procyclical Fiscal Policy”, en Burnside Craig (ed.), *Fiscal Sustainability in the Theory and Practice*, Washington, The World Bank, pp. 133-174.
- Chávez, Juan Carlos, Ricardo Rodríguez y Felipe de Jesús Fonseca (2010), “Vacas gordas y vacas flacas: la política fiscal y el balance estructural en México, 1990-2009”, *Estudios Económicos*, vol. 25, núm. 5, México, El Colegio de México, julio-diciembre, pp. 309-336.

- Claessens, Stijn y M. Ayhan Kose (2013), "Financial Crises: Explanations, Types, and Implications", *Working Paper*, WP/13/28, Washington, International Monetary Fund, January, pp. 65 (consultado el 13 de febrero de 2015), disponible en <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1328.pdf>>
- Demyanyk, Yuliya S. y Otto Van Hemert (2009), "Understanding The Sub-prime Mortgage Crisis", *The Review of Financial Studies*, vol. 29, núm. 6, Oxford, Oxford University Press, May, pp. 1848-1880.
- Esquivel, Gerardo (2012), "De la inestabilidad macroeconómica al estancamiento estabilizador: el papel del diseño y la conducción de la política económica", en Nora Lustig (coord.), *Los grandes problemas de México*, vol. 1, Crecimiento económico y equidad, México, El Colegio de México, pp. 35-77.
- Galindo, Luis Miguel y Carlos Guerrero (2001), "Los efectos de la recesión estadounidense y el tipo de cambio real sobre el crecimiento económico de México 2001", *Momento Económico*, núm. 116, México, UNAM, julio-agosto, pp. 2-9.
- Godley, Wynne (1999), "Seven Unsustainable Processes, Special Report", Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, New York.
- Gruber, Joseph M. y Steven, B. Kamin (2007), "Explaining The Global Pattern of Current Account Imbalances", *Journal of International Money and Finance*, vol. 26, Issue 4, Dallas, Elsevier, June, pp. 500-522.
- Gutiérrez, Eduardo, Pablo Mejía y Benjamín Cruz (2005), "Ciclos económicos y sector externo en México: evidencia de las relaciones cambiantes en el tiempo", *Estudios Económicos de Desarrollo Internacional*, vol. 5, núm. 1, Santiago de Compostela, AEEADE, enero-junio, pp. 63-90.
- H. Congreso de la Unión (1993), Ley del Banco de México, *Diario Oficial de la Federación*, México, 23 de diciembre de 1993, pp. 30.
- Hernández, Fausto y Alejandro Villagómez (2013), *El enigmático sistema bancario mexicano contemporáneo*, México, Centro de Estudios Espinosa Yglesias, pp. 222.
- Imbs, Jean (2003). "Trade, Finance, Specialization and Synchronization", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 86, núm. 3, Cambridge, MA, MIT Press, April, pp. 723-734.
- International Monetary Fund (IMF) (2015), "Vulnerabilities, Legacies and Policy Challenges", *Global Financial Stability Report*, Washington, International Monetary Fund, October, pp. 131 (consultado el 9 de noviembre).

- bre de 2015), disponible en <<https://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2015/02/pdf/text.pdf>>
- Jorgenson, Dale W. (2001), "Information Technology and the US Economy", *The American Economic Review*, vol. 91, núm. 1, Pittsburgh, American Economic Association, marzo, pp. 1-32.
- Kose, M. Ayhan, Guy M. Meredith y Christopher M. Towe (2004), "How has NAFTA affected the Mexican Economy? Review and Evidence", *Working Paper*, WP/04/59, Washington, International Monetary Fund, Abril, pp. 49 (consultado el día 11 de abril de 2015), disponible en <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0459.pdf>>
- Levchenko, Andrei A., Logan T. Lewis y Linda Tesar (2010), "The Collapse of International Trade during the 2008-2009 Crisis: in Search of the Smoking Gun", *IMF Economic Review*, vol. 58, núm. 2, Washington, Palgrave Macmillan, December, pp. 214-253.
- Liu, Qiao y Frank Song (2001), "The Rise and Fall of the Internet Stocks: Should Financial Analysts be Blamed?", *Manuscrito*, Hong Kong, University of Hong Kong (consultado el 27 de octubre de 2015), disponible en <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=262807>
- López, Sofía S., Francisco Venegas y Francisco López (2013), "El sector mexicano de construcción de viviendas y la crisis financiera mundial: 2008-2009", en Pablo Mejía (coord.), *Fluctuaciones cíclicas y crecimiento económico en México*, México, Plaza y Valdés-UAEMEX, pp. 66-94.
- Loría, Eduardo (2013), "Has the 2009 Mexican Economic Crisis been the Worst Ever?", *Modern Economy*, vol. 4, núm. 3A, Wuhan, Scientific Research, March, pp. 214-235.
- Loría, Eduardo y Ariadna Díaz (2013), "Dos crisis de la economía mexicana: 1995 y 2009. Un análisis dinámico de estado estacionario", *Ciencia Ergo Sum*, vol. 20, núm. 1, Toluca, UAEMEX, marzo-junio, pp. 29-34.
- Machinea, José Luis (2009), "La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica", *Revista de la Cepal*, vol. 97, núm 1, Santiago de Chile, Cepal, abril, pp. 33-56.
- Martínez, Lorenza, Oscar Sánchez y Alejandro Werner (2001), "Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México", *Documento de investigación*, No. 2001-02, México, Banco de México, marzo, pp. 55 (consultado el día 05 de junio de 2015), disponible en <<http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-disursos/publicaciones/documentos-de-investigacion/banxico/%7B7E2CE235-ED88-6196-B6C4-BCC64C70E28A%7D.pdf>>

- Mejía, Pablo y Alfredo Erquizio (2012), *Expansiones y recesiones en los estados de México*, México, Pearson, pp. 128.
- Moreno Brid, Juan Carlos y Jaime Ros (2009), *Development and Growth in the Mexican Economy: A Historical Perspective*, Oxford, Oxford University Press, pp. 328.
- Murphy, Austin (2008), An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions, Social Science Research Network (ssrn), Chicago, Elsevier, November, pp. 1-27 (consultado el 26 de diciembre de 2016), disponible en <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1295-344> 26/12/2016>.
- Sandler, Todd y Walter Enders (2008), “Economic Consequences of Terrorism in Developed and Developing Countries”, en Philip Keefer and Norman Loayza, *Terrorism, Economic Development, and Political Openness*, Cambridge, MIT University Press, pp. 17-47.
- Sayan, Serdar (2006), “Business Cycles and Workers’ Remittances: How do Migrant Workers Respond to Cyclical Movements of GDP at Home?”, IMF Working Paper, WP/06/52, Washington, International Monetary Fund, February, pp. 19.
- Sidaoui, José, Manuel Ramos-Francia y Gabriel Cuadra (2010), “The Global Financial Crisis and Policy Response in Mexico”, *BIS papers*, núm. 54, Basilea, Bank for International Settlements, s.f., pp. 279-298 (consultado el 17 de mayo de 2015), disponible en <<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap54q.pdf>>
- Sosa, Sebastian (2008), “External Shocks and Business Cycle Fluctuations in Mexico: How Important are U.S. Factors?”, *Working Paper*, WP/08/100, Washington, International Monetary Fund, April, pp. 33 (consultado el 14 de julio de 2015), disponible en <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08100.pdf>>
- Stock, James H. y Mark W. Watson (2003), “How did leading Indicator Forecasts Perform During the 2001 Recession?”, *Economic Quarterly*, vol. 89, núm. 3, Virginia, Federal Reserve Bank of Richmond, June-September, pp. 71-90.
- Tornell, Aaron, Frank Westermann y Lorena Martínez (2003), “Liberalization, Growth, and Financial Crises: Lessons from Mexico and the Developing World”, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 34, núm. 2, Washington, Brookings Institution, February, pp. 1-112.
- Villagómez, Alejandro y Luis Navarro (2010), “Política fiscal contracíclica en México durante la crisis reciente: Un análisis preliminar”, *Working Papers DTE* 475, México, Centro de Investigación y Docencia Económicas, mar-

- zo, pp. 40 (consultado el 22 de junio de 2015), disponible en <<http://cide.edu/repec/economia/pdf/DTE475.pdf>>
- Villar, Juan Miguel (2009), “La crisis económica actual. Sus orígenes y características. Medidas para salir de la misma”, *Revista de Obras Públicas*, núm. 3496, Madrid, Órgano Profesional de los Ingenieros de Caminos, Canales y Puertos, pp. 19-44.
- Yang, Yongzheng (2006), “China’s Integration into the World Economy: Implications for Developing Countries”, *Asian-Pacific Economic Literature*, vol. 20, Issue 1, Canberra, May, pp. 40-56.