

▪ HÉCTOR CUADRA MONTIEL

Reflexiones sobre las crisis en los 90: México y el sudeste asiático

RESUMEN

El presente artículo reflexiona acerca de las relaciones entre los procesos de globalización y la integración segmentada de los mercados emergentes internacionales. Se analiza la ocurrencia de dificultades monetarias y financieras serias y críticas en los años noventa en México y el sudeste asiático. Además, se consideran los elementos y las características de las respuestas globales para enfrentar dichas crisis, en un esfuerzo por tomar enseñanzas relevantes de la historia económica reciente.

PALABRAS CLAVE: GLOBALIZACIÓN, CRISIS, MERCADOS EMERGENTES, MÉXICO, SUDESTE ASIÁTICO

ABSTRACT

This paper reflects on the globalization processes and the flawed and incomplete integration of emerging markets. Its focus is not only on the key features of the financial crises of the 90's in Mexico and South East Asia, but also on the global responses they triggered, such as the bailouts for the Mexican economy and the most severely affected South East Asian markets. Both cases provide valuable lessons not to be ignored in contemporary economic history.

KEYWORDS: GLOBALIZATION, CRISIS, EMERGING MARKETS, MEXICO, SOUTH EAST ASIA

Recepción: 25 de febrero de 2013.
Dictamen 1: 29 de marzo de 2013.
Dictamen 2: 22 de abril de 2013.

REFLEXIONES SOBRE LAS CRISIS EN LOS 90: MÉXICO Y EL SUDESTE ASIÁTICO

HÉCTOR CUADRA MONTIEL*

APUESTA FALLIDA EN MÉXICO 1994: CETES, TESOBONOS Y ELECCIONES

En retrospectiva, las dificultades monetarias y financieras enfrentadas por la economía mexicana podrían ser caracterizadas como crisis de liquidez financiera. A lo largo de las décadas de los ochenta y noventa, los cambios estructurales en la economía mexicana tendieron a subestimar los desequilibrios económicos, como el importante déficit en cuenta corriente. Sin duda, los indicadores de las finanzas públicas a mediados de los años noventa eran mejores en comparación con los de la década anterior, además de que se había reducido la inflación a un solo dígito, a diferencia de más de 150% que alcanzó en la segunda mitad de los años ochenta.

No debe olvidarse el detalle de que una de las variables económicas fuera del alcance de las autoridades económicas y gubernamentales en los mercados emergentes es la tasa de interés en Estados Unidos. Cambios a la baja, por lo general, se traducen en emigración hacia los mercados emergentes en búsqueda de mayores tasas de interés; mientras que, en caso contrario, un aumento en las tasas de interés estadounidenses hace que flujos de capitales de todas latitudes abandonen los mercados en los que se encontraban y busquen una participación de los rendimientos que se ofrecen en el mercado estadounidense. Incrementos en las tasas de interés norteamericanas pueden traducirse en serias dificultades para aquellas economías que dependen en extremo de la atracción de capital para financiar sus déficits externos y para el mantenimiento de su paridad cambiaria (Lustig, 1998).

* El Colegio de San Luis, Programa de Estudios Políticos e Internacionales. Correo electrónico: h.cuadra.montiel@gmail.com y hcuadra@colsan.edu.mx

Variaciones porcentuales en las tasas de interés internacionales, por mínimas que parezcan, tienen un fuerte impacto sobre los mercados emergentes. Algunos autores han llamado la atención sobre el hecho de que sean incrementadas las tasas de interés internacionales tan sólo en un punto porcentual únicamente para México podría traducirse en erogaciones de más de 1 600 millones de dólares por concepto de servicio de deuda externa, asumiendo que su totalidad fuese contratada a tasa flotante y el saldo deudor de la segunda mitad de los años noventa. Los cambios en las tasas de interés contribuyeron a que los inversionistas movilizaran sus fondos y recursos hacia mercados con menor riesgo y mejores dividendos, no sólo fuera de México, sino también de un grupo de mercados emergentes (Adams, 1997).

En el contexto internacional, el incremento de las tasas de interés en Estados Unidos, que durante 1994 prácticamente se doblaron, tuvo un tremendo efecto sobre el mercado emergente mexicano. El aumento en las tasas de interés norteamericanas reducía el atractivo de los rendimientos proporcionados por los Tesobonos, instrumentos financieros de corto plazo. En realidad, se les otorgaba a los inversionistas una alternativa para invertir en los Fondos del Tesoro de los Estados Unidos. Para una muy significativa mayoría, la elección estaba muy clara: acercarse al estable mercado norteamericano o continuar en un mercado emergente que acusaba rasgos importantes de inestabilidad e incertidumbre. La reducida tasa de ahorro interno, simultáneo a un creciente déficit en cuenta corriente financiado por medio de la entrada de importantes flujos de capital, los que cada vez escasearon de manera preocupante a fines de 1994 en un contexto de sobrevaluación del peso, aplicando de parte de las autoridades mexicanas rígidas políticas monetarias y fiscales preocupadas por no alterar los niveles inflacionarios de un solo dígito, colocaban a la economía emergente de México en una situación de vulnerabilidad frente a los choques externos debido a sus debilidades internas (Adams, 1997).

El levantamiento zapatista en el sureño estado de Chiapas y el asesinato de figuras políticas importantes, incluyendo el candidato del partido en el poder a la presidencia de la república, fueron eventos que a lo largo de 1994 contribuyeron a modificar la percepción internacional sobre la estabilidad política en México. No sólo comenzó a reducirse el ritmo de entrada de flujos de capital, sino además se revertió debido a la salida de importantes montos de recursos internacionales hacia otros mercados. Al inicio, la decisión de las autoridades gubernamentales mexicanas de mantener la política cambiaria recibió apoyo de sus contrapartes en el TLCAN. Inmediatamente después del asesinato del candidato presidencial priista en marzo de 1994, tanto Canadá como Estados Unidos acordaron proporcionar

recursos a México. Sin embargo, las autoridades económicas mexicanas optaron por no utilizar esos recursos (Lustig, 1998).

El manejo de cambios en las variables macroeconómicas comenzó a postergarse por los tiempos políticos en México. La administración saliente decidió aguantar los ajustes en el tipo de cambio en aras de la transición política, en un convulsionado ambiente mexicano. Durante el segundo trimestre de 1994, el tipo de cambio del peso se ubicaba en el límite de la banda de fluctuación cambiaria. Mismo periodo en el que la suma de poseedores de Tesobonos comenzaba a crecer de manera muy significativa. En ese año, la composición de la deuda gubernamental se había modificado por completo. Si en el último mes de 1993 los Cetes significaban más de 75%, mientras que los Tesobonos no alcanzaban 5% del total, para diciembre de 1994, 14% correspondía a los Cetes, y más de 80% estaba denominado en Tesobonos. El rápido incremento de los Tesobonos y el cambio en la proporción de la deuda hizo que más de 80% de la deuda doméstica de corto plazo se encontrara en manos de extranjeros. Varios analistas han traducido estos indicadores como síntoma de la falta de credibilidad en la política cambiaria que prevalecía entonces (Lustig, 1998; Cuadra Montiel, 2000).

Sin duda, algunos aspectos poco divulgados de la crisis mexicana son que existía una amplia base de más de 12 millones de inversionistas norteamericanos con participación en el mercado mexicano; que residentes norteamericanos poseían más de 90% de los Tesobonos en manos de extranjeros, con un valor de más de 16 000 millones de dólares; que en importante medida, la respuesta y la participación de las autoridades económicas y gubernamentales estadounidenses para enfrentar, detener y contener la crisis se debieron al respaldo de los propios intereses norteamericanos y de sus ciudadanos; que el papel de los organismos financieros internacionales, tales como el FMI, el Banco de Pagos Internacionales y el Banco Mundial, junto con las autoridades norteamericanas, atendía la estabilización de la moneda en un marco regional novedoso y reciente, sin olvidar tanto la viabilidad como las consecuencias en el sector bancario como una de las preocupaciones, no sólo en Washington, sino también en los mercados financieros internacionales (Adams, 1997; Cuadra Montiel, 2000).¹

Aunado al importante papel que desempeñaron a fines de 1994 los más de 16 000 millones de dólares denominados en Tesobonos y en poder de manos extranjeras —según algunos estudios cerca de 10 000 millones de dólares en los

¹ Algunos analistas han aventurado que un colapso económico total del mercado emergente mexicano, seguido de una fuga sobre el dólar, hubiera tenido impactos graves no únicamente en mercados emergentes, sino también en los principales mercados asiáticos, europeos y de América del Norte.

primeros meses del año—, los 18 000 millones de dólares en obligaciones contraídas en moneda extranjera de la banca comercial mexicana, todos los cuales tenían como vencimiento 1995, colocaban al sector financiero en una posición de vulnerabilidad frente a los choques externos, tal y como sucedió en diciembre de 1994.

Por otro lado, la desaceleración en la entrada de flujos de capital estuvo acompañada de una política monetaria que después se mostró incompatible con la política cambiaria. Las autoridades monetarias mexicanas pretendieron contrarrestar la disminución del nivel de las reservas internacionales de divisas incrementando el crédito doméstico para mantener la base monetaria constante. Esto propició el inicio del descenso en las tasas de interés domésticas en julio de 1994, tendencia contraria a la de las tasas de interés en Estados Unidos, que apuntaban al alza (Lustig, 1998).

Aún después de las elecciones presidenciales, los flujos de capital no retornaron a México como se esperaba. La nueva administración, que entró en funciones en diciembre de 1994, se enfrentaba con la dificultad de que la tendencia alcista de las tasas de interés norteamericanas se convertía en un importante factor que, por su atracción sobre los flujos de capital, presentaba dificultades para el financiamiento del déficit de la cuenta corriente. Los inversionistas convirtieron sus pesos en dólares en noviembre (Lustig, 1998).

Con el nivel de reservas internacionales arriba de 10 000 millones de dólares, las autoridades económicas y gubernamentales mexicanas acordaron modificar el margen de la banda de flotación cambiaria a cuatro pesos por dólar, lo que se traducía en un incremento de 15% con respecto del techo anterior.² El anuncio se hizo el 20 de diciembre de 1994, lo que provocó que en el transcurso de dos días 5 000 millones de dólares abandonaran el mercado emergente mexicano. La señal de los mercados respecto de la cotización cambiaria era de incredulidad. Ello dejó a las autoridades mexicanas con un muy reducido espacio de maniobra, razón por la que se autorizó que la cotización del peso flotara libremente, impidiendo que el Banco de México interviniera para el mantenimiento del tipo de cambio del peso frente al dólar dentro de los márgenes de una banda de fluctuación preestablecida. A continuación sucedieron efectos de contagio en mercados emergentes, principalmente los latinoamericanos (Lustig, 1998).

² Vale la pena recordar que las autoridades mexicanas en el sistema de bandas de fluctuación cambiarias en las que ubicaron el peso, desde el principio permitieron un incremento controlado de 0.0004 pesos diarios, lo que en otras palabras era un deslizamiento devaluatorio controlado de 4% anual. Partían de la paridad inicial de 3.06 pesos por dólar estadounidense, considerando un rango de tolerancia de más o menos 3%. A pesar del desliz depreciatorio diario, las reservas disminuyeron en extremo para diciembre de 1994, a lo cual le siguió la devaluación del peso durante la segunda quincena del mes (Adams, 1997).

Una vez que las autoridades económicas y gubernamentales en México decidieron mantener inalterada la política cambiaria, no se garantizó que el resto de las variables macroeconómicas, en especial las de la política monetaria, fueran congruentes con este objetivo, ante una más disminuida entrada de flujos de capital. Llama la atención que a las tasas de interés se les permitiera descender aun cuando las tasas en los mercados externos se elevaban y las expectativas de una inminente devaluación se asomaban en el horizonte, como lo evidencia el cambio de Cetes a Tesobonos por parte de los inversionistas extranjeros casi al mismo tiempo. No cabe duda de que permitir la conversión masiva de Cetes a Tesobonos y resistir el momento para ajustar la paridad cambiaria devaluándola tuvieron el propósito de librar el periodo de elecciones presidenciales para evitar que por el descontento de la población se otorgara el triunfo político electoral a alguna fuerza opositora (Lustig, 1998; Cuadra Montiel, 2000).

Importantes errores de cálculo, tanto en el sector privado como en el sector público, se conjugaron para que la crisis monetaria y financiera irrumpiera en el mercado emergente de México. Cuando las autoridades económicas y gubernamentales permitieron la libre flotación del peso en la segunda quincena de diciembre de 1994, el nivel de las reservas internacionales de divisas se encontraba alrededor de los 6 000 millones de dólares, mínimo histórico en varios años. La dificultad se acrecentaba dado que las autoridades mexicanas enfrentaban deudas financieras en dólares en un periodo muy corto. Al mes siguiente, en enero de 1995, debían saldarse 3 300 millones de dólares denominados en Tesobonos, adicionales a otros 9 900 millones de dólares que vencían en el primer trimestre de ese año. Con anterioridad a la devaluación del peso, tanto las autoridades mexicanas como los mercados internacionales habían evaluado que no se enfrentarían problemas para saldar esos compromisos. Después de la depreciación del peso, el hecho de que las autoridades mexicanas carecieran de la liquidez para hacerle frente a las obligaciones de los Tesobonos en las semanas siguientes se volvió el tema de preocupación en los círculos financieros (Lustig, 1998).

Fue muy evidente que la devaluación del peso desató inquietud y respuestas de pánico financiero, a las que hicieron frente tanto las autoridades mexicanas como miembros de la comunidad internacional. Estados Unidos tomó la iniciativa de reunir ayuda financiera por 18 000 millones de dólares. Sin embargo, ese monto probó ser insuficiente para calmar los temores de inversionistas internacionales y de mercados financieros. Los compromisos financieros de México en el corto plazo rondaban los 50 000 millones de dólares, monto que no alcanzaba a cubrir la suma de 6 000 millones de dólares en las reservas de divisas y la oferta de 18 000 millones proporcionados por

los norteamericanos. Se hizo evidente entonces que, para calmar el pánico financiero, la asistencia financiera debía ser lo suficientemente grande para borrar los temores de que la economía mexicana se declarara en moratoria (Lustig, 1998).

Meses después, del total declarado a disposición de las autoridades económicas y gubernamentales mexicanas de más de 52 000 millones de dólares, sólo se concretaron 20 000 millones de parte de Estados Unidos, la aportación del FMI por 18 000 millones de dólares, más 1 000 millones de dólares proporcionados por las autoridades canadienses, sin dejar de lado los créditos del Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo por 3 000 millones de dólares (Lustig, 1997; Cuadra Montiel, 2006).

El manejo de la paridad cambiaria siguiendo el calendario político mexicano resultó desastroso para la economía mexicana. Las autoridades mexicanas prolongaron el ajuste del tipo de cambio debido a que temían que afectara la reputación de México en los círculos financieros y de inversión internacionales, además de que debilitaría la economía ante una difícil elección presidencial. Cuando ocurrió la devaluación forzada en diciembre, el resultado fue catastrófico. Otra significativa enseñanza acerca del manejo de los tipos de cambio fijos, a pesar de su utilidad para estabilizar los precios, es que puede imponer graves costos cuando los mercados de capitales cambian de decisión sobre la colocación de sus recursos. Según varios analistas, es más recomendable una paridad cambiaria más flexible dado que puede sortear con menores restricciones los choques externos (Lustig, 1998).

Algunos estudiosos han destacado que una vez que se ratificó la decisión de mantener inalterada la paridad cambiaria del peso, resultó inadecuada la alternativa de esterilizar la salida de flujos de capital mediante el incremento cuantitativo en el crédito doméstico y el cambio de la mayoría de la deuda de corto plazo denominada en pesos por una deuda indizada al dólar.³ La justificación que se ha aducido para esterilizar la salida de flujos de capital es que se pretendía evitar el incremento de las tasas de interés y las dificultades bancarias. Sin embargo, esta estrategia presupone que las dificultades políticas serían temporales; mientras que, por el contrario, el ambiente del TLCAN sería más fuerte y permanente atrayendo de nueva cuenta montos significativos de entrada de flujos de capital (Lustig, 1998).

Inmediatamente después de la devaluación del 20 de diciembre de 1994, el Tesoro norteamericano autorizó la activación de una línea *swap*, que se había

³ Tanto la crisis del peso mexicano como las dificultades monetarias y financieras del sudeste asiático muestran el peligro de un inadecuado manejo de expansiones de crédito por un sector bancario laxo, permisivo e ineficiente, de cara a riesgos de falta de liquidez.

establecido tras el asesinato del candidato del partido en el poder a la presidencia de la república. No sólo fue de considerable importancia la dimensión interna de la crisis financiera y monetaria del mercado emergente mexicano; en el escenario internacional no debe pasarse por alto el impacto en otros mercados emergentes, sobre todo latinoamericanos. Lo anterior se debió, entre otras causas, a que México era y es considerado un modelo y referencia de los procesos de liberalización y desregulación económica, privatización, recuperación de la estabilidad y el crecimiento económicos.

Para algunos analistas, la crisis de confianza de los inversionistas internacionales hacia el mercado emergente de México, y a la que se han referido como el error de diciembre, en un sentido práctico se traduce como falta de planeación e inadecuadas relaciones públicas internacionales para informar a sus contrapartes en Estados Unidos y en los organismos financieros internacionales, así como para calmar las inquietudes de los mercados de capitales. El temor de que México faltara a sus compromisos financieros, considerando que no sólo en los primeros días de 1995, sino aun de enero de ese año, los 6 000 millones de dólares en reservas de divisas se agotarían al tratar de cubrir las obligaciones de la deuda de corto plazo indexadas al dólar y denominadas Tesobonos, funcionó como señal de alarma que activó el detonador de la crisis mexicana (Adams, 1997; Cuadra Montiel, 2000 y 2006). Respecto de las dificultades bancarias en México a mediados de los años noventa, debe tenerse en cuenta que en el ámbito internacional, tanto procesos de liberalización y desregulación financiera, así como innovaciones en los instrumentos, impulsaron tendencias de expansión en los mercados financieros a mediados de los años ochenta. De ello comenzaron a beneficiarse las economías desarrolladas y las instituciones financieras, superando al mercado interbancario y favoreciendo el creciente papel de los intermediarios financieros no bancarios. Así, después de la crisis de la deuda en 1982, los mercados financieros se habían transformado, con diferentes términos de competencia entre los intermediarios y las convenciones regulatorias (Correa, 1998).

LA CRISIS BANCARIA MEXICANA DE MEDIADOS DE LOS 90

Los procesos de globalización económica nos colocan en el umbral de una nueva dinámica orientada al mercado, en el cual la integración de la banca, los seguros y los mercados de derivados conllevan una profunda transformación en la estructura de

las instituciones y los mercados financieros internacionales. Acorde con la tendencia global de reemplazar la represión financiera o intervención en los mercados por la liberalización de los sistemas financieros, la desregulación y liberalización financiera se convierte en el reto por venir de las economías en desarrollo que pretendan alcanzar mayores tasas de crecimiento e integrarse con los mercados financieros internacionales. Sin embargo, su instrumentación y seguimiento no garantizan el éxito económico, como lo evidencian el caso mexicano y el del sudeste asiático.

El sistema bancario mexicano ha sufrido cambios significativos en las últimas décadas. Fue nacionalizado en 1982; después siguió políticas de liberalización y desregulación desde 1988, incluyendo la reprivatización del sistema bancario y la integración de los mercados financieros de México con las instituciones y los mercados de Estados Unidos y Canadá.⁴ En la actualidad, el sistema bancario mexicano tiene un alto grado de concentración y alta rentabilidad, a pesar de los problemas en la recuperación de la cartera (Ortiz y Lewis, 1997).

Tras la crisis mexicana, se ha estimado que el costo fiscal de los programas encaminados a apoyar el sistema financiero en México para 1997 rondaban 15% del PIB, que sería amortizado en un periodo de treinta años durante la vida de los programas; mientras que, según algunos analistas, un par de años más tarde la proporción del costo fiscal de estos programas de respaldo financiero se había elevado 20% del PIB (Huerta González, 1998b).⁵

Un punto importante es que la crisis bancaria mexicana se gestó con anterioridad a la crisis monetaria y financiera de 1994 y 1995. El monto de la cartera vencida evolucionó durante todo el periodo del auge crediticio desde fines de los años ochenta, además del deterioro de su tasa marginal a partir de 1994, debido a diversos factores. Debilidades heredadas y cambios institucionales propiciaron que se tomaran riesgos elevados en operaciones de valores y crédito sin las coberturas correspondientes, en algunos casos vinculados con fallas en la administración, que se agravaron por el entorno cambiante en los mercados financieros, en especial el alza en las tasas

⁴ Con el objetivo de desarrollar un sistema financiero capaz de competir con intermediarios internacionales, y de movilizar recursos internacionales a la economía nacional, se buscó la liberalización, desregulación e innovación financiera, junto con el fortalecimiento de los intermediarios financieros y la privatización de la banca comercial, sin dejar de lado la internacionalización e integración de los mercados financieros nacionales, ni el finalizar con los mecanismos obligatorios para financiar los déficits gubernamentales.

⁵ En opinión de algunos autores, la economía mexicana carece de bases productivas y de acumulación que a manera de fundamentos macroeconómicos sólidos puedan estabilizar al sector financiero, para que éste a su vez otorgue recursos favorables a la esfera productiva y al sector público, debido a que la entrada de flujos de capital ha resultado de importancia para el financiamiento de los desequilibrios macroeconómicos y la estabilidad monetaria (Huerta González, 1998b).

de interés norteamericanas (Cuadra Montiel, 2000 y 2006). El marco legal de la actividad bancaria en México acusaba serias deficiencias, por lo que el efecto de la crisis monetaria contribuyó a que se agravaran los índices de créditos irregulares reduciendo los márgenes e intermediación con que venían operando los bancos.

Desatención de los detalles del proceso de transición de la banca mexicana originalmente nacionalizada y regulada para enfrentar los procesos de privatización y desregulación son elementos que muestran que las autoridades económicas y gubernamentales no pusieron especial atención ni contaron con la suficiente experiencia para la transición hacia un régimen bancario privatizado. Tiempo después se puso en marcha un conjunto de programas de apoyo que buscaba enfrentar los problemas del sector bancario de México, poniendo especial énfasis en la parte dañada de los activos, principalmente la cartera vencida del crédito, al tiempo que obligaba a los intermediarios bancarios a fortalecer el capital. De manera complementaria, se buscó amortiguar el impacto de la crisis para los deudores.

Los planes de rescate elaboradas por las autoridades mexicanas evitaron situaciones de pánico entre los ahorradores, y la mayoría de los intermediarios pudo mantener su operación con relativa normalidad. A pesar de ello, el costo de las transferencias fiscales que las autoridades destinaron para soportar a los bancos y los deudores ocasionó un aumento considerable de la deuda pública interna, que por desgracia anuló los avances que se habían conseguido en ese rubro (Cuadra Montiel, 2000 y 2006).

LA CRISIS DE 1997 Y 1998 EN EL SUDESTE ASIÁTICO

Un éxodo masivo de capitales de parte del sector privado, como ocurrió en los mercados financieros del sudeste asiático, contribuye a que el escenario internacional se torne cada vez más complejo. Quizá una de las lecciones más dolorosas, no sólo para Tailandia, Indonesia, Malasia y Corea del Sur, sino también para México, resulta el contener y limitar el crecimiento de flujos inestables de capital a corto plazo dentro de márgenes y condiciones adecuadas para ser supervisados con eficiencia, acorde con las sugerencias de diversos analistas financieros e internacionales.

Un escenario óptimo sería que, además de ejercer una adecuada supervisión de los flujos financieros de corto plazo, se atrajera una proporción creciente de flujos de capital a largo plazo, en especial inversión extranjera directa e inversiones de cartera a plazos mayores. Todo ello debe ser instrumentado con cuidado mediante

respaldos adecuados de las políticas macroeconómicas concebidas por las autoridades económicas y gubernamentales. Diversos estudios sugieren limitar los flujos de corto plazo al financiamiento de transacciones comerciales de corto plazo, debido a que este tipo de financiamiento es probadamente útil para los flujos comerciales, pero no lo es del todo para las inversiones de plazos mayores (Radelet y Sachs, 1998a).

La mayoría de los actores internacionales encuentran dificultades para aprender de las experiencias de otros, y aprenden duramente de sus propios errores. Varios millones de personas afectadas en los mercados que han sido impactados por las crisis monetarias y financieras durante los últimos años han señalado importantes líneas de aprendizaje merced a sus respectivas experiencias. Tanto México como Corea del Sur, Filipinas, Malasia, Indonesia y Tailandia han legado dolorosas e inquietantes lecciones sobre los mercados financieros en una economía internacional crecientemente globalizada (Cuadra Montiel, 2000 y 2006). Esperemos que dichas lecciones, asimiladas de manera tan dura, no sean repetidas bajo ninguna circunstancia. Tomemos del aprendizaje histórico las enseñanzas necesarias para construir un mejor futuro.

Para 1997 ya había avanzado mucho el deterioro de las condiciones macroeconómicas en la región del sudeste asiático. Por ejemplo, se ha destacado que un gran número de instituciones financieras tailandesas se encontraba en difícil posición antes de que ocurriera la crisis, se devaluara el baht y más de 50 intermediarios financieros quebraran y fueran obligados a cerrar sus puertas. De manera similar, en Corea del Sur había irregularidades antes de los últimos meses de 1997, cuando las finanzas coreanas fueron golpeadas con mayor virulencia. Los chaebol o conglomerados que quebraron o se encontraron en fuertes dificultades durante ese año y el siguiente mostraban desequilibrios en sus finanzas. Por otro lado, una diferencia importante la proporcionó el caso de Malasia, donde el sector de bienes raíces enfrentó un crecimiento especulativo acompañado de movimientos accionarios, ante los que la banca central malaya aguardó en demasía para intervenir (Corsetti, Pesenti y Roubini, 1998).⁶

Reflejando las condiciones macroeconómicas de la región, los mercados de valores devaluaron sus monedas. La primera en sufrir ataques especulativos fue el baht

⁶ Aunado a lo anterior, el contexto internacional no resultaba particularmente favorable. Las debilidades económicas y financieras de Japón afectaron las economías de la región por la reducida demanda de sus importaciones. El mantenimiento de una política monetaria laxa y de tasas de interés bajas hicieron que el yen se continuara devaluando frente al dólar desde mediados de 1995, lo que exacerbó las tensiones de los tipos de cambio en el sudeste asiático y, un par de años después, provocó apreciaciones reales de las monedas asiáticas que habían fijado su paridad con la moneda norteamericana (Corsetti, Pesenti y Roubini, 1998).

tailandés durante la primavera de 1997, lo cual coincidió, según algunos estudios, con el peor escenario financiero de la región. Una vez que esta moneda comenzó a devaluarse, presiones especulativas se cernieron sobre mercados emergentes con estructura económica similar a la de Tailandia. Tal fue el caso de Malasia, de Indonesia y de Filipinas. La primera reacción de las autoridades monetarias frente a las presiones especulativas en el mercado cambiario externo fue la de buscar evadir una contracción monetaria importante y cuidar que las tasas de interés en sus mercados no se elevaran demasiado. La depreciación puso en peligro la viabilidad financiera de diversas firmas a las cuales una política monetaria laxa pretendía conservar, a la vez que incrementaba el costo de la recuperación de sus monedas por encima del nivel de sus medios fiscales (Cuadra Montiel, 2000 y 2006). Sólo después de que las monedas se habían devaluado de manera importante, y con posterioridad a que los pasivos extranjeros empujaron a una fracción significativa de las firmas y agentes de mercado a dificultades financieras, las respectivas autoridades monetarias modificaron su posición y cambiaron a condiciones más rígidas. Sin embargo, el efecto del cambio tardío en el endurecimiento de las políticas económicas se volvió negativo (Corsetti, Pesenti y Roubini, 1998).

De las economías afectadas llama la atención el caso de Indonesia, porque los efectos del contagio de la crisis exacerbaron los problemas y las debilidades de su economía, víctima de la escasa e inadecuada supervisión de su sistema bancario, corrupción, tráfico de influencias, alta concentración del poder y una creciente deuda externa de corto plazo, entre otros. Si bien esta serie de irregularidades es importante, había sido calificada como la más benigna de la región, y menos drástica que en Tailandia, epicentro de la crisis monetaria y financiera. En un principio, Indonesia no parecía un fuerte candidato para los programas de ajuste del Fondo Monetario Internacional, pero, irónicamente, una vez que el ajuste comenzó, Indonesia parecía debilitarse aún más que sus vecinos. A la dimensión económica original se le adicionó la dimensión política de un régimen que, tras varios lustros de inmovilidad y permanencia en el poder, no mostraba signos de renovación ni de sucesión próxima. En contraste, los cambios de autoridades gubernamentales en Tailandia y Corea del Sur contribuyeron a la recuperación; mientras que en Indonesia, las muy escasas y casi nulas perspectivas de cambio de las autoridades gubernamentales contribuyeron a una contracción económica de dimensiones innecesarias (Radelet y Sachs, 1998b).

La desproporción de la deuda de corto plazo, principalmente en Tailandia, Indonesia y Corea del Sur, propició falta de liquidez y descapitalización en sus

respectivos sistemas bancarios. En paralelo a la reestructuración y recapitalización bancaria, se hizo evidente la necesidad de reestructurar firmas y conglomerados, por un lado, y de recapitalizar los sectores corporativos no financieros; por otro lado, en esa región, las reservas internacionales necesitaron ser fortalecidas y apoyadas en una estrategia de mediano y largo plazo, para mejorar las paridades cambiarias en estas economías (Radelet y Sachs, 1998a).

La contracción económica que siguió a la crisis monetaria y financiera en la que el mercado cambiario se colapsó se manifestó en la depreciación de los mercados de valores, en el aumento del desempleo, en la declaración de bancarrota de firmas tanto financieras como no financieras y en la ampliación de una atmósfera de pesimismo en el periodo más inmediato a la crisis. Sin embargo, la reforma económica aceleró y algunos cambios políticos fueron calificados como positivos. Mercados vecinos a los más afectados por la crisis de 1997 y 1998 redujeron su ritmo de crecimiento, y en el nivel global se estimó una desaceleración del producto mundial.⁷ Una crisis monetaria propicia estrechez en la liquidez, mayores tasas de interés y una contracción del crédito, que si bien es mucho más severa en el área afectada, tiene repercusiones internacionales merced a los procesos de globalización e internacionalización segmentada (Cuadra Montiel, 2000 y 2006).

Las evidencias del impacto de la crisis monetaria y financiera del sudeste asiático mostraron que, mientras las monedas se depreciaban y los flujos de capital se retiraban de los mercados emergentes, muchas variables de distinta naturaleza intervinieron para crear una atmósfera de pánico financiero que creció en espiral y salió del control de las economías afectadas. Una vez que la confianza internacional en las estrategias de recuperación económica se erosionó de modo significativo, y se evidenció que la contracción económica en la región pudo ser de mayores dimensiones a las que en un principio se había considerado, prestamistas e inversionistas retiraron indistintamente una cantidad aún mayor de fondos financieros.

La crisis monetaria y financiera en el sudeste asiático tuvo un enorme costo social incrementando las contradicciones y los conflictos sociales en las economías que se vieron más afectadas desde julio de 1997 y durante el año siguiente. En este sentido, la política social fue fuente de preocupación, porque debe jugar una parte integral en la selección de respuestas políticas a los problemas económicos,

⁷ La crisis monetaria y financiera padecida con virulencia en el sudeste asiático tuvo repercusiones en el mercado emergente mexicano, si bien de manera indirecta al propiciar la caída en los precios de las cotizaciones de las materias primas y el petróleo. México instrumentó algunas políticas económicas para tratar de reducir el impacto en las finanzas públicas debido a la declinación internacional de la cotización petrolera (Huerta González, 1998b).

dado que pueden contribuir a mitigar los efectos y repercusiones sociales de las crisis económicas.

Una de las lecciones que deja la ocurrencia de crisis monetarias y financieras en los mercados emergentes es que la provisión de información confiable y oportuna representa uno de los antídotos contra el exceso financiero. La transparencia informativa y el seguimiento de estándares internacionales buscan garantizar la confianza, tanto en los mercados como en los instrumentos financieros, y evitar que se erosione y provoque dificultades. Las facilidades e innovaciones tecnológicas que se han asociado con los procesos de liberalización y desregulación financiera han facilitado la provisión de nuevos productos y servicios cuyos riesgos son dignos de tomarse en cuenta. Los mercados financieros se mantienen en constante cambio y evolución, y tanto los agentes como todos los involucrados con ellos no pueden pasarlos por alto, aun a costa de su propio riesgo (Krause, 1998).

En una economía con adecuado funcionamiento, debido a que el crecimiento y el desarrollo incrementan tanto el volumen como la importancia de dirigir montos de recursos hacia los usos más productivos, deben llevarse a cabo por los intermediarios financieros, sean de naturaleza bancaria o no bancaria. Con el objetivo de incrementar su eficiencia, se recomienda que sean expuestos a la competencia, incluso externa. Debido a que ésta es una función de las autoridades gubernamentales, resulta imperativo que se eviten las distorsiones de cualquier naturaleza (Krause, 1998; Cuadra Montiel, 2000 y 2006).

Los organismos financieros internacionales recomiendan que se adopten tipos de cambio de características flexibles, porque permiten un margen de maniobra mayor a las autoridades económicas y gubernamentales en caso de enfrentar ataques a sus monedas. Asimismo, debe ponerse mayor atención al financiamiento de los déficits de cuenta corriente para evitar un endeudamiento externo excesivo con instrumentos de corto plazo, o mediante instrumentos financieros que puedan revertirse con facilidad. Si bien los organismos financieros internacionales recomiendan que los flujos de capital sean liberados y desregulados, algunos mercados los controlan para limitar su exposición a una volatilidad extrema, y son precisamente estos organismos los que también han reconocido que la liberalización de un sistema financiero no debe ocurrir hasta que se haya preparado y evaluado el proceso de desregulación y liberalización, dado que los riesgos, como se ha visto, son grandes, como lo son los beneficios, si se hace de manera adecuada (Krause, 1998).

La crisis del sudeste asiático demostró que aun las economías exitosas pueden resultar afectadas si ignoran las evidencias de las deficiencias en sus sistemas

financieros. Además del manejo de las políticas económicas y la atención a las variables macroeconómicas, la incertidumbre política se convirtió en un detonante fundamental que, en mayor o menor grado, encontramos en los mercados emergentes que fueron sorprendidos por la crisis monetaria y financiera de la región en 1997 y 1998, y también años antes en México.

Los flujos privados de capital dominan el panorama del sistema financiero internacional y dejan en minúscula comparación a los flujos oficiales de capital. Si bien los paquetes de rescate coordinados por el Fondo Monetario Internacional principalmente para Corea del Sur, Tailandia, Indonesia y Malasia resultan de los más grandes y significativos para ese organismo financiero, la verdad es que palidecen frente al volumen de los flujos privados de capital. De ahí que se alcen voces pidiendo una nueva arquitectura del sistema financiero internacional. Las propuestas para reformar el sistema financiero internacional, sin embargo, no tendrán un perfil radical de restringir los flujos de capital o pretender hacerlos menos eficientes. Las propuestas que tenemos que atender se encaminan más bien a mejorar tanto el acceso como la calidad, la confiabilidad y la oportunidad de la información, al fortalecimiento de una vigilancia prudencial y la reducción del daño moral. También se prestará atención a la construcción de sistemas financieros más sólidos mediante la adopción de estándares financieros internacionales, la provisión de mecanismos de supervisión internacional, y quizá algún mecanismo de supervisión que evite que los estándares financieros internacionales sean ignorados⁸ (Krause, 1998).

Pero tal vez uno de los más difíciles cambios en la arquitectura financiera internacional sea la creación de un mecanismo en el que el sector privado comparta de manera más equitativa los riesgos y las consecuencias de sus propias decisiones financieras, sea endeudamiento o cualquier otro mecanismo que conlleve riesgo, y quizá el tiempo más propicio para probar el sistema sea otra vez alguna crisis financiera, que es cuando el daño moral generalmente aparece (Cuadra Montiel, 2000). El refinanciamiento de la deuda privada podría presentarse como una parte integral de los paquetes de rescate del Fondo Monetario Internacional, en donde los representantes privados tomarían parte en las negociaciones (Krause, 1998).

⁸ El modelo para ello quizá pueda ser encontrado en los Principios para una Efectiva Supervisión Bancaria del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, y de manera similar podrían derivarse estándares similares para criterios de clasificación de deuda, quiebra financiera, y requerimientos para firmas y agentes de mercado, áreas problemáticas que ya están intentando ser atendidas con mayor precisión.

Durante varios años, los mercados emergentes del sudeste asiático mostraron tasas positivas de intereses reales, y progresivamente fueron liberalizando y desregulando sus sistemas financieros, así como edificando una estructura institucional. Los sectores financieros comenzaron a ganar terreno y alentaron que el ahorro doméstico fuese intermediado por los sistemas bancarios. Esta estrategia contrasta con la seguida por otros mercados emergentes que también enfrentaron crisis monetarias y financieras, como fue el caso de México, en donde la intermediación financiera doméstica era baja en perspectiva comparada.⁹ A pesar de los progresos de las economías del sudeste asiático en la edificación liberal de sus sistemas financieros, los desarrollaron sin una adecuada supervisión, y en algunos casos se permitió una mayor participación de las autoridades gubernamentales en las actividades financieras. Las debilidades de los sistemas financieros propiciaron una inadecuada colocación de los recursos, además de una exposición excesiva a sectores de riesgo y un pobre desarrollo institucional. Estas debilidades fueron encubiertas por altas tasas de crecimiento y de ahorro y por posiciones fiscales sólidas. Mientras los mercados accionarios se desarrollaron con celeridad durante los años noventa, algunos otros mercados financieros se quedaron comparativamente rezagados (WB, 1998a).

La falta de mercados de capital bien desarrollados contribuyó a que el monitoreo de las corporaciones fuese responsabilidad bancaria y no fuera complementado por otras instituciones financieras. Dicho desbalance en los sistemas financieros propició una falta de diversificación del riesgo, que magnificó el impacto que hizo mella en los sistemas bancarios. Dificultades financieras emergieron en los sistemas bancarios en el sudeste asiático, de manera similar a otros mercados emergentes que se mostraban distantes de los estándares internacionales aceptables, que se sumaron a la escasa transparencia en las operaciones bancarias y a la falta de previsión de las políticas para el manejo de intermediarios financieros en dificultades, sin olvidar la débil supervisión financiera; todo ello contribuyó para complicar el escenario bancario y financiero en los mercados emergentes del sudeste asiático. La influencia de las políticas gubernamentales sobre los intermediarios financieros contribuyó a su pobre actuación, en la que el limitado desarrollo institucional de los intermediarios bancarios resultó de importancia para que un alto porcentaje

⁹ Por ejemplo, en el caso mexicano el crédito doméstico representaba menos de 50% del PIB en 1994, mientras que un par de años después en los mercados emergentes del sudeste asiático, la proporción del crédito doméstico con respecto al PIB se encontraba alrededor de 100%, excepciones eran Indonesia, cuya proporción era menor, y Malasia, que alcanzaba casi 150% (WB, 1998a).

de sus préstamos se realizaran sobre bases y garantías colaterales. Esta importante debilidad después acarrearía fuertes consecuencias (WB, 1998a).

Las altas tasas de crecimiento económico sostenido durante varios lustros por las economías del sudeste asiático hasta poco antes de la crisis asiática incluían altas tasas de ahorro, inversión y formación de capital humano. Las exportaciones, que se han asociado con un papel fundamental en el proceso de crecimiento, fueron apoyadas por condiciones macroeconómicas estables. La movilización y la colocación del ahorro se facilitaron por medio de políticas financieras. Sin embargo, según algunos analistas, la participación de autoridades gubernamentales afectó el desarrollo de los mercados financieros, y éstas dispusieron de manera ineficaz y no productiva de inversiones y otros recursos. En su opinión, la crisis monetaria y financiera del sudeste asiático evidenció las limitaciones del desarrollo administrado en una economía internacional de integración segmentada, señalando la incompatibilidad de la intervención gubernamental en el sector financiero y en los procesos de inversión en los mercados internacionales de capitales. En las recomendaciones de los organismos financieros internacionales se indica que la actuación de las autoridades gubernamentales debe garantizar la estabilidad de las estructuras institucionales políticas, legales y reguladoras (IMF, 1998b; Cuadra Montiel, 2000 y 2006).

RESPUESTAS GLOBALES A LAS CRISIS FINANCIERAS DE MÉXICO Y EL SUDESTE ASIÁTICO

Respecto de los paquetes financieros otorgados a las economías afectadas por crisis monetarias y financieras, como son los casos de México, Filipinas, Tailandia y Corea, todos ellos exceden sus derechos al financiamiento del Fondo Monetario Internacional, mientras las condicionalidades ensanchan sustantivamente su campo de referencia.

Tanto en la crisis mexicana como en la del sudeste asiático, que ocurrió un par de años más tarde, las condiciones de los mercados internacionales se modificaron, lo que a su vez influyó en la creciente debilidad y manejo inadecuado de políticas económicas en los mercados emergentes afectados, sin dejar de lado la inestabilidad de los mercados internacionales de capitales.

En ambos casos, las economías afectadas mostraron tanto comportamientos macroeconómicos como de políticas similares a los años previos a la crisis: 1)

bajos niveles de inflación, 2) saneamiento o bajo déficit fiscal, 3) liberalización del sector financiero, 4) gran ingreso de flujos de capital a corto plazo, 5) auge en los mercados bursátiles, 6) déficit creciente de cuenta corriente en la balanza de pagos, 7) financiado con entrada de flujos de capital a corto plazo, 8) endeudamiento externo del sector privado bancario y no bancario en aumento, 9) crecimiento de la disponibilidad crediticia interna (Huerta González, 1998b).

La existencia de estos rasgos comunes en las crisis monetarias y financieras enfrentadas por los mercados emergentes de México, Tailandia, Malasia, Indonesia, Corea del Sur y Filipinas responde en buena medida a que el marco en que se encuentran contenidos obliga a trabajar con ajuste fiscal, baja inflación, liberalización y desregulación financiera, que hacen posible la entrada de flujo de capitales ávidos de mercados rentables, lo que propicia auges especulativos en las bolsas de valores y favorece el endeudamiento interno y externo del sector privado.¹⁰ La atracción de los capitales internacionales se mantiene mientras se garanticen la estabilidad monetaria, el auge de las bolsas, la disponibilidad crediticia y el crecimiento económico. Si, por el contrario, se produce algún cambio en las expectativas que comprometa la rentabilidad del capital financiero, los flujos de capitales e inversión emigran en busca de mejores condiciones, garantías y ganancias (Huerta González, 1998b).

La resistencia para establecer controles al libre flujo de capitales ha contribuido al favorecimiento del avance en los procesos de liberalización y desregulación financiera (Cuadra Montiel, 2000 y 2005). Sin embargo, las crisis monetarias y financieras en México y el sudeste asiático, así como otras convulsiones financieras que han ocurrido recientemente, ponen en tela de juicio el proceso de liberalización financiera predominante. Sin embargo, en la medida que continúe favoreciendo el desempeño de las economías y los mercados más desarrollados del mundo, es de esperarse que prosigan con las políticas y prácticas que les resultan rentables y favorables.

¹⁰ Una irónica similitud entre la crisis mexicana y la padecida por Corea del Sur un par de años más tarde es que ambas economías accedieron a ser miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD) poco antes de sus dificultades financieras. Ambos mercados emergentes padecieron la crisis después de una etapa de euforia en sus mercados financieros. México, por su parte, instrumentó procesos de estabilización, privatización, liberalización y de apertura comercial con Estados Unidos, su más importante socio comercial. Con un año escaso de asociación y membresía en el Acuerdo de Libre Comercio de América del Norte sobrevino la crisis. En el caso de Corea del Sur, su admisión en la OECD coronó varios lustros de crecimiento económico apoyado en políticas de apertura externa y de estrategia exportadora. En ambos casos, algunos autores sostienen que sus respectivas crisis monetarias y financieras fueron alimentadas por la entrada de importantes montos de flujos de capital que no pudieron prolongarse de manera sostenida (Radelet y Sachs, 1998b).

En el caso de la crisis mexicana y en el de Tailandia, originada unos años después, una importante similitud fue la preocupación por los volúmenes de los déficits de cuenta corriente y por la pérdida de competitividad asociada con la sobrevaluación real del tipo de cambio, así como por las fragilidades de los sistemas bancarios en ambos mercados emergentes.

En México, tras la devaluación del peso frente al dólar en 1994, en los momentos en que las finanzas mexicanas mostraban significativos montos de deuda externa de corto plazo en dólares denominada en Tesobonos, éstos contribuyeron a generar una crisis de liquidez que, según diversos analistas, casi obligó a las autoridades económicas y gubernamentales a declarar su falta de capacidad de pago. Para 1995, la depreciación de la moneda mexicana hizo más competitivas las exportaciones de nuestro país, fenómeno que se combinó con la tendencia a una menor competitividad de algunas economías del sudeste asiático.

Es importante destacar que la crisis de México, en comparación a la del sudeste asiático, tuvo importantes diferencias en el escenario internacional. Mientras que en 1994 Estados Unidos se encontraba en una posición de auge, en 1997 Japón enfrentaba problemas que debilitaron los indicadores económicos en Asia y empeoraron el desarrollo de la crisis monetaria. De manera más o menos paralela, la crisis monetaria y financiera en el sudeste asiático golpeó a la debilitada economía japonesa, lo que contribuyó a que de un modo sistemático se deterioraran las condiciones macroeconómicas en la región; mientras que en México, el auge de la economía estadounidense contribuyó a la recuperación, a diferencia de lo ocurrido en el otro lado del Océano Pacífico un par de años más tarde (Corsetti, Pesenti y Roubini, 1998).

Otra diferencia importante de la crisis mexicana respecto de la que enfrentó Tailandia es que la entrada de flujos de capital en el mercado tailandés se canalizó hacia las inversiones, manifestándose como una crisis de sobreinversión, en opinión del Fondo Monetario Internacional; mientras que en el caso de México, los flujos de capital que entraron fueron utilizados para el consumo privado de manera insostenible. El FMI ha caracterizado, en este sentido, la crisis mexicana como una crisis de sobreconsumo. En el caso de Tailandia, la brecha entre el ahorro interno y la inversión fue financiada por medio de la entrada de flujos de capital y los déficits de cuenta corriente. Por su parte, México enfrentó déficit de cuenta corriente y crecimiento del crédito del sector privado como resultado de incrementos sostenidos del consumo privado (IMF, 1997; Cuadra Montiel, 2000 y 2006).

Estas diferencias entre el caso tailandés y el mexicano también afloraron en los procesos de recuperación de sus respectivas crisis monetarias y financieras. En

México, a pesar de que el sector financiero se vio afectado por las mayores tasas de interés domésticas, la devaluación del peso y la caída de la actividad económica sobre quienes debían cubrir los servicios de sus créditos, en perspectiva comparada, padeció menos de la depreciación de los valores de los activos (IMF, 1997).

Del otro lado del Océano Pacífico, en Tailandia la aguda devaluación del baht y la depreciación del sector de la propiedad, hacia el que fue canalizada una significativa proporción de los flujos de recursos externos, requirieron de mayores y más significativos esfuerzos a fin de reestructurar su sector financiero, por su peso en los balances de la banca comercial y en el mercado de valores. La recuperación del sector financiero de Tailandia se ha mostrado como elemento fundamental en la recuperación económica de su mercado (IMF, 1997).

Si bien tanto México como los mercados emergentes del sudeste asiático experimentaron una contracción económica importante después de que sus respectivas monedas fueron devaluadas, el impacto y la recuperación en la economía mexicana pueden diferenciarse de los experimentados en las economías asiáticas. La producción en México cayó en extremo durante nueve meses; pero la etapa más álgida de la crisis fue seguida por una recuperación rápida para la segunda mitad de 1995 y un regreso a tasas de crecimiento positivas al año siguiente (Corsetti, Pesenti y Roubini, 1998).

Por desgracia, según algunos analistas, el camino de recuperación tomado por las economías afectadas por la crisis de 1997 y 1998 en el sudeste asiático no sigue los patrones experimentados por México. La contracción económica en la región requirió más tiempo, debido al mayor impacto y profundidad de la crisis, que no fue ayudada por un entorno internacional, pero el regional le fue muy favorable.

Considérese que una vez identificada la etapa de crisis en México, Estados Unidos, su vecino y principal socio comercial, además del mercado doméstico más grande y competitivo del mundo, se encontraba en una fase de ascenso económico, que ha continuado hasta la fecha, si bien no exenta de sobresaltos, como en 2008. Mientras que si comparamos la actuación económica de Japón en Asia, encontramos que había experimentado una continua recesión severa, que se agravó como efecto de la crisis monetaria y financiera del sudeste en 1997 y 1998 (Corsetti, Pesenti y Roubini, 1998).

Durante 1994 y 1995, si bien el contagio de las dificultades financieras de México fue importante, puede decirse que, en una perspectiva comparada con el contagio de las economías emergentes del sudeste asiático, el efecto tequila resultó menos severo, mejor contenido y no de repercusiones tan grandes como las de 1997 y 1998 al otro lado del Océano Pacífico. Tal vez las mayores repercusiones del denominado

efecto tequila se sintieron sobre todo en las economías de América Latina, mientras que el alcance, sea directo o indirecto, de la crisis en Asia tuvo dimensiones más globales en su contagio y en las finanzas internacionales (Corsetti, Pesenti y Roubini, 1998; Cuadra Montiel, 2000 y 2006).

Teniendo en cuenta estos elementos, no resulta tan extraño que la contracción económica en el sudeste asiático haya resultado más fuerte que la experimentada por México y prolongada por un tiempo comparativamente mayor. Por ejemplo, la producción industrial y el empleo en México recuperaron posiciones tras un año de dificultades, en tanto que en el sudeste asiático, en general, y en algunos casos particulares más agudamente, no se recuperaron del todo los indicadores respectivos al año de la crisis monetaria y financiera.

Si se considera el margen de devaluación nominal de los tipos de cambio, algunos analistas han destacado que, con relación a México, Indonesia enfrentó mayores índices, mientras que, en comparación, los casos de Corea del Sur, Tailandia y Malasia resultaron menores. Por otro lado, en las tasas de interés nominales y de inflación, estos mismos mercados emergentes sufrieron variaciones mayores con respecto de México, sin mencionar el grave caso de Indonesia, donde la inflación salió fuera del control de las autoridades económicas y gubernamentales (Corsetti, Pesenti y Roubini, 1998).

Una vez que se ha considerado que lo peor de las respectivas crisis en el mercado mexicano y en las economías del sudeste asiático fue superado, en el primer caso se observa, poco tiempo después, una mejoría en los balances comerciales cercanos al nivel anterior a la crisis mexicana de fines de 1994 y 1995. En el caso de los mercados asiáticos, en un periodo similar, después del estallido de la crisis, no se alcanzó los niveles que tenían poco antes de mediados de 1997. El volumen de las exportaciones del sudeste asiático se incrementó a un ritmo menor al experimentado por México años atrás. Sin duda alguna, la importancia del mercado norteamericano para la recuperación económica y financiera mexicana se hizo evidente en estos rubros, sobre todo por la etapa recesiva que enfrentó Japón y que no ayudó a una mejor y más dinámica recuperación de sus vecinos y socios comerciales afectados en 1997 y 1998, lo cual se aunó a una contracción crediticia muy importante que limitó que las firmas incrementaran sus ritmos de producción y exportación (Corsetti, Pesenti y Roubini, 1998).

En paradoja, las crisis monetarias y financieras de México y de las economías del sudeste asiático demandaron cada vez mayores recursos externos para frenarlas. Debido a que endógenamente no se generaron condiciones atractivas y sólidas de acumulación, aunado a las presiones crecientes sobre los sectores externos, se

incrementó la demanda de flujos de capital para financiar el desequilibrio y evitar que se agravaran las crisis monetarias financieras.

El Fondo Monetario Internacional, como la organización económica encargada de salvaguardar la estabilidad del sistema monetario internacional, y la Oficina del Tesoro de Estados Unidos, junto con la Reserva Federal norteamericana, como garantes de última instancia, si bien evitaron caer en una depresión económica comparable a la de 1929 a 1933, ha proseguido la inestabilidad de los mercados financieros en desarrollo.

En el caso de la crisis monetaria y financiera mexicana, los recursos proporcionados por el FMI y las autoridades gubernamentales norteamericanas fueron suficientes para enfrentar las obligaciones externas de corto plazo. No obstante, surgió un problema de insolvencia interna a consecuencia de la devaluación y el alza de las tasas de interés sobre el costo de la deuda interna y externa, aparejadas con la desvalorización de los activos y una mejor reducción del ritmo de acumulación, derivada de la instrumentación de políticas contraccionistas.

LOS MERCADOS EMERGENTES FRENTE A LAS CRISIS MONETARIAS Y FINANCIERAS

Diversos análisis coinciden en un par de factores que ayudan a explicar la aparición y desarrollo de crisis monetarias y financieras:

1. Los cambios inesperados en las condiciones de los mercados internacionales que afectan la habilidad de los deudores para cubrir préstamos importantes. Estos cambios, generalmente consisten en incrementos de las tasas de interés, aumentos de los precios y cotizaciones de las materias primas, o en las condiciones de comercio.
2. La modificación en las condiciones de la economía deudora, que propicia que los acreedores, nacionales y principalmente internacionales, reevalúen tanto la habilidad como el deseo de cubrir, el servicio y el monto de deuda externa contraída; ello incluye cambios en el liderazgo político del interior o de sus políticas económicas o en la carga de la deuda.

En el caso de México, las causas de la devaluación fueron diferentes a las causas de la crisis, en el sentido de que la crisis financiera fue causada, no como la única variable

explicativa, por la depreciación del peso. La devaluación de 1994 y 1995 se originó en las políticas monetarias y fiscales seguidas por las autoridades económicas y gubernamentales mexicanas durante 1994, entre las que destaca el mantenimiento de la política del tipo de cambio que mostró rasgos de incompatibilidad con las políticas monetarias y fiscales, que resultaron más expansionistas de lo que deberían haber sido (Cuadra Montiel, 2000 y 2006). Por desgracia para la economía mexicana y para todos los agentes participantes en ella, la devaluación del peso, lejos de calmar las inquietudes en los mercados financieros internacionales, derivó en una crisis financiera que contagió otros mercados emergentes, principalmente latinoamericanos. La depreciación de la moneda mexicana en diciembre de 1994 propició sospechas de engaño y temor de parte de los inversionistas y los mercados financieros de que México no podría hacer frente a sus inminentes compromisos de deuda externa, sobre todo la de corto plazo. Para varios inversionistas y agentes de mercado, tanto la devaluación del peso como su atención y manejo de parte de las autoridades mexicanas provocaron pérdidas significativas. El reemplazo de la casi totalidad de la deuda gubernamental de corto plazo denominada en pesos por instrumentos denominados en dólares, tales como los Tesobonos, contribuyó a incrementar el riesgo de que México no pudiera hacer frente a sus obligaciones financieras contraídas. El clima de incertidumbre monetaria y financiera se agravó por la falta de competencia y capacidad, además de la ausencia de un plan coherente cuando la depreciación del peso fue anunciada por las autoridades mexicanas (Lustig, 1995).

Cuando los analistas, las agencias, las firmas, los conglomerados y demás agentes de mercado pierden confianza en una moneda y consideran alta la probabilidad de posteriores depreciaciones, la dificultad para restaurar la confianza y hacerles cooperar para sostener la moneda es muy grande si no se instrumentan altas tasas de interés. En el caso mexicano tomó varios meses de tasas de interés nominales de 70 a 80% en Cetes a 28 días para estabilizar el peso. Para las economías que han devaluado en altos porcentajes sus paridades cambiarias y que han agotado casi en su totalidad sus reservas internacionales no existen demasiadas alternativas. El incrementar las tasas de interés se muestra como uno de los caminos para apoyar la moneda devaluada (Goldstein, 1998).

Algunos autores sostienen que no todos los retiros bancarios resultan negativos. Cuando los retiros son realizados para mover los fondos de intermediarios bancarios débiles a bancos más fuertes y sólidos son un elemento de ajuste para los problemas bancarios. Entre diciembre de 1994 y marzo de 1995 —durante el efecto tequila de la crisis mexicana—, alrededor de 16% de los depósitos totales fue retirado del

sistema bancario argentino. Posteriores análisis mostraron que la banca más débil, en especial aquella que no mantuvo una alta liquidez de reservas, fue discriminada de la nueva colocación de los depósitos bancarios. Cuando tanto los depositantes como los acreedores huyen de la banca sólida, entonces las dificultades bancarias se tornan realmente graves (Goldstein, 1998).

El convencer a los agentes y participantes de los mercados de que las debilidades estructurales que tuvieron un papel importante en la crisis han cambiado y mejorado, además de que la deuda de corto plazo, tanto de intermediarios bancarios como de firmas y corporaciones, puede ser resuelta de manera satisfactoria y expedita, es un reto muy importante para las autoridades económicas y gubernamentales una vez que tienen que hacerle frente a una crisis monetaria y financiera como la de México a mediados de los años noventa (Goldstein, 1998).

Varios analistas han llamado la atención en el hecho de que el daño moral incrementa la posibilidad de que ocurran crisis económicas similares, dado que la provisión de seguros por parte del sector oficial actúa como un subsidio del riesgo tomado; además, da por resultado la canalización de numerosos recursos hacia actividades aseguradas. La crisis de deuda mexicana involucraba títulos de los que se suponía que la reprogramación y renegociación de los pasivos del sector privado presentaban menos dificultades que las que presentó la deuda soberana (Goldstein, 1998).

Un estudio acerca de las maneras de lidiar con las crisis de liquidez ha destacado que debe minimizarse el daño moral, tanto para los prestamistas como para los prestatarios, además de que debe fortalecerse la habilidad de las autoridades gubernamentales para resistir las presiones de asumir responsabilidades por los pasivos externos de sus sectores privados (Goldstein, 1998):

1. ni las economías deudoras ni sus acreedores deben esperar ser aislados de las consecuencias financieras diversas por medio de la provisión de financiamiento oficial a gran escala en el caso de una crisis,
2. no debería existir ninguna presunción de ninguna naturaleza de que ningún tipo de deuda podría ser eximida de sus obligaciones, sus pagos suspendidos o reestructurados en caso de una futura crisis de liquidez,
3. se tomó nota de las políticas del Fondo Monetario Internacional que proporcionan bajo circunstancias excepcionales para préstamos, en apoyo de programas de ajuste efectivos con anterioridad a las decisiones finales de prestamistas oficiales sobre los créditos otorgados a clientes privados.

Una estrategia todavía no implementada en la escena internacional, que se ha mostrado necesaria para reducir los efectos negativos del daño moral en los paquetes de ayuda financiera del FMI, es operar también sobre los prestamistas privados (Cuadra Montiel, 2000 y 2005). Un aspecto importante que puede disuadir a los intermediarios financieros de tomar altos riesgos es la seguridad de que no habrá una instancia externa que los rescate en caso de incurrir en pérdidas significativas. No se les debe evitar el sufrir pérdidas, porque de ser así se incentivan las prácticas riesgosas. Si sufren pérdidas deben afrontarlas, padecerlas; de otra manera, los rescates pueden resultar mucho más costosos, como lo ejemplifica el rescate bancario en México tras la crisis de 1994 y 1995 (Goldstein, 1998).

La crisis monetaria y financiera mexicana aceleró el progreso de las respuestas a la necesidad de contar con estándares internacionales bancarios —los Principios de Basilea sobre la Efectiva Supervisión Bancaria— y de datos internacionales —el Estándar Internacional de Diseminación de Datos del FMI—, así como con mecanismos de emergencia financiera del Fondo Monetario Internacional y la expansión de facilidades de crédito del Fondo bajo los Nuevos Arreglos para Solicitar Préstamos. De manera similar, la crisis ocurrida en el sudeste asiático motivó posteriores debates sobre cómo reformar la arquitectura financiera internacional (Goldstein, 1998).

Entre las prioridades que evidenciaron las crisis de los mercados emergentes en los años noventa se identificaron las siguientes: a) encontrar una forma de reducir el daño moral y que la reestructuración y reprogramación de la deuda externa privada se realice de manera más ordenada; b) el fortalecimiento de estándares prudenciales de supervisión en los mercados emergentes e incentivar su pronta adopción, poniendo énfasis en la adopción de un estándar bancario internacional; c) mejorar la transparencia y la revelación informativa en los mercados financieros internacionales más allá de lo logrado tras la crisis mexicana; d) acceder a una mejor y más efectiva supervisión financiera por parte del Fondo Monetario Internacional, y e) apuntalar de forma más adecuada el manejo del riesgo en las instituciones financieras internacionales (Goldstein, 1998).

En este orden de ideas, algunas de las enseñanzas que varios analistas han destacado, tanto de la experiencia económica de México, en particular, y de los mercados emergentes, en general, así como de la estabilidad de los mercados monetarios y los sistemas bancarios, depende de una serie de importantes factores a considerar: a) la apertura del régimen de inversiones, b) la solidez del sector bancario, c) el importante papel de la inversión extranjera directa, d) la necesidad de protegerse

contra futuras devaluaciones, e) la influencia de las tasas de interés externas en la capacidad de la economía mexicana para enfrentar los factores de riesgo y las presiones de los fenómenos asociados con la globalización, y la internacionalización segmentada de los mercados financieros para impactar el curso de acción de las políticas económicas (Adams, 1997).

El mercado emergente mexicano, a decir de sus autoridades económicas, enfrentó dos retos significativos en el periodo posterior a la devaluación del peso en el invierno de 1994. Por un lado, el ajuste del desequilibrio de la balanza de cuenta corriente; por el otro, la cobertura de un alto porcentaje de deuda externa de corto plazo denominada en dólares. Durante los primeros meses de 1995 fueron retirados Tesobonos por 30 000 millones de dólares. Las medidas de austeridad resultaron en altas tasas de interés, una moneda débil, elevados impuestos, gasto gubernamental limitado y salarios controlados; lo que, en conjunto, intentó mantener bajas tasas de consumo doméstico y de importaciones en aras de una política monetaria más estable y controles presupuestales más sólidos que los del periodo de la crisis y los inmediatos anteriores (Adams, 1997).

Asignaturas pendientes de México en su proceso de incorporación a los mercados internacionales son la elevación de los niveles de educación, salud y la distribución del ingreso. La pobreza y las muy inicuas condiciones de vida son muy evidentes; cotidianamente golpean a la mayoría de la población mexicana. Deben manejarse de manera más armónica la distribución del ingreso y la mejoría en las condiciones de vida, el desarrollo del capital humano y el crecimiento económico. México lo necesita con urgencia, no debe aplazarlos indefinidamente.

Más allá del esfuerzo de estabilización de la economía mexicana y de su moneda, organismos financieros internacionales, como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, y agentes económicos, como la Reserva Federal y el Tesoro de los Estados Unidos, han excedido su alcance y han comenzado una era de manejo y administración de monedas internacionales, de vigilancia de políticas monetarias y de revisión del servicio de deuda en México, que supera por mucho las facultades con respecto de similares eventos anteriores. Elementos críticos que fueron recomendados para la recuperación económica y la prevención de futuras devaluaciones monetarias incluyeron la expansión de la base impositiva, un impuesto al valor agregado flexible, la reducción de la deuda externa, una reducción presupuestaria de las autoridades gubernamentales y la promoción de programas para forzar y favorecer el incremento en el ahorro interno. Mientras que, por el lado del sector bancario, la puesta en práctica de los Principios Contables Generalmente

Aceptados (General Accounting Accepted Principles), acordes con la práctica estadounidense, desde fines de 1996 modificó las prácticas bancarias y contables de los intermediarios financieros bancarios y no bancarios (Adams, 1997).

Tanto el volumen como la velocidad de los movimientos de flujos de capitales representan significativas dificultades para su adecuado manejo y respuesta de parte de la política económica en los mercados emergentes, debido a su alto grado de movilidad. La vulnerabilidad de las economías emergentes a la súbita salida de importantes flujos de capital fue evidente, tanto en la crisis monetaria y financiera mexicana de fines de 1994 y 1995 como en la del sudeste asiático 1997 y 1998. El monto sin precedente de flujos de capital que fluyó hacia México desde fines de los años ochenta y durante la primera mitad de la década siguiente, con la idea de financiar el creciente déficit de cuenta corriente, hizo a la economía mexicana más vulnerable a las variaciones externas de los mercados financieros internacionales, motivadas también en gran medida por las propias debilidades domésticas del sistema financiero, bancario, monetario, y por un clima de incertidumbre política. Mientras que, por su parte, la entrada de flujos de capital de corto plazo en las economías emergentes de sudeste asiático fue canalizada dentro del sistema financiero (Ortiz Martínez, 1998).

La utilización de tipos de cambio fijos o semifijos a manera de anclas para el resto de las variables macroeconómicas probó, tanto para México como para sus contrapartes asiáticas, contribuir a distorsiones importantes en los sistemas financieros unos años más tarde. Para la economía mexicana y para las de Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas y Tailandia, las sobrevaluaciones en sus respectivas paridades cambiarias, aunadas a importantes montos de deuda externa de corto plazo, y los significativos déficits en cuenta corriente externa, agravados por las debilidades de los sistemas financieros, ejercieron fuerte presión sobre el mercado cambiario externo. Los ataques especulativos sufridos por estos mercados emergentes terminaron en depreciaciones monetarias drásticas, debido a que la defensa de los tipos de cambio se hacía insostenible minando el nivel de reservas de divisas internacionales y elevando las tasas de interés (Ortiz Martínez, 1998).

Los procesos de internacionalización segmentada de los mercados financieros representan riesgos muy importantes para las economías y los agentes que en ellos participan. Los mercados financieros internacionales pueden evidenciar y castigar con severidad las debilidades de las economías participantes, sean desarrolladas o en vías de desarrollo, así como con facilidad transmitir elementos de contagio a otras partes, como el ejemplo del sudeste asiático mostró dramáticamente.

De ahí que las recomendaciones de los organismos financieros internacionales, como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, aboguen por el mantenimiento de políticas económicas apropiadas para estos nuevos escenarios internacionales propugnando por la no limitación ni restricción de los flujos de capital, complementadas con la adopción de medidas que reduzcan el riesgo que los flujos de capital puedan crear. Además, recomiendan la adopción de tipos de cambio más flexibles en un contexto de economías abiertas a la movilidad de los flujos de capital de un mercado a otro con enorme rapidez (Ortiz Martínez, 1998).

EPÍLOGO

Una de las enseñanzas que dejó la crisis mexicana de 1994 y 1995 y la del sudeste asiático de 1997 y 1998 es que las economías deben preparar cuidadosamente los procesos de liberalización de las transacciones en la cuenta de capital para disfrutar de los beneficios que proporciona el acceso a los mercados internacionales, teniendo cuidado de reducir los riesgos de desorganización o ruptura del orden de las condiciones de los mercados que puedan propiciar inestabilidad y, según el grado de debilidad, crisis económicas, monetarias y financieras. Organismos financieros internacionales han puesto especial énfasis en el cuidado de políticas domésticas consistentes con los procesos internacionales, un sistema financiero sano y la remoción de distorsiones económicas, sin dejar de lado la transparencia, revelación y apertura tanto gubernamental como institucional.

Los mercados internacionales de capital requieren de políticas macroeconómicas, diseñadas especialmente para su adecuado funcionamiento. La transparencia política y la responsabilidad para el manejo de activos y pasivos extranjeros han probado que son elementos vitales en las finanzas contemporáneas. Los flujos internacionales de capital han contribuido y precipitado el proceso de desregulación y liberalización de los mercados financieros, debido a que las tendencias imperantes sugieren que sistemas financieros sólidos requieren, a su vez, instituciones fuertes y un marco apropiado de condiciones que apoyen y respalden las políticas estructurales macroeconómicas de características liberales.

Una de las importantes debilidades a las que se enfrentan algunos mercados emergentes es la falta de una infraestructura legal y regulatoria que sea capaz de garantizar las transacciones económicas liberalizadas, sean éstas bancarias, financieras o cualesquiera. Además, un buen número de estos mercados, si no es que la

totalidad, no posee ni los recursos ni la capacidad del prestamista de última instancia para manejar de manera adecuada los cambios repentinos, en los mercados y en la confianza de los inversionistas y agentes de mercado.

Sistemas comerciales y financieros abiertos, según algunos analistas y organismos internacionales, pueden garantizar por sí mismos la estabilidad económica, tanto en el nivel doméstico como en el global, de manera que ninguna economía o mercado tenga que recurrir al resto del mundo para resolver sus dificultades económicas. Los esfuerzos, en todos los niveles, deben encaminarse al fortalecimiento y mejoramiento de los sistemas financieros y comerciales internacionales que beneficien a todos los que toman parte en ellos. Un sector financiero con renovada y fortalecida capacidad para lograr la más eficiente colocación de recursos financieros se ha revelado como un asunto de vital importancia, en especial para aquellas economías interesadas en buscar una más cercana integración con los mercados de capital internacionales.

Todo ello debe darse sin perder de vista que la internacionalización de las finanzas ha ido conformando una internacionalización financiera segmentada, en la que existen importantes diferencias entre los mercados, sus condiciones, garantías, tasas de interés y ganancia, sin olvidar a los agentes de mercado, como los inversionistas, y sus preferencias de colocación de los flujos de capital. En términos generales, los mercados más estables pertenecen a las economías más desarrolladas; razón por la que los mercados emergentes, para hacer atractiva su oferta, incrementan también su grado de riesgo.

REFERENCIAS

- ADAMS, J. A. (1997). *Mexican Banking and Investment in Transition*. Connecticut: Quorum Books.
- CABELLO, A. (1997). "Liberalization and Deregulation of the Mexican Stock Market". En: D. K. Ghosh y E. Ortiz (eds.). *The Global Structure of Financial Markets. An Overview*. Nueva York: Routledge.
- CORREA, E. (1998). *Crisis y desregulación financiera*. México: UNAM/IIEC/Siglo XXI Editores.
- CORSETTI, G.; Pesenti, P., y Roubini, N. (1998). "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis". Disponible en: <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaHomepage.html> [consultado: 2013, nov. 10].
- CUADRA MONTIEL, H. (2006). "Mercados emergentes y crisis monetarias y financieras: Una Revisión Crítica". *Con-Ciencia Política*, 3(2): 59-93.

- CUADRA MONTIEL, H. (2005). "Globalización, regionalismo y hegemonía en el Nuevo Milenio". *Con-Ciencia Política*, 2(4): 7-39.
- CUADRA MONTIEL, H. (2000). "Globalización y mercados emergentes en los noventa: Crisis financieras en México y el sudeste asiático". Tesis, Universidad de Colima.
- GIRÓN, A. (1998). "Globalización financiera y mercados contestatarios". En: A. Girón y E. Correa (coords.). *Crisis financiera: Mercados sin fronteras*. México: UNAM/ IIEc/ Ed. El Caballito.
- GIRÓN, A., y E. Correa (coords.) (1998). *Crisis financiera: Mercados sin fronteras*. México: UNAM/ IIEc/ Ed. El Caballito.
- GIRÓN, A.; E. Ortiz y E. Correa (coords.) (1995). *Integración financiera y TLC: Retos y perspectivas*. México: UNAM/ IIEc/ Siglo XXI Editores.
- GOLDSTEIN, M. (1998). *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures and Systemic Implications*. Washington D. C.: Institute for International Economics.
- HUERTA GONZÁLEZ, A. (1998a). *El debate del Fobaproa. Orígenes y consecuencias del "Rescate Bancario"*. México: Ed. Diana.
- Huerta González, A. (1998b). *La globalización, causa de la crisis asiática y mexicana*. México: Ed. Diana.
- IMF (International Monetary Fund) (1998a). *World Economic Outlook: Financial Crises: Causes and Indicators, May*. Disponible en: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo0598/pdf/0598ch4.pdf> [consultado: 2013, marzo 14].
- IMF (International Monetary Fund) (1998b). *World Economic Outlook: A Survey by the Staff of the International Monetary Fund*. October. Washington D.C.: IMF.
- IMF (International Monetary Fund) (1998c). *Annual Report 1998: Annual Report of the Executive Board*. Washington D.C.: IMF.
- IMF (International Monetary Fund) (1997). *World Economic Outlook: Interim Assessment: A Survey by the Staff of the International Monetary Fund*. December. Washington D.C.: IMF.
- IMF (International Monetary Fund) (1995). *World Economic Outlook: A Survey by the Staff of the International Monetary Fund, May*. Washington D.C.: IMF.
- KRAUSE, L. B. (1998). "The Economics and Politics of the Asian Financial Crisis of 1997-1998". *Council on Foreign Relations*, 14 de abril. Disponible en: <http://www.foreignrelations.org/public/pubs/crisis.html> [consultado: 2013, noviembre 10].
- LUSTIG, N. (1998). *Mexico. The Remaking of an Economy*. Washington D. C.: Brookings Institution Press.
- LUSTIG, N. (1997). "Los Estados Unidos al rescate: La asistencia financiera a México en 1982 y 1995". *Revista de la CEPAL*, 61: 39-61.

- LUSTIG, N. (1996). "Mexico. The Slippery Road to Stability". *Brookings Review*, 14(2): 4-9.
- LUSTIG, N. (1995). *The Mexican Peso Crisis: The Foreseeable and the Surprise*. Washington D. C.: The Brookings Institution.
- MORICI, P. (1998). "Managing the Global Economy's Managers". *Current History*, 93 (579): 14-18.
- OECD (Organisation for Economic Cooperation and Development) (1998). *OECD Economic Outlook*. Vol. 63. Paris: OECD.
- OECD (Organisation for Economic Cooperation and Development) (1997). *Estudios económicos de la OECD. México 1996-1997*. París: OECD.
- OECD (Organisation for Economic Cooperation and Development) (1995). *Estudios Económicos de la OECD. México 1994-1995*. París: OECD.
- ORTIZ, E., y Lewis, A. (1997). "Contestable Markets and the Mexican Banking Sector in the Context of NAFTA". En: D. K. Ghosh y E. Ortiz (eds.). *The Global Structure of Financial Markets. An Overview*. Nueva York: Routledge.
- ORTIZ MARTÍNEZ, G. (1998). "What Lessons Does the Mexican Crisis Hold for Recovery in Asia?" *Finance and Development*, 35(2).
- RADELET, S., y Sachs, J. (1998a). "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects". *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- RADELET, S., Y SACHS, J. (1998b). *The Onset of the East Asian Financial Crisis*. Massachusetts: Harvard Institute for International Development.
- RADELET, S., Y SACHS, J. (1997). "Asia's Reemergence". *Foreign Affairs*, 76(6): 44-59.
- STRANGE, S. (1997). "The Erosion of the State". *Current History*, 96(613): 365-369.
- STRANGE, S. (1996). *The Retreat of the State. The Diffusion of Power in the World Economy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- _____ (1988). *States and Markets*. Londres: Pinter Publishers.
- WB (World Bank) (1999). *Global Development Finance 1999*. Disponible en: <http://www.worldbank.org/prospects/gdf99/> [consultado: 2014, enero 10].
- WB (World Bank) (1998a). *East Asia: The Road to Recovery*. Washington D. C.: The World Bank.
- WB (World Bank) (1998b). *Global Economic Prospects. 1998-1999*. 20 de diciembre. Disponible en: <http://www.worldbank.org/prospects/gep98-99/full.htm> [consultado: 2013, diciembre 20].
- WB (World Bank) (1998c). *World Development Report 1997-1998*. Washington D. C.: The World Bank.

WB (World Bank) (1997). *World Bank Policy Research Reports. Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration*. Washington D. C.: Oxford University Press/The World Bank.

WB (World Bank) (1993). *World Bank Policy Research Reports. The East Asian Miracle. Economic Growth and Public Policy*. Nueva York: Oxford University Press.