

¿Por qué surgen las crisis monetarias y cómo podrían evitarse?

GERHARD ASCHINGER *✱

Resumen

Este artículo se ocupa de los diferentes factores y etapas que pueden influir o provocar una crisis monetaria. Varios países emergentes han introducido un ancla ante una moneda de reserva (por ejemplo el US dólar) a fin de estabilizar sus economías después de atravesar por un período de inflación alta, bajo crecimiento económico o persistentes déficits fiscal y en cuenta corriente. Con la finalidad de atraer el capital extranjero, los mercados domésticos fueron liberalizados. La creación excesiva de crédito y las crecientes deudas de las empresas y bancos domésticos en moneda extranjera condujeron a una alta exposición al riesgo, la cual a su vez dio lugar a problemas de selección adversa y riesgo moral. La falta de supervisión bancaria y de reglas de manejo de riesgo, junto con corrupción y nepotismo, hicieron vulnerables a estos países a burbujas inmobiliarias y crisis bancarias. El alto monto de influjo de capital de corto plazo aumentó la volatilidad, que, en vista de la creciente incertidumbre, causó pérdidas cuantiosas de reservas monetarias internacionales del banco central y finalmente condujo al abandono del ancla monetaria a pesar de los programas de crédito del FMI. El contagio también fue un elemento conductor en este contexto.

A fin de prevenir las crisis, diversas medidas pudieron ser beneficiosas. Se incluyen, entre otras, la regulación del sector bancario, la inserción de fricción en el sistema económico por ejemplo usando un impuesto a la importación de capital, reducir el problema de selección adversa y riesgo moral mediante la ampliación de "políticas de no-intervención" para los acreedores privados, limitando el acceso a deudas externas de las firmas privadas domésticas y permitir una mayor flexibilidad del tipo de cambio.

Abstract

This article deals with different factors and phases that may influence or cause a currency crisis. Many emerging countries have introduced a peg vis-à-vis a reserve currency (e.g. the US dollar) in order to stabilize their economies after a period of high inflation, low economic growth or persistent budget - and current account deficits. In order to attract foreign capital, domestic markets were liberalized. Excessive credit creation and increasing debts of domestic firms and banks in foreign currency led to high risk exposure which in turn gave rise to adverse selection and moral hazard problems. The lack of bank supervision and risk management rules, together with corruption and nepotism, made such countries vulnerable to real estate bubbles and banking crises. The high amount of short-term capital inflow increased volatility, that, in view of rising uncertainty, caused substantial losses of foreign currency reserves of the central bank and finally led to abandon the currency peg in spite of IMF credit programs. Contagion was also a driving element in this context.

In order to prevent crises, several measures could be beneficial. They include, among others, the regulation of the banking sector, inserting friction into the economic system e.g. by using a capital import tax, reduce the problem of adverse selection and moral hazard by extending "bail in" for private creditors, limiting the access to foreign debts of domestic private firms and to allow for more flexibility of the exchange rate.

* Profesor de Economía de la Universidad de Fribourg, CH 1700 Fribourg, Suiza.

✱ Traducción realizada por Angélica Valle, funcionaria de la Dirección de Investigaciones Económicas del Banco Central del Ecuador.

1. Introducción

En la década de los 90, las crisis monetarias surgieron en diferentes regiones, por ejemplo en México (1995), Asia del Este (1997), Rusia (1998), Brasil (1999) y Ecuador (2000), para mencionar las más importantes. Existió un vínculo considerable entre las crisis de los diferentes países: la crisis del Este Asiático se inició en Tailandia y rápidamente se extendió a las Filipinas, Malasia, Indonesia y finalmente a Corea del Sur. De igual manera, existió contagio desde la crisis del Este Asiático hacia Rusia y Brasil.

Este artículo se ocupa del fenómeno de una crisis monetaria: ¿Cuáles son los principales factores que pueden desencadenar semejantes eventos? ¿Cómo la globalización y la desregulación de los mercados financieros influyen en el surgimiento de la crisis monetaria? ¿Qué tipos de crisis existen – son guiadas por desequilibrios fundamentales de un país o son provocadas por mecanismos autogenerados que involucran un comportamiento de manada y especulación desestabilizante? ¿De qué manera estas crisis reflejan garantías implícitas gubernamentales e internacionales que pueden provocar riesgo moral y selección adversa, incrementando por lo tanto el comportamiento riesgoso de las empresas y de los bancos?

2. ¿Qué es una crisis monetaria?

Una crisis monetaria se caracteriza por un ataque inesperado a la moneda de un país, la cual en consecuencia se devaluará. Si bien las crisis monetarias también pueden ocurrir bajo tipos de cambio flexibles, un ancla de la moneda doméstica ante una moneda de reserva (por ejemplo el US dólar) produce un potencial mayor para estas crisis puesto que bajo tipos de cambio flexibles, los inversionistas soportan directamente el riesgo cambiario. El compromiso de un gobierno para defender el ancla de su moneda (falsamente) indica a los inversionistas que los riesgos del tipo de cambio virtualmente no existen. A menudo se cree que la moneda doméstica pudo siempre ser intercambiada por moneda extranjera, a la par, de modo que las reservas del banco central no estarían agotadas. Una pérdida de confianza, sin embargo, puede ejercer una grave presión sobre la moneda doméstica, induciendo un ataque y por consiguiente reduciendo drásticamente las reservas monetarias internacionales de un banco central aún si el monto de estas reservas parecieron ser lo suficientemente altas. Cualquiera que sea la razón de esta creciente demanda por moneda extranjera, un tipo de cambio fijo amplificaría el peligro de una crisis monetaria.

3. Factores que pueden desencadenar una crisis monetaria

A pesar de que las diferentes crisis monetarias en las economías emergentes dependen de zonas y evoluciones específicas, también están impulsadas por importantes factores comunes. A continuación, se discuten algunos determinantes influyentes que pueden desencadenar ataques monetarios.

Introduciendo un ancla

Muchos países en desarrollo que sufren de desequilibrios económicos tales como una inflación alta o déficits fiscales, decidieron fijar su moneda a una moneda de reserva como un ancla nominal para estabilizar la economía doméstica. Bajo tipos de cambio fijos, un país tiene un incentivo para disciplinar su política económica a fin de no perder demasiadas reservas monetarias internacionales. Mientras se mantiene el ancla, el país puede “heredar” estabilidad del país de la moneda de reserva y ganarse la confianza de los inversionistas. Especialmente en las economías emergentes que necesitan un monto alto de crédito externo para financiar el crecimiento económico, un tipo de cambio estable es un prerrequisito para atraer considerables flujos de capital. Si bien los riesgos cambiarios parecen eliminarse al introducir un ancla, el peligro de un ataque monetario es reforzado en el largo plazo, dado el hecho de que el capital es altamente volátil y susceptible a expectativas pesimistas. En estas situaciones, los inversionistas tienen un incentivo para intercambiar moneda doméstica por moneda extranjera a un precio dado.

Globalización y flujos de capital

Con la globalización de los mercados financieros internacionales, la movilidad del capital se incrementó enormemente. La desregulación financiera, la eliminación de los controles de capital, la liberalización de los mercados locales y la amplia creación de derivados intensificaron la competencia en la industria financiera y se redujeron los costos de transacción. Mejoramientos tecnológicos en las telecomunicaciones y facilidades computacionales dieron paso a una red financiera extensa. Junto con la ampliación de las participaciones en el comercio internacional en diferentes bolsas de valores, se constituyó un mercado mundial que hizo posible realizar las transacciones financieras en 24 horas al día alrededor del mundo.

Las economías emergentes (especialmente en Asia del Este) experimentaron un alto crecimiento económico durante un largo periodo, estimulado por bajos salarios, mano de obra calificada y atractivas oportunidades de inversión especialmente durante la recesión de los países industriales en los 90's.

A fin de atraer capitales, las economías emergentes liberalizaron su sector financiero para facilitar el acceso a los inversionistas extranjeros. Dado que los mercados de acciones y obligaciones en dichos países no estaban lo suficientemente desarrollados, los flujos de capital usualmente tomaron la forma de créditos bancarios. La falta de instituciones eficientes y de supervisión del sistema bancario así como la ausencia de reglas obligatorias para el manejo del riesgo y estándares contables aumentaron el peligro de zozobra financiera.

En tanto que la inversión extranjera directa constituyó una parte importante de las importaciones de capital, la participación de los flujos de capital de corto plazo (inversión de portafolio) aumentó sustancialmente a lo largo del tiempo. Con los mercados financieros globalizados, el capital de corto plazo se volvió extremadamente volátil, reaccionando rápidamente a los cambios en las expectativas de los inversionistas. Usando capitales de corto plazo para financiar la inversión de largo plazo se aumentó el riesgo de incumplimiento de las empresas y de los bancos.

Creación excesiva de crédito

Dada el ancla, los fuertes flujos de capital llevaron a una acumulación sustancial de reservas en moneda extranjera de los bancos centrales y a un aumento de la oferta monetaria y del crédito doméstico, a pesar de que las economías emergentes perseguían políticas monetarias y fiscales estabilizadoras a fin de no incidir en la inflación. Las empresas y los bancos nacionales demandaron créditos en moneda extranjera de manera creciente, debido al hecho de que las tasas de interés internacionales eran mucho más bajas que las domésticas y se esperaba que el gobierno garantizara el ancla. Ignorando los riesgos de tipo de cambio, los diferenciales de tasas de interés parecieron ser demasiado altos. La acumulación de deuda externa de corto plazo, por consiguiente, podría desencadenar una crisis monetaria. La necesidad de cancelar la deuda externa vencida y hacer pagos de intereses induciría a las empresas nacionales a comprar moneda extranjera al banco central a un tipo de cambio dado. Si surgen dudas acerca del mantenimiento del ancla, los acreedores externos estarían renuentes a refinanciar continuamente sus préstamos a las empresas nacionales, y si alguna vez lo hicieron, entonces fue solo a un costo muy alto. Los deudores temían que su exposición externa aumentaría repentinamente en términos de la moneda doméstica en el caso de una devaluación.

Riesgo moral

La abundante liquidez es un incentivo para que los bancos otorguen créditos fáciles. Las garantías implícitas del gobierno (incluyendo la función de prestamista

de última instancia del banco central) originan *riesgo moral* y *selección adversa*. Mientras se conceden créditos, los bancos devengarían grandes utilidades en el caso de eventos positivos mientras que en aquellos negativos pudieron trasladar sus grandes pérdidas a la sociedad. En los países del Este Asiático, por ejemplo, los bancos y las empresas nacionales aumentaron su exposición al riesgo en un grado amplio lo cual condujo a un creciente número de inversiones ineficientes. Corrupción general y nepotismo reforzaron esta tendencia. La sobreinversión condujo a créditos “tormentosos” pero los bancos no los registraron.

Otra fuente de riesgo moral era la ayuda financiera esperada que el Fondo Monetario Internacional (junto con otros organismos y gobiernos) ofrecería a los países que experimenten una crisis monetaria. Las esperadas políticas de salvataje (*bail out*) indujeron a los acreedores externos privados a aceptar la creciente acumulación de deudas de las empresas y bancos domésticos. A fin de reducir el riesgo moral, las garantías implícitas tendrían que ser reducidas en tanto que los acreedores privados deben ser sometidos a políticas de no-intervención (*bail in*) y dejar que sobrelleven sus propios riesgos.

Las garantías implícitas del gobierno, sin embargo, no deben ser eliminadas totalmente a fin de evitar una alteración del sistema financiero que originaría costos extremos.

Burbujas inmobiliarias y corridas bancarias

En muchos países del Este Asiático, la expansión del crédito doméstico generó un *boom* en el sector inmobiliario y en los mercados accionarios lo cual dio lugar a burbujas especulativas. La inflación de los precios de los bienes raíces fue alimentada por una demanda vivaz pero los precios empezaron a caer con la saturación de los mercados y las expectativas pesimistas, aumentando el número de créditos vencidos. Debido a que los créditos malos no eran reembolsados y muchos depositantes retiraron sus posiciones de los bancos, varios de ellos tuvieron que ser cerrados. Finalmente las corridas bancarias pusieron en duda la habilidad del gobierno de defender el ancla. Enfrentando este peligro, el gobierno adoptó una política monetaria restrictiva que condujo a una subida de las tasas de interés de una manera sin precedentes. Aún con las tasas de interés subiendo vertiginosamente no era posible detener la fuga de capitales porque los riesgos de devaluación eran considerados demasiado altos. El aumento en las tasas de interés obligó a muchas empresas a caer en la insolvencia.

Contagio de las crisis monetarias

Además de las precedentes crisis de bienes raíces y bancaria, existen muchos otros factores que pueden contribuir a una crisis monetaria: el pesimismo de los inversionistas acerca de la credibilidad de un país, alta volatilidad de los capitales de corto plazo, liberalización de los mercados locales sin el acompañamiento de medidas regulatorias y un nuevo marco institucional, una recesión actual, inestabilidad política, corrupción y nepotismo. Un ancla que favorece los flujos de capital en una etapa inicial, creará un incentivo para que los capitales de corto plazo fuguen en el caso de un deterioro de la confianza.

El contagio es otra razón importante para una crisis monetaria. Dificultades o crisis en ciertos países pueden poner en duda la estabilidad económica de otros países y áreas. Mientras más interrelacionado esté un país con uno que está sufriendo una crisis monetaria, ambos con una estructura de exportaciones similar, intercambio recíproco intensivo, cultura y lenguaje propios, exposición al mismo tipo de *shocks* externos, estructura del mercado financiero similar, etc., es más susceptible a este tipo de crisis. Puede existir un efecto estimulador: países que parecen ser similares a un país que actualmente experimenta una crisis monetaria son sospechosos de ser proclives a tropezarse con las mismas dificultades. Tales generalizaciones sin una inspección cuidadosa de la situación específica de un país pueden causar una crisis en un país que de hecho tiene sólidos fundamentales. Existe una tendencia hacia un comportamiento de manada.

Si algunos países devaluaron su moneda en un alto grado, otros países en la región también fueron forzados a devaluar a fin de no perder competitividad. Devaluaciones acumuladas (experimentadas durante la crisis del Este Asiático) aumentaron el peligro de un daño serio para el comercio internacional como sucedió en los años 30.

Los programas del Fondo Monetario Internacional

Los programas de rescate para países que experimenten una crisis monetaria fueron ofrecidos por el Fondo Monetario Internacional (FMI), otros organismos y países, ex-post pero no ex-ante. No es evidente, sin embargo, que los programas preventivos evitan las crisis monetarias, sin importar el monto de la ayuda financiera, dado que las fuerzas conducentes de tales crisis a menudo son demasiado poderosas para ser detenidas.

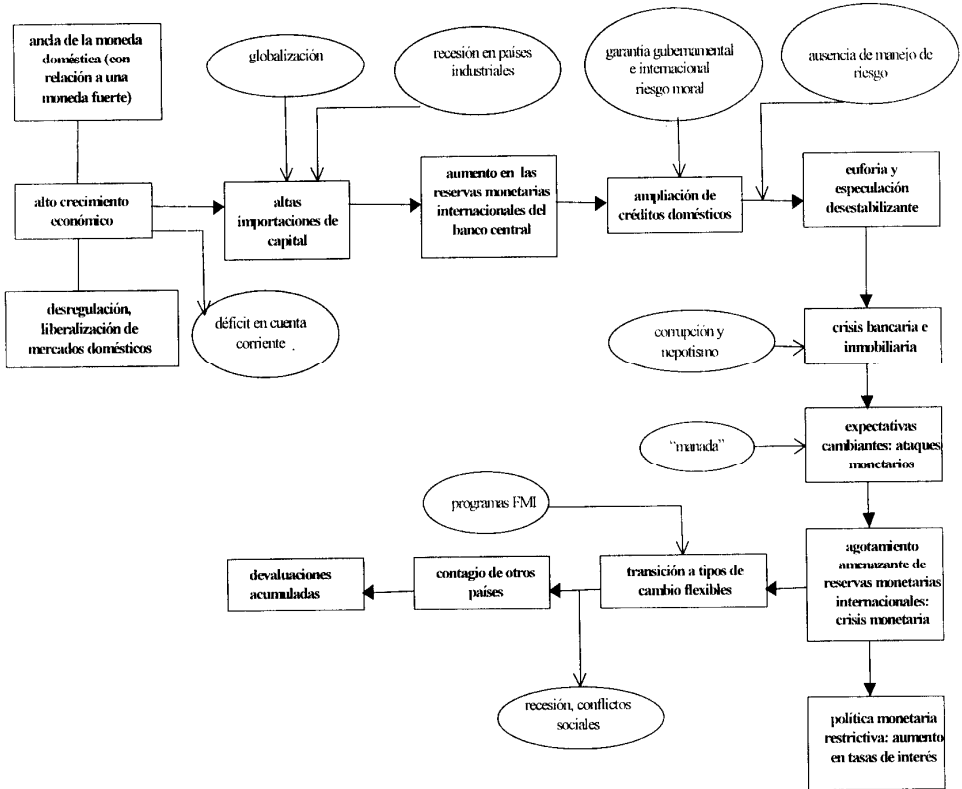
Los créditos del FMI fueron otorgados bajo la condición de que fuesen alcanzados requerimientos estrictos de estabilidad para dichos países, involucrando políticas restrictivas monetaria y fiscal, que conducirían a aumentos repentinos en

las tasas de interés y recesión. En ciertos casos, por ejemplo, en Asia del Este, el FMI obligó aún a los países a alcanzar superávits fiscales. Estas medidas de política aumentaron el desempleo y agravaron la crisis. El FMI también urgió a los países a impulsar la liberalización de sus mercados financieros justo después del estallido de la crisis monetaria, provocando por lo tanto salidas de capitales adicionales en lugar de estabilizar la situación. Como consecuencia de ello se produjo protestas e inestabilidad social en países como Indonesia y Corea del Sur. En 1998, el FMI reconoció errores en sus políticas y trató de corregirlas mediante el relajamiento de sus reglas. La confianza de los inversionistas respecto a los países que experimentaron una crisis monetaria no fue restaurada por la “medicina” ordenada por el FMI, al contrario, la “enfermedad” se agravó. Sin embargo, pareció difícil ofrecer ayuda financiera sin la imposición de ciertas condiciones estrictas en el país receptor.

En la Figura 1 se muestran las diferentes etapas que condujeron al estallido de la crisis del Este Asiático. El principal curso de los eventos está señalado con flechas. La dinámica del sistema subyacente bajo este esquema involucra muchas retroalimentaciones.

Figura No. 1

Diferentes etapas de la crisis del este asiático



4. Diferentes tipos de crisis monetarias

Obviamente existen diferentes razones para las crisis monetarias. Un tipo de crisis es causado por fundamentales desfavorables. Persistentes déficits fiscales o en cuenta corriente, inflación alta, crecimiento económico pequeño o la presencia de riesgos específicos tendrán un impacto en el valor intrínseco de la moneda de un país. Un ancla no puede ser sostenida si los desequilibrios fundamentales continúan –tarde o temprano existirá una transición hacia tipos de cambio flexibles forzados porque las reservas externas se agotarán. Este tipo de crisis puede ser explicado por los llamados *modelos de primera generación*¹. En estos modelos como aquellos de *Krugman* (1979) y *Flood/Garber* (1984), un déficit fiscal persistente financiado con emisión de moneda conduce a una reducción de las reservas monetarias internacionales del banco central. Bajo previsión perfecta, los inversionistas atacarán la moneda doméstica y agotarán las reservas monetarias internacionales de forma tal que el ancla tiene que ser abandonada. Con arbitraje perfecto, el ataque monetario es adelantado al período más temprano posible, donde el tipo de cambio se devalúa continuamente. Estos modelos usan los mismos elementos de aquellos de recursos agotables, donde un ataque a los recursos tiene lugar siempre que los precios sombra se muevan por encima del precio fijo. En modelos de crisis monetarias, las reservas monetarias internacionales son tratadas como recursos agotables. Se muestra que los desequilibrios internos no son consistentes con un ancla fijo.

Además de fundamentales desfavorables, expectativas autogeneradas pueden también provocar una crisis monetaria. *Modelos de segunda generación* de crisis monetaria muestran que si los fundamentales subyacen dentro de un intervalo específico, un ataque monetario puede o no puede ocurrir, dependiendo de las expectativas cambiarias de los inversionistas. En dichos modelos, la mezcla óptima de las políticas gubernamentales está determinada por la minimización de una función de pérdida que mide los diferentes objetivos de política incluyendo la elección del sistema cambiario. A diferencia de los modelos de primera generación, puede existir una decisión deliberada del gobierno para abandonar el ancla fijo si otros objetivos parecen ser más importantes. Algunas veces se argumenta que los procesos autogenerados reflejan fundamentales y por consiguiente una explicación racional para una crisis monetaria. El comportamiento de manada, por ejemplo, puede ser racional cuando inversionistas desinformados adoptan los puntos de vista de los inversionistas astutos si las informaciones pueden ser obtenidas solamente a costos altos. Sin embargo, un proceso autogenerado puede estar influenciado por la psicología de masas que involucran un comportamiento irracional. *Kindleberger*

¹ Ver por ejemplo *Krugman, P.* (1979), "A model of Balance-of-Payments Crises". *Journal of Money, Credit and Banking*, 11, p.311-325 y *Flood, R.P./Garber, P.M.*(1984). "Collapsing Exchange-rate Regimes – some linear examples", *Journal of International Economics*, 17, p.1-13. Ver también *Aschinger* (2001b) para una revisión de diferentes tipos de modelos de crisis monetarias.

(1978) mostró en su libro "*Manias, panics and crashes*" que en crisis especulativas ocurre el comportamiento irracional el cual conduce a la euforia y al pánico².

De acuerdo con *Kindleberger* (1978), las crisis especulativas pueden caracterizarse mediante etapas diferentes:

1. *desplazamiento*: algunos *shocks* exógenos operan en un sistema macroeconómico,
2. *desarrollo de un boom*: si predominan cambios positivos,
3. *expansión de créditos bancarios*: la creciente liquidez aumenta la oferta de crédito,
4. *especulación creciente*: al principio la especulación estabilizante prevalece y el comportamiento racional domina,
5. *euforia*: el comportamiento irracional conduce a especulación desestabilizante y exageraciones,
6. *cambios repentinos en expectativas*: la inestabilidad ha aumentado al grado que ninguna adaptación continua no es más posible,
7. *pánico*: la venta masiva del bien especulativo conduce a un *crash*.

La hipótesis de eficiencia del mercado, que establece que toda la información pública se refleja instantáneamente en los precios, no es observada para todos los eventos del mercado financiero. Existen muchas anomalías para los mercados financieros que parecen ser guiadas por los sentimientos de los inversionistas y también pueden incluir un comportamiento irracional. En el comportamiento de las finanzas, estos mecanismos son estudiados. *Shiller* (2000) en su libro *Irrational Exuberance* lo señala claramente, la mayoría de los inversionistas basan sus decisiones financieras en sentimientos personales y observaciones aleatorias en lugar de análisis cuantitativos³.

Con respecto a las crisis monetarias, uno puede distinguir entre *crisis de información* y *especulativas*. Una *crisis de información* explica un ataque monetario mediante la aparición de nuevas noticias relevantes negativas que tienen un impacto sobre la valoración del tipo de cambio. El deterioro de los fundamentales de un país puede, por ejemplo, conducir a una crisis monetaria de información. La pregunta es, si las informaciones son confiables y relevantes para el valor intrínseco de una moneda y por lo tanto si reflejará el comportamiento racional de los inversionistas. Con información imperfecta y asimétrica, la formación de expectativas puede provocar una crisis autogenerada la cual, bajo ciertas circunstancias, refleja un comportamiento racional.

² Kindleberger, C.P. (1978), "*Manias, Panics and Crashes – A History of Financial Crises*", Basic Books, New York.

³ Shiller, R.J. (2000), "*Irrational Exuberance*", Princeton University Press, Princeton, New Jersey.

Las crisis monetarias especulativas involucran motivos irracionales los cuales pueden conducir a exageraciones. Nuevas informaciones relevantes no vienen inmediatamente antes de un ataque monetario. Justo antes de que ocurra una crisis especulativa, no tiene lugar algún cambio en los fundamentales. Una crisis semejante se desarrolla a lo largo del tiempo en tanto la inestabilidad del sistema crece. La regla de la moratoria aplica, lo cual significa que continuos ajustes locales son perseguidos hasta el último momento donde un movimiento brusco del tipo de cambio tiene lugar y se corrige el desequilibrio inherente.

5. Caracterización de las crisis monetarias actuales

A continuación, se describen brevemente y caracterizan varias e importantes crisis monetarias⁴:

- **La crisis mexicana (1995):** las dificultades que surgen de la crisis de la deuda de 1982 fueron consolidadas en México por los programas de estabilización que involucraron medidas restrictivas monetarias y fiscales, un pacto de solidaridad entre los trabajadores, empleadores y el gobierno, y amplias liberalizaciones. Mediante la restricción de los gastos gubernamentales, un presupuesto equilibrado fue alcanzado en 1990, mientras que el crecimiento real del PIB en promedio alcanzó el 3% anual y la tasa de inflación fue reducida al 7% anual en 1994. Las perspectivas económicas positivas que fueron acentuadas con la membresía de México al NAFTA y la OECD, condujeron a una entrada masiva de capitales de corto plazo externos. México usó un tipo de cambio reptante ante el dólar norteamericano. Debido a que los pasos de la devaluación no fueron suficientes para eliminar el diferencial de intereses, el peso se revaluó en términos reales. Esto condujo a reducir competitividad y a crecientes déficits en cuenta corriente. La subida de las tasas de interés a inicios de 1994 drenó el portafolio de capital fuera de México y el gobierno tuvo que emitir obligaciones indexadas al dólar (tesobonos) a fin de refinanciar continuamente su deuda externa. Junto con la inestabilidad política y el relajamiento de las políticas monetaria y fiscal antes de la elección presidencial, se produjeron ataques especulativos contra el peso, el cual se devaluó en alrededor del 30% a inicios de enero de 1995. Los mercados financieros, sin embargo, no anticiparon la crisis monetaria.
- **La crisis de Asia del Este (1997):** los países del Este Asiático experimentaron altas tasas de crecimiento real del PIB durante muchos años y alcanzaron

⁴ Estas crisis monetarias se describen y analizan detalladamente en Aschinger (2001b).

sustanciales superávits fiscales en tanto las tasas de inflación permanecieron bajas. Estos países usaron un ancla fija con respecto al US dólar. Fuertes inlfujos de capital, especialmente de portafolio de capital, provocaron una alta acumulación de créditos y un *boom* en los mercados de bienes raíces y de acciones. Riesgo moral conducido por garantías implícitas, pobre manejo de riesgo y supervisión ausente del sistema bancario produjeron un alto número de créditos malos lo cual condujo a crisis en bienes raíces y bancarias. La corrupción y el nepotismo junto con un alto grado de monopolización de la industria acentuaron la vulnerabilidad de los países del Este Asiático. En la primavera de 1997, la crisis monetaria empezó en Tailandia y con la devaluación del bath, rápidamente se expandió a las Filipinas, Malasia, Indonesia y finalmente a Corea del Sur. El contagio fue un factor importante debido a que todos los países del Este Asiático enfrentaron problemas similares. Desde el estallido de la crisis hacia Marzo de 1998, las monedas de estos países se devaluaron en alrededor del 50% a excepción del rupia de Indonesia que perdió cerca del 80% de su valor contra el U.S. dólar. También en este caso, los mercados financieros no vislumbraron la crisis⁵.

- **La crisis de Rusia (1998):** con la transición a la economía de mercado en 1990, Rusia experimentó serias dificultades debido a que muchas de sus industrias y de sus productos se tornaron obsoletos. La profunda crisis económica estuvo marcada por tasas de inflación altas, una disminución del PIB real, déficit fiscal creciente y disminución de los superávits en cuenta corriente. Cambios frecuentes del gobierno acrecentaron la incertidumbre. En 1995 el rublo fue anclado al US dólar usando una banda cambiaria. El apoyo de los gobiernos de Occidente y nuevas oportunidades de inversión condujeron a un fuerte inlfujo de capital de portafolio debido a que los inversionistas adquirieron grandes montos de títulos del gobierno (GKO's). La fragilidad de la economía rusa condujo a una salida masiva de capitales a inicios de agosto de 1998. Para reestructurar la deuda rusa, se anunció una moratoria de 90 días, la cual puso una fuerte presión sobre el rublo. El 28 de agosto se introdujeron tipos de cambio flexibles y el rublo se devaluó en más del 50% en pocos días.
- **La crisis de Brasil (1999):** la economía brasilera mostró una inflación alta y persistente durante muchos años, la misma que alcanzó un nivel de 4 dígitos en 1994. Con la ayuda de un plan de estabilización (*Plano real*), que incluyó una reforma monetaria y medidas fiscales, la inflación fue reducida rápidamente y el presupuesto del gobierno se tornó equilibrado. La nueva moneda brasilera, el

⁵ Una caracterización de la crisis de Asia del Este se presenta en Aschinger (1998).

Real, fue vinculada al US dólar mediante un tipo de cambio reptante. Dado que la devaluación de la moneda brasilera no fue suficiente se revaluó en términos reales. Como consecuencia de ello, se generó un déficit en cuenta corriente alto y se desarrolló un gran déficit fiscal debido a la ausencia de disciplina fiscal. Así, Brasil se caracterizó por los “déficits gemelos”. A pesar de seguir una política monetaria restrictiva que condujo a aumentos altos en la tasa de interés, se produjeron grandes pérdidas de las reservas monetarias internacionales. En enero de 1999 tuvo lugar una transición hacia tipos de cambio flexibles y la moneda brasilera se devaluó en más del 40% en dos semanas.

- **La crisis de Ecuador (2000):** Ecuador experimentó una inflación alta y bajas tasas de crecimiento durante varios años. Desde 1996, existió un deterioro sustancial de los fundamentales, así los déficit en cuenta corriente y fiscal ascendieron a niveles altos. Debido a la creciente presión sobre la moneda ecuatoriana, se aumentó continuamente la tasa de devaluación del tipo de cambio reptante del sucre contra el US dólar. Desde 1997 hasta 1999, las reservas monetarias internacionales fueron reducidas a la mitad y en febrero de 1999 el banco central decidió introducir tipos de cambio flexibles. El sucre se devaluó en más del 40% contra el US dólar en dos semanas. Debido a los retiros considerables de depósitos, los bancos comerciales fueron cerrados por una semana a fin de prevenir una crisis bancaria. El Ecuador se convirtió en insolvente en septiembre de 1999 debido a que no se pudieron pagar los intereses de los bonos Brady. Dado que era imposible estabilizar el Sucre, el gobierno decidió sustituir su moneda nacional por el US dólar. La dolarización fue introducida en enero de 2000.

Mientras las crisis monetarias en Rusia, Ecuador y Brasil fueron principalmente producidas por desequilibrios en los fundamentales, la crisis en México fue más bien una crisis autogenerada y la crisis de Asia del Este puede ser caracterizada como una crisis especulativa la cual fue influenciada por riesgo moral, desencadenando primero una crisis inmobiliaria y bancaria, y desembocando en una crisis monetaria.

La Tabla 1 resume algunos aspectos importantes de las crisis monetarias en los países emergentes. Las crisis monetarias involucran etapas similares, las mismas que fueron arriba descritas e ilustradas por la Figura 1 en el caso de la crisis del Este Asiático.

Tabla No. 1

Comparación de crisis monetarias actuales

	Mexico (1995)	Asia del Este (1997/98)	Rusia (1998)	Brasil (1999)	Ecuador (2000)
Posición inicial	<ul style="list-style-type: none"> • inflación baja • presupuesto equilibrado • miembro del NAFTA y OECD • <i>alto déficit en cuenta corriente</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • inflación baja • alto crecimiento económico • superávit fiscal • <i>alto déficit en cuenta corriente</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • inflación baja • <i>transición a una economía de mercado</i> • <i>alto déficit fiscal</i> • <i>reducción del PIB real</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • inflación baja • <i>altos déficits fiscal y en cuenta corriente</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • presupuesto equilibrado • <i>inflación alta</i> • <i>alto déficit en cuenta corriente</i> • <i>bajo crecimiento económico</i>
Ancla monetaria	tipo de cambio reptante ante el US-Dólar	tipo de cambio fijo ante el US-Dólar	banda cambiaria ante el US-Dólar	tipo de cambio reptante ante el US-Dólar (devaluación 7,5% por año)	Tipo de cambio reptante ante el US-Dólar con tasa creciente de devaluación → transición a la "dolarización"
Desregulación/globalización	liberalización de los mercados locales, reducción de los controles de capital, privatización				
Influjos de capital	altos influjos de capital de corto plazo (<i>inversión de portafolio</i>), aumento de la oferta monetaria				
Expansión del crédito doméstico	alta liquidez de los bancos, riesgo moral, selección adversa, acumulación de créditos vencidos; aumento en la especulación → boom en los mercados de bienes raíces y de acciones				
Aumento de créditos en moneda extranjera	aumento de deudas en moneda extranjera por parte de las empresas domésticas y de los bancos (sin cobertura en los países del Este Asiático), creciente deuda externa del gobierno, expectativa de obtener créditos del FMI				
Factores que provocaron la crisis monetaria	problemas políticos internos	crisis bancaria e inmobiliaria, riesgo moral	insolvencia amenazante del sector gubernamental, moratoria deudas externas privadas	moratoria de los estados locales, problemas con el saneamiento de deudas del gobierno	reducción del precio del petróleo, crisis bancaria, problemas políticos internos
Modelos para explicar las crisis	modelos de segunda generación: crisis monetaria autogenerada	modelos de crisis inmobiliaria y bancaria, modelos de crisis especulativa (Kindleberger)	modelos de primera generación: crisis fundamental	modelos de primera generación. crisis fundamental	modelos de primera generación. crisis fundamental

6. Medidas que pudieron prevenir las crisis monetarias

- Con la globalización creciente en los mercados financieros, el capital internacional se volvió totalmente móvil y el capital de corto plazo muy volátil. El potencial de la especulación aumentó enormemente. Mientras los desequilibrios de mercado podrían haber sido remediados por la especulación (estabilizante) si nueva información relevante hubiese llegado, la especulación desestabilizante pudo conducir a las economías a problemas serios a través de mecanismos autogenerados. Las economías abiertas bajo condiciones globalizadas están sometidas a cambios rápidos de mercado que carecen de fricciones. Un sistema económico semejante puede volverse inestable, análogo a los sistemas mecánicos dinámicos, tal como se ilustra con el ejemplo siguiente. En el siglo XIX, las llantas de rodamientos fueron mejoradas sustancialmente mediante la reducción de la fricción. En el transcurso de este progreso técnico, las máquinas a vapor mostraron un comportamiento inestable de la fuerza centrífuga gobernadora, la cual obstaculizó el suave poder de transmisión hacia las llantas. La única manera de corregir esto fue reintroduciendo la fricción a las llantas de rodamiento. Este descubrimiento generalmente se aplica a los sistemas dinámicos y muestra que es necesario un mínimo de fricción para garantizar la estabilidad.
- A fin de reinsertar la fricción en un sistema económico globalizado, uno podría pensar en gravar un impuesto a la importación de capital, el cual fue aplicado en Chile durante algunos años, haciendo uso de los controles de capital o introduciendo un impuesto a las transacciones sobre el tipo de cambio (*impuesto Tobin*), por lo tanto echando arena sobre las ruedas de los mercados financieros supereficientes, como lo expresó *Tobin* (1978). Un impuesto a la importación de capital tiene la ventaja de que el flujo de capital puede ser impedido en los tiempos buenos, mientras que con un impuesto a la exportación de capital o controles de capital sería difícil prevenir las salidas de capitales durante los tiempos malos. El impuesto *Tobin* recauda un porcentaje bajo pero fijo sobre el monto total de transacciones en moneda extranjera, el cual podría ser aplicado con la misma tasa a todos los tipos de transacciones y en todos los países. No parece posible gravar un impuesto semejante en el futuro predecible, dado el hecho que el alcanzar un acuerdo internacional sobre este tema sería difícil de lograr. Los controles de capital que fueron reintroducidos en Malasia y Rusia pudieron ser de utilidad para proteger al país de enormes salidas de capitales en el caso de una crisis monetaria pero deberían haber sido removidos lo más pronto posible a fin de no producir efectos adversos sobre la competitividad del país.
- Los mercados domésticos no deberían ser liberalizados rápidamente sin usar medidas acompañadas de una buena supervisión del sistema para los bancos,

requerimientos de ratios de capital, manejo de riesgo y consejos de contabilidad. Nuevas instituciones financieras deberían haber sido introducidas o deberían haber sido reformadas las existentes.

- Las empresas y los bancos nacionales no deben ser permitidos de endeudarse en moneda extranjera sin la autorización del gobierno. El alto endeudamiento externo de las empresas nacionales fue el principal factor para la reducción drástica de las reservas monetarias internacionales del banco central a lo largo de las crisis monetarias.
- Garantías implícitas que dan lugar al riesgo moral deberían ser reducidas pero no eliminadas. Los acreedores privados (nacionales y extranjeros) no deberían fiarse en las políticas de salvataje ya sea por el gobierno o indirectamente por programas de rescate internacionales, pero tienen que tomar los riesgos por sí mismos (políticas de no-intervención) en el caso de una crisis. Los bancos extranjeros deberían por lo tanto ser requeridos a ampliar sus créditos (refinanciar) a sus deudores domésticos.
- El ancla de la moneda nacional no debe ser defendida bajo todas circunstancias. Cierta flexibilidad del tipo de cambio debería ser deseable en una etapa temprana a fin de evitar una crisis monetaria. Esto también depende de las expectativas de los inversionistas, quienes pueden volverse temerosos, y del cambio doméstico para la moneda extranjera. Si no existiera el ancla, las crisis monetarias serían moderadas, pero los efectos positivos de un ancla tales como la estabilización de la economía, en el caso de una inflación alta o la promoción del crecimiento económico, no puede ser alcanzado.
- Existen, no obstante, distintas formas de anclas: tipo de cambio reptante, tipo de cambio fijo, caja de conversión o dolarización. Los tipos de cambio reptantes usados en América Latina (por ejemplo, Brasil y México) permitieron mini-devaluaciones para aquellos países que estaban bajo presiones inflacionarias, reduciendo en consecuencia la probabilidad de ataques monetarios. Para una caja de conversión, la base monetaria debe ser siempre cubierta cien por cien por reservas monetarias internacionales del banco central. Una caja de conversión (por ejemplo, Hong Kong y Argentina) parece ser más propensa a la crisis que un tipo de cambio fijo normal debido a que se requiere un mayor grado de disciplina monetaria. Los ataques monetarios, sin embargo, no pueden ser excluidos de las cajas de conversión debido a que la oferta monetaria (ej. M1 o M2) no está cubierta uno a uno por reservas monetarias internacionales. Además, el caso de Argentina ha mostrado, que una caja de conversión puede ser vulnerable a crisis, si la disciplina fiscal es abandonada. Con la dolarización, un país ha renunciado a la política monetaria, con lo cual las reservas del país se determinan aisladamente.

- La corrupción y el nepotismo deben ser combatidos y la monopolización de las industrias respecto de los *chaebols* en Corea del Sur o los grandes conglomerados de empresas en Indonesia deben ser eliminados. Los créditos no deben ser concedidos por relaciones personales pero más bien deben basarse en términos de eficiencia.
- El contagio de las crisis debe ser reducido cuando una mejor información acerca de las diferencias y similitudes entre países se encuentre disponible. Mejor transparencia acerca de las relaciones y la toma de decisiones de las industrias y el gobierno puede aumentar la confianza de los inversionistas para un país en particular.

Dada la condición de la naturaleza humana, y a pesar de las medidas preventivas adoptadas, las crisis no pueden evitarse completamente en todos los tiempos.

Bibliografía

- Aschinger, G. (1998), "An Economic Analysis of the East Asia Crisis", *Intereconomics*, p. 55-63.
- Aschinger, G. (1999), "Die Entstehung von Finanz- und Währungskrisen unter dem Aspekt der Globalisierung", in: Voeller, J. (Hrsg.), *Globalisierung und Soziale Marktwirtschaft*, Ulmenser Bd. 13, Ulm, p. 81-96.
- Aschinger, G. (2001a), "Die Beurteilung von Währungskrisen anhand neuerer Modellansätze", in: Berg, H. (Hrsg.), *Theorie der Wirtschaftspolitik: Erfahrungen - Probleme - Perspektiven, Tagungsband des Wirtschaftspolitischen Ausschusses. Potsdam (2000)*, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Band 278, Berlin, p. 113-136.
- Aschinger, G. (2001b), *Währungs- und Finanzkrisen - Entstehung, Analyse und Beurteilung aktueller Krisen, (Crisis monetarias y financieras)*, Verlag Vahlen, München, 368 p.
- Flood, R.P./Garber, P.M. (1984), "Collapsing Exchange-Rate Regimes – Some Linear Examples", *Journal of International Economics*, 17, p. 1-13.
- Kindleberger, C.P. (1978), *Manias, Panics and Crashes – A History of Financial Crises*, New York.
- Krugman, P. (1979), "A Model of Balance-of-Payments Crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, 11, p. 311-325.
- Tobin, J. (1978), "A Proposal for International Monetary Reform", *Eastern Economic Journal*, p. 153-159.