

CAPÍTULO VII

A DOS DÉCADAS DE LA CRISIS FINANCIERA ASIÁTICA: LECCIONES QUE AÚN PODEMOS APRENDER

*Clemente Hernández Rodríguez
Antonio Ruiz Porras*

INTRODUCCIÓN

La crisis económica asiática y la crisis financiera global tuvieron raíces similares que, en ambos casos, causaron inestabilidad generalizada (D'Souza, 2016). La Crisis Financiera Asiática (CFA), vivida en diferentes capítulos de 1997-1999 fue imprevista por las agencias de calificación de riesgo, los analistas financieros, las instituciones internacionales y los especialistas universitarios sobre las crisis de balanza de pagos en economías emergentes. Pese a que el entorno macroeconómico convencional en 1990-1996, tanto interno como externo, de las economías asiáticas que luego entrarían en crisis era particularmente favorable, tal hecho no deja de ser sorprendente y dice mucho sobre la falta de capacidad predictiva de los economistas, que pasaron por alto importantes desequilibrios no convencionales (Park, 1996).

La CFA fue un periodo de dificultad financiera que se apoderó de Asia en julio de 1997. La crisis comenzó en Tailandia con el colapso financiero del baht tailandés, causado por la decisión del gobierno tailandés de hacer fluctuar el baht, cortando su clavija al dólar, luego de esfuerzos exhaustivos para sostenerlo frente a una sobre-extensión financiera severa que era en parte obligada por el sector inmobiliario. Para ese entonces, Tailandia había adquirido una carga de deuda externa que provocó la bancarrota efectiva del país incluso antes del colapso de su moneda. Cuando la crisis se expandió, la mayoría de los países del Sureste Asiático vieron el desplome de sus

monedas, la devaluación del mercado bursátil y de otros activos y una caída precipitada de la deuda privada.

Han pasado ya dos décadas desde la irrupción de la crisis financiera en el Sureste Asiático y el principal problema que se genera en la actualidad es que ni las depreciaciones de las monedas, ni las caídas de las bolsas pueden considerarse irrepetibles, con el efecto contagio al resto del mundo, países, empresas y ciudadanos de la intranquilidad y la desconfianza por el futuro inmediato. Dado que las recesiones asociadas con crisis financieras son más largas en duración e imponen un costo mayor en la sociedad, las soluciones para superar estas recesiones son especialmente importantes desde un punto de vista práctico y académico.

ANTECEDENTES DE LA CRISIS

Hasta 1997, las economías del Sureste Asiático mantenían altas tasas de interés que atraían inversionistas extranjeros en busca de altos rendimientos, de modo que Asia atraía casi la mitad del total de capital afluente a los países en desarrollo. Como resultado, las economías de la región recibieron un gran flujo de dinero y experimentaron un dramático incremento en los precios de activos. Al mismo tiempo, las economías regionales de Tailandia, Malasia, Indonesia, Singapur y Corea del Sur experimentaron altas tasas de crecimiento: de entre 8 a 12% del PIB a fines de la década de 1980 y comienzos de los años 1990. Este logro fue ampliamente celebrado por las instituciones financieras y fue conocido como el milagro económico asiático. El crecimiento económico del Sureste Asiático había sido el resultado histórico de la inversión de capital, la cual había llevado al crecimiento de la productividad; sin embargo, la productividad total de los factores se había incrementado sólo marginalmente. Solamente la productividad total de los factores, y no la inversión de capital, podía llevar a la prosperidad a largo plazo (Krugman, 1999).

Aunque hay un acuerdo general sobre la existencia de una crisis y sus consecuencias, es menos claro cuáles fueron las causas de la crisis, así como su alcance y solución (Radelet, Sachs, Cooper y Bosworth, 1998). Las causas de la debacle son muchas y disputadas. Adicionalmente a Filipinas y Malasia los países implicados con mayor impacto fueron: Tailandia, Indonesia, y Corea del Sur. La economía de Tailandia se desarrolló en una burbuja llena con dinero caliente, es decir, dinero con carácter especulativo que se movía

con rapidez en los mercados financieros internacionales aprovechando los diferenciales en la cotización entre divisas. Al haber dinero caliente se requería más y más de ese dinero lo que hacía crecer el tamaño de la burbuja. La misma situación se presentaba en Malasia, aunque en este caso tenía un mejor liderazgo político, y en Indonesia, que tenía la complicación adicional de que el flujo de capital de corto plazo era costoso y, a menudo, altamente condicionado al beneficio económico rápido. El dinero fue a parar de manera incontrolada sólo a ciertas personas, no particularmente las más apropiadas o las más eficientes, sino a aquellas más cercanas a los centros de poder (Corsetti, Pesenti y Roubini, 1999).

A mediados de la década de 1990, Tailandia, Indonesia y Corea del Sur tenían grandes déficits privados de cuenta corriente y el mantenimiento de una tasa de cambio fija incentivaba el endeudamiento externo y llevaba a una exposición excesiva al riesgo de intercambio extranjero tanto en el sector financiero como en el corporativo. Además, dos factores empezaron a cambiar el entorno económico. Cuando la economía de los Estados Unidos se recuperó de la recesión de inicios de los 1990, el Sistema de Reserva Federal empezó a incrementar las tasas de interés para cortar la inflación. Esto hizo a los Estados Unidos, un destino de inversión más atractivo respecto al Sureste Asiático que había atraído corrientes de dinero especulativo a través de tasas de interés altas a corto plazo, y aumentó el valor del dólar estadounidense, al cual estaban fijadas muchas monedas del Sureste Asiático, con lo que sus exportaciones se hicieron menos competitivas. Al mismo tiempo, el crecimiento de las exportaciones en el Sureste Asiático disminuyó dramáticamente en la primavera de 1996, deteriorando su posición de cuenta corriente.

Las razones Deuda Extranjera-Producto Bruto Interno subieron una tasa de 100% a 167% en las cuatro economías más grandes del Sureste Asiático en el periodo 1993-1996, luego se dispararon a más de 180% durante la peor parte de la crisis. En Corea del Sur, la razón aumentó de 13 a 21% y, luego, tan alto como 40%. Sólo en Tailandia y Corea del Sur subieron las razones del Servicio de Deuda a Exportaciones (Radelet, Sachs, Cooper y Bosworth, 1998).

Otra posible consecuencia del shock repentino puede ser también atribuida a la transferencia de la soberanía de Hong Kong el 1° de julio de 1997. Durante los 1990s, dinero caliente llegó a la región del Sureste Asiático, pero los inversionistas ignoraron a menudo los fundamentos reales o perfiles de riesgo de las respectivas economías. La incertidumbre respecto al futuro de Hong Kong llevó a los inversionistas a echar marcha atrás incluso

fuera de Asia, exacerbando las condiciones económicas en el área (subsecuentemente llevando a la devaluación del baht tailandés el 2 de julio de 1997).

La CFA fue creada no por la psicología o tecnología del mercado, sino por políticas que distorsionaron los incentivos dentro de la relación prestatario-prestamista (Burnside, Eichenbaum y Rebelo, 2001). Las grandes cantidades resultantes de crédito que estuvo disponible generaron un clima económico de gran apalancamiento y presionó los precios de activos al alza hasta un nivel insostenible. Estos precios de activos eventualmente empezaron a colapsar, causando la suspensión de pagos de las obligaciones de deuda tanto por parte de los individuos como de las compañías. El pánico resultante entre los prestamistas llevó a un gran retiro del crédito de los países en crisis y, luego, bancarrotas. Además, como los inversionistas intentaban retirar su dinero, el mercado cambiario fue inundado con monedas de los países en crisis, presionando hacia la depreciación de sus tipos de cambio.

Para prevenir un colapso de los valores monetarios, los gobiernos de estos países fueron forzados a incrementar las tasas de interés domésticas a niveles sumamente altos (para ayudar a disminuir la fuga de capitales al volver relativamente más atractivo a los inversionistas el préstamo a esos países) y a intervenir en el mercado cambiario, comprando con reservas internacionales todo exceso de moneda doméstica a la tasa de cambio fija. Ninguna de estas políticas podía ser una respuesta sostenible por mucho tiempo. Tasas de interés muy altas pueden ser extremadamente dañinas a una economía que está relativamente saludable, causando estragos en un ya de por sí frágil Estado, mientras que los bancos centrales se quedan sin reservas internacionales. Cuando fue claro que la fuga de capitales de estos países no sería detenida, las autoridades dejaron de defender sus tipos de cambio fijos y permitieron la fluctuación de sus monedas. El valor depreciado resultante de estas monedas significó que la moneda extranjera denominada pasiva aumentara substancialmente en términos de moneda doméstica, causando más bancarrotas y, luego, profundizando la crisis.

EVALUANDO A LOS PAÍSES MÁS AFECTADOS

En agosto de 1997 la devaluación del baht tailandés provocó que el Sureste Asiático entrara en una recesión importante que afectó a los llamados tigres asiáticos. Durante 1998 el PIB de estos países cayó en 13.7% en Indonesia, 9.4% en Tailandia, 6.7% en Malasia y 5.8% en Corea del Sur. Indonesia, Corea del Sur y Tailandia fueron los países más afectados por la crisis.

Hong Kong, Malasia, Laos y Filipinas padecieron también la depresión. La República Popular China, India, Taiwán, Singapur y Vietnam fueron menos afectados, aunque también sufrieron por la pérdida de la demanda y de la confianza en la región.

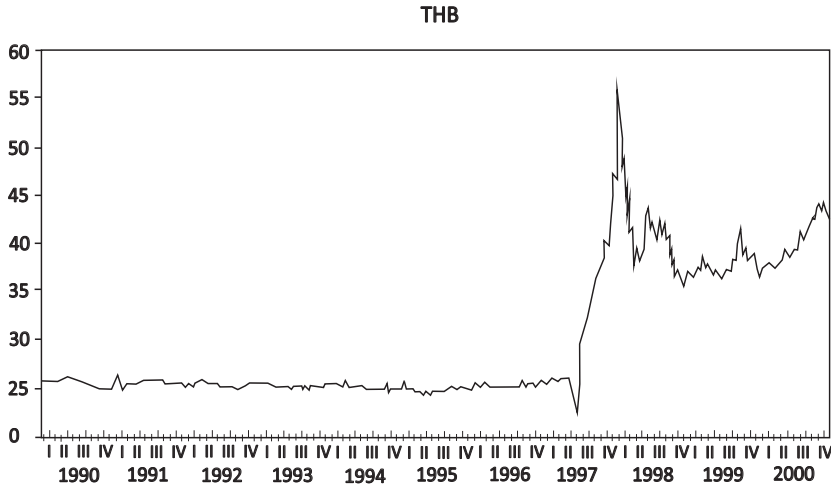
Entre 1985 y 1996, la economía de Tailandia creció a un promedio de más del 9% anual, la tasa más alta de crecimiento económico de un país en aquella época. En 1996, un fondo de cobertura norteamericano había vendido \$400 millones de bahts que fue posible porque desde 1978 hasta el 2 de julio de 1997, el baht tailandés estaba fijado al dólar en una tasa de veinticinco a uno.

Los días 14 y 15 de mayo de 1997, el baht fue golpeado por un ataque especulativo masivo. El 30 de junio de 1996, el primer ministro tailandés dijo que no devaluaría la moneda. Cuando el gobierno tailandés falló en su defensa del baht contra especuladores internacionales se encendió la chispa que encendió la crisis financiera asiática, El boom económico tailandés se detuvo entre despidos masivos en el sector financiero, inmobiliario y de construcción que tuvieron como resultado una enorme cantidad de trabajadores regresando a sus pueblos al interior del país y 600 mil trabajadores extranjeros siendo enviados de regreso a su país de origen. El baht tailandés se devaluó rápidamente y perdió la mitad de su valor entre julio de 1997 y enero de 1998, alcanzando su punto más bajo de 56 unidades por dólar en enero de 1998 [véase figura 3]. La bolsa de valores tailandesa cayó 75% en 1995. La compañía financiera más grande de Tailandia hasta entonces colapsó.

El 2 de julio de 1997, la administración tailandesa dejó que la moneda local luctuara. El 11 de agosto de 1997, el Fondo Monetario Internacional (FMI) comunicó el lanzamiento de un paquete de rescate para Tailandia de más de diecisiete mil millones de dólares, sujeto a condicionantes, tales como la aprobación de leyes relacionadas con los procedimientos en caso de bancarrota (reorganización y reestructuración) y el establecimiento de marcos regulatorios fuertes para bancos y otras instituciones financieras. El FMI aprobó el 20 de agosto de 1997 otro paquete de ayuda financiera consistente en 3,900 millones de dólares.

Los mercados asiáticos sufrieron una fuerte convulsión a partir del hecho de que Tailandia decretara en julio la no-convertibilidad perfecta entre el dólar y el baht. Su economía dejaba de estar monetarizada porque, aunque su nivel de reservas en dólares seguía aumentando, el crecimiento interno del país que provocó un aumento de las importaciones) y la ligera reducción (o crecimiento más atenuado) de sus exportaciones no permitían asegurar un cambio fijo. Su déficit corriente alcanzó cifras de 10%. Esta situación, combinada con la fragilidad de su sistema financiero si se descarta la paridad fija

Figura 3
Comportamiento del tipo de cambio para Tailandia
(Spot Exchange Rate, Baht/us\$)



Fuente: Elaboración propia con datos de The Federal Reserve Board of Governors in Washington, DC. Periodicidad diaria.

frente al dólar, desencadenó la desconfianza de los inversores extranjeros. El cambio fijo frente al dólar dotaba a la inversión asiática de un potencial excelente, dado que no estaba sometida al riesgo cambiario. Suprimida esta situación, la rentabilidad de estas inversiones sufrió una fuerte merma.

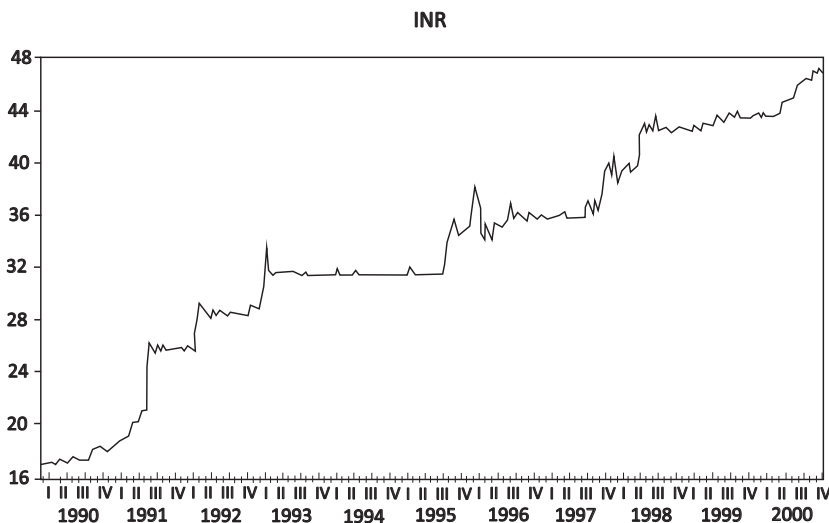
Para 2001, la economía de Tailandia se había recuperado. La creciente recaudación fiscal permitió al país estabilizar su presupuesto y pagar sus deudas con el FMI en 2003, cuatro años más tarde de lo programado. Incluso después del golpe de Estado por los militares, el baht tailandés continuó apreciándose.

Por otro lado, en junio de 1997, Indonesia parecía estar lejos de una crisis. A diferencia de Tailandia, Indonesia tenía una baja inflación, un superávit de la balanza comercial de más de 900 millones, inmensas reservas internacionales de más de veinte mil millones y un buen sector financiero. Pero, un gran número de corporaciones indonesias habían tomado préstamos en dólares americanos. Durante los años anteriores, como la rupia se fortalecía con respecto al dólar, esta práctica había funcionado bien para estas corporaciones: sus niveles de deuda efectivos y costos financieros habían decrecido mientras el valor de la moneda local aumentaba.

En julio de 1997, cuando Tailandia permitió la fluctuación del baht, las autoridades monetarias de Indonesia ampliaron la banda cambiaria de la rupia de 8 a 12%. En agosto, la rupia cayó bruscamente debido a ataques severos (figura 4). El 14 de agosto de 1997, el régimen monetario de fluctuación manejada fue reemplazado por un arreglo de tasa de cambio de libre fluctuación. La rupia cayó aún más. El FMI intervino con un paquete de rescate de 23,000 millones de dólares, pero la rupia se hundía en medio del temor por las deudas de las corporaciones, ventas masivas de rupia y fuerte demanda de dólares. La rupia y la bolsa de Yakarta llegaron a un punto bajo histórico en septiembre. Con el tiempo, la calificación de la deuda de largo plazo de Indonesia bajó a la categoría de bono basura.

Si bien la crisis de la rupia empezó en julio y agosto de 1997, se intensificó en noviembre cuando los efectos de esa devaluación de venero se mostraron en los balances corporativos. La rupia indonesia perdió 75% de su valor entre julio de 1997 y enero de 1998. Las compañías que se habían prestado en dólares debieron enfrentar los altos costos impuestos por el

Figura 4
Comportamiento del tipo de cambio para Indonesia
(SPOT EXCHANGE RATE, RUPIA/US\$)



Fuente: Elaboración propia con datos de The Federal Reserve Board of Governors in Washington, DC. Periodicidad diaria

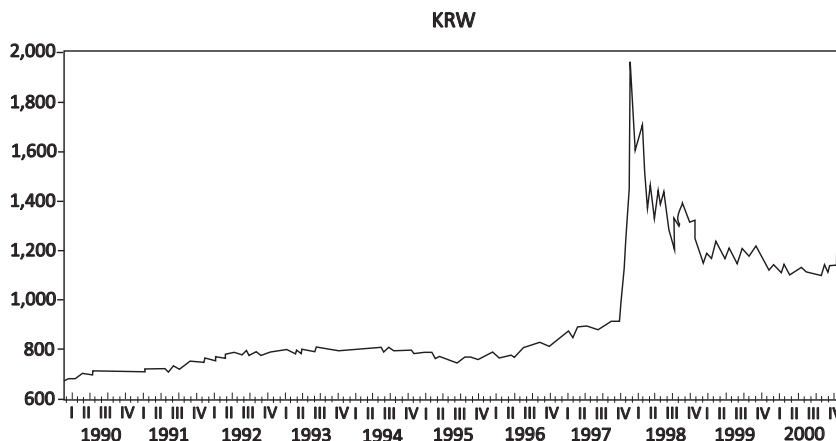
declive de la rupia y muchos reaccionaron comprando dólares y vendiendo rupia, socavando aún más el valor de esta última. La inflación de la rupia y las subidas considerables resultantes en los precios de productos alimenticios llevaron a levantamientos en todo el país, en los cuales murieron más de quinientas personas sólo en Yakarta. Después de haber estado 30 años en el poder, el presidente de Indonesia, Suharto fue forzado a dimitir en mayo de 1998 en la víspera de la generalización de los disturbios que siguieron al incremento fuerte de precios causado por una devaluación drástica de la Rupia. Ese año, Indonesia perdió 13,5% de su PIB. Antes de la crisis, la tasa de cambio de la rupia y el dólar era de aproximadamente 35,000 rupia por dólar. En varios momentos durante de la crisis, la tasa se hundió a más de 40,000 rupia por dólar.

Desde 1970 las tasas de crecimiento del PIB estaban entre 6.9% en Indonesia y 8.4% en Corea del Sur. Corea del Sur no presentó, antes de su crisis, una excesiva apreciación de la moneda ni un elevado déficit corriente, sino inicialmente sólo problemas de liquidez en bancos y empresas aunque, a la postre, el país sufriera también problemas de solvencia internacional. En la víspera del deterioro del mercado asiático, se disminuyó la clasificación del crédito de Corea del Sur en noviembre de 1997, y cayó de categoría nuevamente en diciembre del mismo año. Esa disminución contribuyó al posterior declive de las acciones coreanas, dado que el mercado bursátil tenía una tendencia a la baja desde noviembre.

Mientras tanto, el won coreano se debilitó desde 800 a más de 1,700 won por dólar (figura 5). El won coreano cayó en un 70% de su valor entre julio de 1997 y enero de 1998, perdiendo más de la mitad de sus reservas internacionales en dos meses. La bolsa de Corea cayó 4% el 7 de noviembre de 1997; al día siguiente, se hundió 7%, en su mayor caída en un solo día hasta entonces. El 24 de noviembre, las acciones cayeron 7,2% más debido al temor de que el FMI pidiera reformas duras. En 1997 los resultados macroeconómicos en Corea del Sur eran buenos, pero el sector financiero estaba cargado con préstamos no rentables, pues sus grandes corporaciones estaban financiando expansiones agresivas.

Durante este tiempo, hubo prisa en construir grandes conglomerados para competir a nivel mundial. Muchos negocios a la larga fallaron en garantizar las ganancias y la rentabilidad. Los conglomerados coreanos, más o menos completamente controlados por el gobierno, simplemente absorbieron más y más inversión de capital. Al final, el exceso de deuda llevó a quiebras mayores y adquisiciones. En julio de 1997, Kia Motors, el tercer fabricante

Figura 5
Comportamiento del tipo de cambio para Corea del Sur
(SPOT EXCHANGE RATE, WON/US\$)



Fuente: Elaboración propia con datos de The Federal Reserve Board of Governors in Washington, DC. Periodicidad diaria.

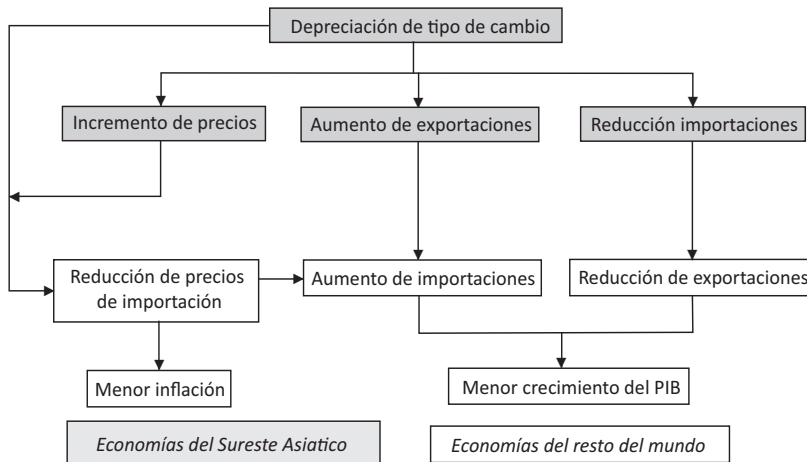
de autos más grande de Corea del Sur, solicitó préstamos de emergencia. En 1998, la Hyundai Motor Company asumió el mando de Kia Motors. La empresa Samsung, de 5 mil millones de dólares, fue disuelta debido a la crisis y con el tiempo Daewoo Motors fue vendida a la compañía GM (General Motors).

A pesar de una ralentización profunda inicial y de numerosas bancarrotas corporativas, Corea del Sur ha logrado multiplicar su renta per cápita en términos de dólares reales de 1997. De hecho, reasumió su rol como la economía de más rápido crecimiento del mundo. Desde 1960, su PIB per cápita se ha incrementado de \$80 en términos nominales a más de \$21,000 en 2007, sin embargo, el gobierno de Corea del Sur no ha resultado ileso. La razón de su Deuda Pública-PBI se ha más que duplicado (aproximadamente de 13 a 30%), como resultado de la crisis.

Unos de los principales efectos que tuvo la crisis financiera, que sufrieron principalmente los países del Sureste Asiático, fue un cambio significativo en los flujos de comercio internacional cuyo origen o destino se vincula a los países involucrados. Así, ante la fuerte caída de las monedas del área se disminuyeron las importaciones de dichos países y hubo, por el otro lado, un aumento significativo de sus exportaciones.

La figura 6 presenta de forma esquemática esta secuencia de efectos. En este sentido los efectos sobre el resto de economías implican, en conjunto una reducción de su crecimiento, por efecto de la disminución de sus exportaciones y al aumento de importaciones desde el Sureste Asiático, a la vez que experimentaron una reducción en sus precios tanto de importación como domésticos.

Figura 6



Fuente: Hernández (2010).

HECHOS ESTILIZADOS DE LA CRISIS FINANCIERA ASIÁTICA

La CFA fue un periodo de dificultad financiera que se apoderó del Sureste Asiático en 1997 y aumentó el temor de un desastre económico mundial por contagio financiero. Comenzó el 2 de julio de 1997 con la devaluación de la moneda tailandesa. Por efecto dominó, le sucedieron numerosas devaluaciones en Malasia, Indonesia y Filipinas, lo que repercutió también en Taiwán, Hong Kong y Corea del Sur. Sin embargo, lo que parecía ser una crisis regional se convirtió con el tiempo en lo que se llegó a conocer como la primera gran crisis de la globalización, de cuyos efectos aún se contabiliza la verdadera magnitud de su impacto en la economía mundial. Sólo durante las primeras semanas un millón de tailandeses y 21 millones de indonesios pasaron a engrosar las filas de los oficialmente pobres.

Luego de la crisis asiática, los inversionistas internacionales eran reacios a prestar dinero a países en desarrollo, llevando a ralentizaciones económicas en muchas partes del mundo. Las grandes economías emergentes de Brasil y Argentina también entraron en crisis a fines de la década de 1990 e inicios del siglo XXI.

Muchos países aprendieron de la crisis y aumentaron rápidamente sus reservas internacionales como una protección contra ataques, incluyendo Japón, India, Corea del Sur. Países tales como Brasil, Rusia e India, así como la mayoría del Sureste Asiático empezaron a copiar el modelo japonés de debilitar sus monedas, reestructurar sus economías hasta crear un superávit de cuenta corriente para formar grandes reservas en moneda extranjera. Esto llevó a un financiamiento creciente de bonos del tesoro norteamericano, permitiendo o ayudando a desarrollar burbujas inmobiliarias y bursátiles en los Estados Unidos, que detonaron la crisis de 2008.

De la crisis que inició en julio de 1997 se deriva que un precursor clave de las crisis financieras del siglo XXI en las economías avanzadas y emergentes por igual fue la rápida acumulación de apalancamiento. Si la inversión está restringida en países que tienen menos riqueza (o empresas que tienen menos activos), entonces se limita la capacidad de endeudarse. Muchas empresas en países emergentes tienen un volumen sustancial de la deuda denominada en monedas extranjeras. Si los inversores internacionales pierden la confianza, siendo una profecía que se auto-cumple, la divisa del país se deprecia pues se producen salidas de capitales masivas (Burnside, Eichenbaum y Rebelo, 2004). De esta forma la riqueza disminuye drásticamente (la deuda aumenta) y la inversión doméstica colapsa.

Un interesante ejercicio consiste en comparar las crisis asiáticas con sus homólogas previas de los años noventa: la crisis del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo (SME) en 1992-1993 y la crisis del peso mexicano (y el consiguiente efecto tequila), de 1994-1995. Esquivel y Larraín (2000), comparan la crisis mexicana y la asiática. Esas tres crisis comparten algunas similitudes. Primero, se vieron precedidas por: (a) una liberalización financiera rápida, prematura e indiscriminada, sin que la regulación gubernamental y la supervisión bancaria se acompasasen debidamente; (b) una política de tipo de cambio nominal fijo o semi-fijo (peg), con objeto de controlar la inflación y de atraer capital extranjero; y (c) un fuerte aumento de la entrada neta de capital foráneo, que contribuyó a la apreciación en términos reales de la moneda y/o a la sobre-extensión del crédito bancario. Segundo, han estado relacionadas, en mucha mayor medida que las crisis de los años

setenta y ochenta, con la creciente globalización de la economía mundial, especialmente en lo que atañe a la cada vez mayor movilidad internacional de los capitales. Tercero, han dado pie a una extensa literatura, de segunda generación sobre las crisis cambiarias, que insiste, ya no en las incompatibilidades inevitables entre la política macroeconómica y la cambiaria, sino en las expectativas de los agentes para desencadenar procesos que se auto-cumplen (Krugman, 1997; Morris & Shin, 1998).

La ortodoxia en el tratamiento de estas crisis supone dos conjuntos de acciones: Aumento de la liquidez, y Políticas económicas internas. El incremento de la liquidez incluye financiamiento como el apoyo del FMI en forma de línea de crédito. La mayor crítica contra el rol del FMI en la crisis se concentró sobre su respuesta a la crisis. Como país tras país entraban en crisis, muchos negocios locales y gobiernos que habían tomado préstamos en dólares, los cuales se volvieron mucho más costosos respecto a la moneda local en la que obtenían sus ganancias, se encontraron incapaces de pagar a sus acreedores. La dinámica de la situación era muy similar a aquella de la crisis de la deuda de América Latina en los años chenta.

En un mundo donde la movilidad de capitales es cada vez mayor, el financiamiento tiene un efecto muy limitado; sin embargo los mercados de cambios de algunos de estos países son muy estrechos y la intervención podría funcionar si la gente cree que funcionará (efecto psicológico). No obstante, la efectividad de las líneas de crédito del FMI se ha exagerado mucho. Parecido a los préstamos del FMI es rotar la deuda. Los prestamistas privados se juntan y se les persuade (moralmente o con la amenaza de una moratoria unilateral), de que tienen que mantener su inversión o hacer una rotación de la deuda a corto plazo y las líneas de crédito, entre otros. Sin embargo, hay riesgo moral pues mientras los prestamistas mantienen los fondos en el país, los capitalistas domésticos pueden fugar sus capitales.

A su vez las políticas económicas internas involucran a las políticas fiscales, monetarias y estructurales. En las etapas iniciales de la crisis el FMI impone austeridad fiscal. A pesar de que dicha austeridad no cura de ninguna manera objetiva una crisis del estilo de la que sucedió en el este de Asia. Sólo si la austeridad fiscal genera confianza en los mercados puede funcionar. Pero quizás hay otras formas de inducir confianza que no sean objetivamente empujar la economía en la dirección incorrecta. Al contrario una expansión fiscal sería lo conveniente pero no está claro que estos países tengan los suficientes recursos como para una expansión del tamaño que fuera necesario.

Además, el FMI insiste mucho en una política monetaria muy restrictiva temporalmente, subir mucho las tasas de interés para estabilizar los tipos de cambio. Una vez que los inversores se han convencido de que el tipo de cambio no se va a depreciar masivamente la contracción monetaria se puede relajar. El problema es que la economía sufre una contracción muy fuerte en la producción real y se produce una fuerte disrupción social y política además del colapso de la inversión. Hay que admitir que es una forma brutal de gestionar la economía mundial. Finalmente, está anunciar cambios estructurales importantes (por ejemplo, la privatización, limpiar los créditos malos de los bancos y controles de capitales). Las reformas estructurales en general no son malas: todos los países que entran en crisis tenían o aún tienen un sistema económico poco saludable. Pero si creemos que la crisis es principalmente de pesimismo auto-justificado es difícil ver como las reformas estructurales pueden ayudar a devolver la confianza a los mercados. La insistencia del FMI en políticas para renovar el gobierno económico del país probablemente dañan más la credibilidad que mejorar en algunos países como Malasia han funcionado los controles de capitales temporales.

CONCLUSIONES

Los modelos macroeconómicos simples modernos muestran que aumentos en fricciones financieras generarán una disminución del PIB real y el empleo de la magnitud correspondiente. Pero estos modelos no pueden explicar por qué el PIB y el empleo no se recuperan una vez las fricciones financieras vuelven a la normalidad lo termina la crisis financiera temporal (Hall, 2010).

En la crisis asiática eventos en principio irrelevantes provocaron una pérdida de confianza auto-confirmada y las soluciones macroeconómicas normales no funcionaron. La respuesta normal a las recesiones, que es una política monetaria expansiva, no funciona pues aumentar la masa monetaria refuerza, al contrario de lo deseado, la depreciación de la divisa y empeora el balance de las empresas.

Este estudio recomienda que la política fiscal puede ser usada para estimular estas variables simultáneamente con el fin de ayudar a las economías a enfrentar las recesiones y sus posteriores efectos. Mientras que los economistas conservadores se oponen a la acción de gobierno en la lucha contra las recesiones, las soluciones aportadas en este estudio están del lado de los keynesianos en superar el factor subyacente que tiene posiblemente el mayor impacto de estas recesiones vinculadas al desempleo.

Modelos de primera generación tempranos predicen que el continuo déficit fiscal, aumentando los niveles de deuda, o caída de las reservas precede a la caída de un régimen de tipo de cambio fijo. No obstante, esta previsión no es coherente con la crisis monetaria asiática de julio de 1997. Esta inconsistencia llevó a muchos observadores a no incluir explicaciones fiscales de esta crisis. Sin embargo, Corsetti, Pesenti y Roubini (1999), Burnside, Eichenbaum y Rebelo (2001) y Lahiri y Vegh (2003), muestran que las malas noticias sobre futuros déficits públicos pueden desencadenar una crisis cambiaria. Bajo tales circunstancias una crisis cambiaria no necesariamente será precedida por un persistente déficit fiscal, un aumento de los niveles de deuda, o una caída de las reservas. Estos modelos suponen que los agentes reciben noticias de que el sector bancario está fallando y que los bancos serán rescatados por el gobierno. El gobierno planea financiar el rescate del banco, al menos en parte, por la impresión de dinero empezando en algún momento en el futuro. Burnside, Eichenbaum y Rebelo (2001), argumentan que su modelo explica las principales características de la crisis monetaria asiática. Ellos muestran que una crisis monetaria ocurrirá antes de que el gobierno realmente empiece a imprimir dinero. Por lo tanto, una crisis monetaria no es precedida por movimientos en los fundamentos macroeconómicos estándar, tales como los déficits fiscales y crecimiento del dinero (Aghion, Bacchetta y Banerjee, 2000). Esta explicación de la crisis monetaria asiática destaca el enlace entre los déficits futuros y los actuales movimientos en el tipo de cambio. Este vínculo es enfatizado también por Corsetti y Mackowiak (2006), Daniel (2001) y Dupor (2000), que utilizan la teoría fiscal del nivel de precios para discutir que salto en los precios y tipos de cambio en respuesta a noticias sobre futuros déficits.

Aquellas economías emergentes que evitaron auges de apalancamiento financiero durante la primera década de 2000 también fueron las que tuvieron mayor probabilidad de evitar los peores efectos de la primera crisis global del siglo XXI (Krugman, 2002). Sin importar si se trata de un país emergente o avanzado, la expansión de crédito interno junto a la apreciación real de la moneda son los predictores más sólidos y significativos de las crisis financieras. Sin embargo, mayores reservas de divisas predicen una probabilidad considerablemente menor de una crisis posterior para las economías emergentes (Gourinchas y Obstfeld, 2012).

Hay un factor latente subyacente que conecta las variables asociadas con estas recesiones: el crecimiento del PIB, el desempleo, la inflación y el endeudamiento (o préstamos), públicos. Este parece ser el riesgo cambiario.

Una extensión es la modelación de la varianza condicionales de las series temporales, de profundo interés para el mejor conocimiento de los mercados financieros. Determinar un patrón de comportamiento estadístico para la varianza es el cometido de los modelos con heterocedasticidad condicional autorregresiva, mejor conocidos como modelos de la familia ARCH (Engle, 1982). La clave de estos modelos está en considerar la información pasada de la variable y su volatilidad observada como factor altamente explicativo de su comportamiento presente y, por extensión lógica, de su futuro predecible.

La originalidad de los modelos tipo ARCH se encuadra en un viejo punto de interés en la descripción del comportamiento económico. Es frecuente hablar de sucesos condicionados o de generación de expectativas a partir de los movimientos relativos que se produjeron en el pasado. Por ejemplo, todo el mundo relaciona inmediatamente la estabilidad o la inestabilidad en los mercados financieros con su comportamiento inmediatamente anterior, produciéndose fuertes ondas en la evolución de sus variables que, después de un sobresalto que dura unos días, tienden a retomar una senda de evolución estable.

En variables como éstas, el comportamiento en el momento actual responde a una expectativa generada sobre el valor de cambio producido en el momento precedente; es decir, a un valor esperado condicionado de la varianza del periodo anterior. Las particularidades de los mercados financieros y cambiarios han determinado búsquedas de modelos que sean capaces de reproducir no sólo la volatilidad cambiante (heterocedasticidad), sino también los posibles efectos contagio tan comunes en variables financieras. Se ha contrastado empíricamente el hecho estilizado de que, en este tipo de mercados, movimientos de fuerte intensidad suelen venir acompañados de otros de igual naturaleza hasta que, en un momento dado, la intensidad se reduce durante períodos consecutivos más o menos largos a su vez (Bollerslev y Wooldridge, 1992). Reproducir estadísticamente este hecho exige funciones no lineales, como ya lo es el modelo ARCH seminal; pero, con frecuencia, también exige funciones generales más complejas como las exponenciales y logarítmicas (Bollerslev, 1986). Determinar modelos capaces de recoger estos frecuentes cambios ha centrado varias aportaciones al desarrollo de los modelos ARCH.

BIBLIOGRAFÍA

- Aghion, P. Bacchetta, P. y Banerjee, A. (2000), A simple Model of Monetary Policy and Currency Crises. *European Economic Review* 44, 728-738.
- Bollerslev, T. y Wooldridge, J. M. (1992). “Quasi-Maximum Likelihood Estimation and Inference in Dynamic Models with TimeVarying Covariances”. *Econometric Reviews* 11(2): 143–172.
- Bollerslev, T. (1986) “Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity.” *Journal of Econometrics*. 31(3), 307-327.
- Burnside, C., Eichenbaum, M. y Rebelo, S. (2001) Prospective deficits and the Asian currency crisis. *Journal of Political Economy* 109, 1155-98.
- Burnside, C., Eichenbaum, M. y Rebelo, S. (2004). “Government guarantees and Self-fulfilling Speculative Attacks.” *Journal of Economic Theory* 119, 31-63.
- Corsetti, G. y Mackowiak, B. (2006). “Fiscal Imbalances and the Dynamics of Currency Crises.” *European Economic Review* 50, 1317–38.
- Corsetti, G., Pesenti, P. y Roubini, N. (1999). “What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?” *Japan and the World Economy* 11, 305-73.
- Daniel, B. (2001). “The Fiscal Theory of the price level in an open economy.” *Journal of Monetary Economics* 48, 293–308.
- D’souza, J. (2016) . Once the Bubble Bursts: An Overview on the Comparison of the Asian Economic Crisis and the Global Financial Crisis. *Journal of Public Administration and Policy Research* 8(3), (25-32). DOI: 10.5897/JAPR2015.0327.
- Dupor, W. (2000). “Exchange Rates and the Fiscal Theory of the Price Level.” *Journal of Monetary Economics* 45, 613–30.
- Engle, R. F. (1982). Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation. *Econometrica* 50(4), 987-1007.
- Esquivel, G. y Larrain, F. (2000). “Latin America Confronting the Asian Crisis”, in Dadush, U; Dasgupta, D. y Uzan, M. (eds.) *Private Capital Flows in the Age of Globalization. The Aftermath of the Asian Crisis*. Edward Elgar Publishing. pp. 81-102.
- Gourinchas, P-O. y Obstfeld, M. (2012). “Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First.” *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(1): 226-65.
- Hall, R. E. (2010). “Why Does the Economy Fall to Pieces after a Financial Crisis?” *Journal of Economic Perspectives*, 24(4), 3-20.

- Hernández, C. (2010). *Política Económica Internacional*. México: Astra.
- Krugman, P. (1997). "Currency crises", MIT, Cambridge, MA. consultado el 31 de julio de 2017, consultado en: <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>.
- Krugman, P. (1999). Balance Sheets, The Transfer Problem, and Financial Crises," in Isard, P., Razin, A. y Rose, A., (eds). *International finance and financial crises: essays in honor of Robert P. Flood, Jr.*, Kluwer.
- Krugman, P. (2002). Crises: the next generation., in Razin, A; Helpman, E; y Sadka, E.(eds). *Economic policy in the international economy: essays in honor of Assaf Razin*. Cambridge.
- Lahiri, A. y Vegh, C. (2003). Delaying the inevitable: interest rate defense and BOP crises. *Journal of Political Economy* 111, 404–24.
- Morris, S. y Shin, H. (1998). Unique equilibrium in a model of self-fulfilling currency attacks. *American Economic Review* 88, 587–597.
- Park, Y.-C. (1996). East Asian Liberalization, Bubbles and the Challenges from China, *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 2.
- Radelet, S. Sachs, J.D., Cooper, R. N. y Bosworth, B.P. (1998) "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects?" *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1-90.

