

AMÉRICA LATINA FRENTE A LA CRISIS ASIÁTICA*

Gerardo Esquivel y Felipe Larraín B.

El presente trabajo hace una evaluación de las probables implicancias de la crisis asiática en América Latina y ofrece una discusión sobre las opciones de políticas con las que algunos países latinoamericanos podrían enfrentar con éxito sus repercusiones. El trabajo empieza con la revisión de las contribuciones de varios modelos teóricos a nuestra comprensión de las crisis cambiarias. Luego discute las lecciones que pueden extraerse de las crisis anteriores, para después evaluar la situación actual de cuatro de los países más grandes de América Latina y discutir acerca de sus perspectivas inmediatas.

Brasil parece ser la economía más vulnerable de la región y necesita tomar medidas adicionales para reducir sus dos déficits: de la cuenta corriente y del presupuesto público. Además de la flexibilización de

GERARDO ESQUIVEL. Profesor Asistente en El Colegio de México. Anteriormente se desempeñó como Analista Asociado en el Harvard Institute for International Development (HIID), de la Universidad de Harvard.

FELIPE LARRAÍN B. Profesor Titular Visitante de la cátedra Robert F. Kennedy de Estudios Latinoamericanos de la Universidad de Harvard y Director del Proyecto Centro América en el Harvard Institute for International Development (HIID).

* Una versión anterior del presente trabajo fue presentada en la conferencia "Las secuelas de la crisis asiática", organizada por el Banco Mundial y el Comité para la Reinvención de Bretton Woods, Washington D.C., mayo 13-14. Los autores agradecen los valiosos comentarios de Rodrigo Vergara y la competente ayuda de Alexandra Lomakin.

su política cambiaria, Brasil necesita implementar una serie de reformas estructurales a fin de evitar una recesión mayor como resultado de sus muy altas tasas de interés. Chile, aun cuando ha sido duramente golpeado por los términos de intercambio, todavía permanece estructuralmente saludable. Sin embargo, enfrenta un desafío mayor debido a su alta exposición tanto al cobre como a la región asiática. Una demanda regional más débil junto con la pérdida de competitividad asociada con la crisis asiática van a causar un deterioro en las cuentas externas de Argentina. Debido a su alta dependencia del mercado brasileño, Argentina enfrentará graves problemas si Brasil cae en crisis. México se ve favorecido por la importante diversificación de exportaciones y su estrecha integración a la economía estadounidense. No obstante, enfrenta graves presiones debido a los menores precios del petróleo y, especialmente, a su débil sector bancario. El artículo concluye que una corrección de los desequilibrios macroeconómicos fundamentales es una condición necesaria pero no suficiente para evitar las crisis cambiarias. Hacer todo en forma correcta minimizaría el riesgo de crisis, pero no constituye una garantía segura contra ella.

1. Introducción

La reciente crisis sufrida por varios países asiáticos ha planteado serias preocupaciones en América Latina sobre la posibilidad de que un efecto ‘contagio’ pudiera gatillar una crisis de proporciones mayores en la región. Esta preocupación se basa parcialmente en una simple extrapolación del llamado ‘efecto tequila’ de 1995, que tuvo repercusiones negativas, por lo menos transitoriamente, en varias economías emergentes, incluyendo algunas con fundamentos económicos supuestamente fuertes. Aun cuando el escenario de crisis no se ha materializado hasta la fecha en América Latina, los mercados de la región permanecen inestables. Tras el colapso de Rusia a fines de agosto, algunos mercados latinoamericanos se han deteriorado aún más.

Efectivamente, hay por lo menos dos buenas razones para que los países de esta región estén preocupados por la posibilidad de que se produzca una mayor difusión de la crisis asiática. En primer lugar, no sólo han caído las monedas de las economías emergentes, tales como Tailandia, Malasia e Indonesia; otras más estables y respetadas como el won surcoreano y el yen japonés se depreciaron fuertemente frente al dólar estadouni-

dense entre mediados de 1997 y mediados de 1998. Otras economías asiáticas como China, y especialmente Hong Kong, también se han visto afectadas. Lo anterior indica la magnitud de la crisis actual y sus repercusiones alrededor del mundo. En segundo lugar, algunos países latinoamericanos tienen importantes problemas económicos propios, que en algunos casos se han agravado aún más por los primeros impactos de la crisis asiática sobre los flujos de capital mundial y los precios de los *commodities*. En consecuencia, se encuentran significativamente vulnerables a *shocks* externos adicionales. De hecho, a partir de octubre de 1997, tanto las bolsas de valores latinoamericanas como los tipos de cambio han sido severamente golpeados por una ola de pánico financiero cuyos orígenes pueden relacionarse con Asia.

El propósito del presente artículo es evaluar las probables implicancias de la crisis asiática en América Latina, y discutir algunas opciones de política de que disponen los países latinoamericanos para enfrentar con éxito sus repercusiones. En primer lugar, revisamos las contribuciones de varios modelos teóricos para la comprensión de cuáles son las causas de las crisis. Luego discutimos algunas de las lecciones que se pueden extraer de experiencias de crisis anteriores. Finalmente, evaluamos la situación actual de cuatro de los países latinoamericanos más grandes, para luego discutir sus perspectivas en el futuro inmediato.

2. ¿Qué es lo que sabemos de los determinantes de las crisis cambiarias?

Modelos de primera generación

Paul Krugman desarrolló en 1979 el primer modelo analítico de las crisis de balanza de pagos. Él planteó que las crisis se producen cuando un deterioro continuo de los fundamentos económicos se hace inconsistente con el intento de fijar el tipo de cambio. El modelo de Krugman identifica el problema original en la creación excesiva del crédito interno, sea para financiar los déficits fiscales o para proveer ayuda a un sistema bancario débil. En forma más específica, su modelo supone que el gobierno no tiene acceso a los mercados de capitales y, por lo tanto, debe recurrir a la monetización de sus gastos. El correspondiente aumento en la cantidad de dinero en la economía tiende a bajar las tasas de interés domésticas. Dadas las tasas de interés mundiales, lo anterior inducirá a una salida de capitales y a una gradual pérdida de reservas de moneda extranjera. Más tarde, la econo-

mía será víctima de un ataque especulativo que provocará el abandono del sistema de cambio fijo. En el modelo, el momento del ataque está determinado por un nivel crítico de las reservas. A medida que las reservas caen aproximándose a este umbral, los especuladores se verán inducidos a agotar las que quedan en un corto período de tiempo a fin de evitar pérdidas de capital.

El modelo Krugman y las extensiones realizadas al mismo representan lo que se conoce como modelos de crisis de balanza de pagos de primera generación¹. La principal idea de estos modelos es que las crisis surgen como resultado de una inconsistencia entre las políticas internas (es decir, excesivo gasto público que llega a ser financiado por la monetización) y un tipo de cambio fijo. En este sentido, las crisis son inevitables y previsible en las economías que experimentan un constante deterioro de sus fundamentos económicos.

Modelos de segunda generación

Más recientemente, varios autores han centrado su atención en la posibilidad de que se produzcan crisis cambiarias incluso en ausencia de un deterioro continuo de los fundamentos económicos. Los modelos construidos sobre esta línea se conocen como modelos de crisis de balanzas de pagos de *segunda generación*. Una característica clave de éstos es un proceso circular que lleva a la existencia de más de un equilibrio (Obstfeld, 1994, 1996). Dado que las simples expectativas pueden conducir a una u otra posición de equilibrio, muchos de los modelos de segunda generación aceptan, implícita o explícitamente, la posibilidad de crisis autocumplidas². Este tipo de crisis ocurre, por ejemplo, cuando el mero pesimismo de un importante grupo de inversionistas provoca una salida de capitales que lleva al eventual colapso del sistema cambiario y valida así las expectativas negativas. En este sentido, los modelos de segunda generación tienden a resaltar los efectos de refuerzo mutuo de las acciones de los agentes económicos al determinar los movimientos de una posición de equilibrio a otra.

¹ Flood y Garber (1984) y Conolly y Taylor (1984) han hecho extensiones al modelo de Krugman. Más recientemente, Krugman (1991) amplió el análisis a un modelo de zonas objetivo. Flood, Garber y Kremer (1996) incorporan el papel de la esterilización al análisis. Para una reseña de estos modelos véase Agenor, Bhandari y Flood (1992).

² Véase Flood y Marino (1997) para un resumen reciente de esta literatura.

En un modelo típico de segunda generación no existe una situación obvia y previsible que conduzca al colapso del tipo de cambio. La mayoría de los modelos suponen un gobierno que tiene incentivos explícitos ya sea para defender o para abandonar el sistema cambiario. En consecuencia, muchos de los modelos de segunda generación subrayan las interacciones entre las políticas gubernamentales y las percepciones de los agentes económicos, como cuando los agentes privados perciben que el gobierno de una economía de lento crecimiento puede seguir políticas fiscales expansivas. En dicho caso, los agentes económicos podrán anticiparse a tal política mediante un ataque a la moneda nacional, acelerando así el colapso del sistema cambiario. Dado que no necesariamente ocurre un cambio de política³, la crisis según estos modelos suele tener un componente altamente imprevisible.

Aun cuando los modelos de segunda generación tienen varias características en común, también difieren en aspectos cruciales. En algunos de ellos, los fundamentos económicos juegan un papel clave en la determinación de cuándo puede ocurrir una crisis. En forma particular, identifican un rango de las variables fundamentales dentro del cual puede o no suceder una crisis. Por lo tanto, un país que acusa fundamentos relativamente buenos nunca experimentará crisis cambiaria⁴. Aun cuando no es posible predecir en estos modelos cuándo ocurrirá una crisis cambiaria, al menos se puede inferir cuáles son los países más vulnerables.

En otros modelos de segunda generación, las crisis no se ven afectadas por la situación de los fundamentos, sino que sólo son el resultado de la simple especulación en contra de una moneda. Hay por lo menos dos tipos de análisis en esta línea. Los modelos del *comportamiento de manada* destacan el hecho de que los costos de inversión pueden llevar a los inversionistas extranjeros a tomar decisiones basadas en información limitada, y esto a su vez deja a la economía más sensible a los rumores (Calvo y Mendoza, 1997). Los *efectos de contagio*, por otro lado, resaltan la posibilidad de que grupos de países pertenecientes a la misma región sean percibidos como si compartieran características u objetivos de política comunes (Drazen, 1998). Cuando uno de los países cae en crisis, los inversionistas

³ Incluso la expansión del producto puede no ser un objetivo del gobierno. Es suficiente que los agentes económicos crean que lo es.

⁴ Tal es el caso, por ejemplo, del modelo discutido en Sachs, Tornell y Velasco (1996).

pueden percibir un mayor riesgo de crisis en los países vecinos. El capital extranjero huirá de éstos, provocando así el colapso del tipo de cambio y materializándose la predicción pesimista de los inversionistas.

3. Lecciones del pasado: La crisis latinoamericana de principios de los años 80

En esta sección se realiza una breve revisión de algunos aspectos cruciales de la crisis latinoamericana ocurrida a principios de los años ochenta, dado que ésta ofrece importantes lecciones y contrastes relacionados con el episodio actual. En otro trabajo identificamos un grupo de variables económicas que son clave para la comprensión de las condiciones que pueden conducir a una crisis cambiaria, y medimos en forma econométrica los efectos de dichas variables para explicar la probabilidad de crisis (Esquivel y Larraín, 1998). La presente sección se centra en algunos de estos indicadores clave.

A comienzos de los años ochenta varios países latinoamericanos devaluaron sus monedas fuertemente. Al principio, la ocurrencia simultánea en la región de muchas crisis cambiarias parecía apuntar a un *shock* netamente externo, por ejemplo un colapso de los términos de cambio o un salto de las tasas de interés extranjeras. Sin embargo, un análisis más detallado reveló rápidamente una causa interna: la mayoría de los países afectados por la crisis habían sostenido abultados déficits fiscales por períodos prolongados.

En el Cuadro N° 1 se presentan cinco indicadores económicos clave correspondientes a cinco de las más grandes economías latinoamericanas afectadas por crisis cambiarias a principios de los años ochenta, a saber: Argentina, Brasil, Chile, México y Perú. Esta información pone de manifiesto la situación económica potencialmente explosiva de estos países en vísperas de la crisis. La primera fila del Cuadro N° 1 muestra el déficit promedio del sector público entre 1979 y 1981⁵. La situación fue dramática: todos los países tenían déficits fiscales muy grandes durante los años pre-crisis, con tasas promedio en el rango de cerca de 5% del PIB en el Perú a más de 9% en Brasil y México. La notable excepción fue Chile, que presentaba un superávit fiscal sustancial del orden del 4% del PIB en el mismo período. No obstante lo anterior, en Chile también se desarrolló una importante crisis de balanza de pagos.

⁵ Nótese que este indicador es una medida amplia de la situación fiscal en cada país. Incluye tanto el saldo del gobierno central como las empresas públicas. Véase Larraín y Selowsky (1991) para una descripción detallada de los datos y sus fuentes.

Las próximas tres variables del Cuadro N° 1 demuestran la existencia de estrechas similitudes en estos países latinoamericanos. El señoreaje (medido en términos del aumento del agregado monetario M1 como porcentaje del PIB) indica que los gobiernos de estos países, especialmente México y Perú, monetizaron el déficit en forma sustancial. Aun cuando Chile acusaba un superávit fiscal, su tasa de inflación anual promedio bordeaba el 30% entre 1979 y 1981. Por lo tanto, el sector público chileno se encontraba recolectando señoreaje aun cuando no tenía una clara necesidad de ello. Las monedas de cada uno de los cinco países experimentaron una fuerte apreciación real durante los veinticuatro meses previos a sus respectivas crisis. Medida por un índice del tipo de cambio real multilateral efectivo, las apreciaciones reales varían de 20 a 36% entre 1979 y mediados del 1981. Apreciaciones de tal magnitud normalmente van acompañadas de un auge en el gasto agregado que conlleva una abrupta caída del precio relativo de bienes transables respecto de los no transables, incentivando las importaciones y desmotivando las exportaciones. Dicho patrón se ve reflejado en la tercera variable presentada en el Cuadro N° 1: el saldo de la cuenta corriente.

El saldo de la cuenta corriente expresado como porcentaje del PIB indica que cada uno de estos países acusaba altos déficits en sus cuentas externas inmediatamente antes de la crisis. Chile proporciona el ejemplo más extremo con un déficit anual promedio de casi 11% del PIB entre 1979 y 1981, lo que resulta aún más notorio considerando que el gobierno chileno presentaba un superávit fiscal masivo en ese momento. Como se documenta en Larraín (1991), este patrón se explica por un insostenible auge del consumo privado.

La última variable que se presenta en el Cuadro N° 1, la expansión del crédito bancario comercial al sector privado como porcentaje del PIB, es una de las más interesantes, aunque normalmente ha sido ignorada en las discusiones de crisis cambiarias⁶. Los aumentos abruptos en el crédito bancario indican un auge del endeudamiento. Tal como aparece en el Cuadro N° 1, hay evidencia clara de un 'boom' de crédito en Chile en ese tiempo. La participación del crédito bancario comercial en el PIB chileno aumentó en 155% entre diciembre de 1977 y diciembre 1981. Este auge crediticio en Chile, que siguió a la desregulación de su sector financiero y a la apertura de su cuenta de capitales, ayudó a financiar el aumento del consumo privado. Por lo tanto, esta variable ayuda a explicar por qué la economía chilena quedó vulnerable a una crisis cambiaria a pesar de acusar una posición

⁶ Una excepción es Sachs, Tornell y Velasco (1996).

CUADRO N° 1: INDICADORES MACROECONÓMICOS SELECCIONADOS PARA ALGUNOS PAÍSES LATINOAMERICANOS

	Argentina	Brasil	Chile	México	Perú
Balance del sector público (porcentaje del PIB) Promedio 1979-81	-0,6	-9,8	3,7	-9,1	-4,7
Señoreaje (porcentaje del PIB) Promedio 1979-81	3,2	2,5	2,0	4,7	5,3
Apreciación del tipo de cambio real durante los 24 meses previos a la crisis en cada país	36	29	20	20	22
Saldo de la cuenta corriente (porcentaje de PIB) Promedio 1980-81	-6,2	-5,0	-10,8	-5,9	-3,7
Crédito al sector privado como porcentaje del PIB (Crecimiento entre 1977 y 1981, porcentaje)	43,1	-28,2	155,3	24,1	22,1

Fuentes: Larraín y Selowsky (1991), Banco Mundial, FMI y J. P. Morgan.

fiscal muy fuerte. Los aumentos de crédito fueron sustanciales, pero mucho menores, en Argentina, y más modestos en México y Perú, durante este mismo período de cuatro años, mientras Brasil sufrió una contracción crediticia.

Para concluir, la mayoría de los episodios de crisis de América Latina durante los años ochenta calzan bien con la lógica de los modelos de crisis de balanza de pagos de primera generación. Las crisis de los años ochenta normalmente fueron el resultado del excesivo gasto gubernamental que erosionaba en forma continua la posición externa de las economías, rompiendo finalmente con el régimen cambiario. La excepción principal en este sentido fue Chile, donde la crisis no provino de un alto déficit del sector público sino como consecuencia natural de un auge insostenible del consumo privado financiado a través del sistema bancario.

4. Las crisis de los años noventa: México 1994 y Asia 1997

El 19 de diciembre de 1994, el gobierno de México anunció la ampliación de la banda cambiaria del peso. Dos días más tarde, luego que el Banco Central hubiera perdido varios billones de dólares en reservas extranjeras, el gobierno optó por la flotación del peso. Para ese entonces, los rumores de una eventual suspensión de pagos sobre bonos denominados en dólares (los famosos ‘Tesobonos’) se habían diseminado y provocado una corrida sobre los bonos mexicanos. Las tasas de interés subieron y el tipo de cambio se depreció significativamente. Hacia fines de diciembre la moneda mexicana se estaba cotizando en cinco pesos por dólar, un alza desde 3,5 a mediados del mismo mes; para mediados de marzo el tipo de cambio había alcanzado 7,4 pesos por dólar, lo que representa una depreciación de más de 100% respecto de su valor pre-crisis.

La crisis mexicana fue seguida de inmediato por un período de confusión y pánico financiero. Muchas otras monedas latinoamericanas se vieron enfrentadas a graves presiones y los mercados bursátiles en muchas economías emergentes sufrieron fuertes contracciones entre enero y marzo de 1995. La mayoría de estos efectos, sin embargo, fueron de corta duración⁷. Sólo México y Argentina sufrieron una declinación económica en 1995, pero ambos repuntaron fuertemente en 1996-1997.

Sin embargo, la crisis asiática ha resultado considerablemente más perdurable. En julio de 1997 la moneda tailandesa fue devaluada, a pesar de repetidos anuncios de parte de funcionarios gubernamentales de que no se tomaría tal medida. En cuestión de días las monedas de Indonesia, Filipinas y Malasia enfrentaron fuertes ataques y empezaron a desplomarse. Hacia fines de octubre el won surcoreano se depreció y aumentaron las amenazas de una crisis generalizada a través de Asia.

Las dos crisis que acabamos de esbozar, la de México en 1994 y la de Asia en 1997, comparten dos características comunes: en primer lugar, apenas pocos meses antes de las crisis estas economías en general fueron consideradas sólidas y estables, con excelentes perspectivas económicas⁸. Segundo: incluso días antes de que estallaran las crisis, los analistas finan-

⁷ Es importante notar, sin embargo, que 1995 fue un año de fuerte crecimiento para la economía mundial y que los términos de intercambio mejoraron considerablemente para los exportadores de *commodities*.

⁸ En este respecto véase Radelet y Sachs (1998) para un resumen de las discusiones del Directorio Ejecutivo del FMI sobre Indonesia, Corea y Tailandia que precedieron la crisis de 1997.

cieros y económicos parecían totalmente inconscientes de lo que estaba por venir⁹. El hecho de que ambas se encontraran entre las economías más estudiadas por la comunidad financiera hace que estas dos características sean aún más sorprendentes.

Una posible explicación de estas 'crisis sorprendidas' es que, a diferencia de América Latina en los años ochenta, ni México en 1994 ni Tailandia en 1997 habían demostrado alguna evidencia reciente de políticas expansivas fiscales o monetarias. El Cuadro N° 2 presenta los mismos cinco indicadores clave utilizados en el Cuadro N° 1 para discutir las crisis latinoamericanas de los años ochenta, aunque con datos de México, Tailandia, Indonesia, Malasia, Filipinas y Corea.

Las dos primeras variables del Cuadro N° 2, el saldo fiscal y el señoreaje, plantean una pauta totalmente diferente de la observada para América Latina en los años ochenta. Tanto México como Tailandia e Indonesia exhiben, en promedio, un superávit fiscal en los años precedentes a la crisis financiera. Los otros países del Cuadro N° 2, Malasia, Corea y Filipinas, presentaban situaciones de equilibrio o un déficit fiscal relativamente pequeño. La variable señoreaje también demuestra un patrón muy distinto del de los países latinoamericanos en los años ochenta: no hay evidencia alguna de un proceso sustancial de monetización antes del estallido de la crisis, salvo en el caso de Malasia.

Las últimas tres variables del Cuadro N° 2, sin embargo, sí se parecen más a la situación latinoamericana de los años ochenta. El Cuadro N° 2 indica que la mayoría de los países que sufrieron una crisis en los años noventa habían exhibido grandes déficits de cuenta corriente durante el período previo. Tanto México como Tailandia y Malasia acusaron déficits anuales superiores al 6% del PIB. Indonesia, Corea y Filipinas mantuvieron déficits levemente más modestos, de entre 3,3 y 4,6%. Más importante aún: en todos los países presentados en el Cuadro N° 2, con excepción de Corea, se produjo una apreciación relativamente fuerte del tipo de cambio real antes de las crisis. Por último, en tres de los seis países, México, Tailandia y Filipinas, las crisis fueron precedidas por un 'boom' de crédito.

En su conjunto, las variables anteriores muestran claramente que, con la excepción de Corea, todos los países considerados habían manifesta-

⁹ Véase por ejemplo la evidencia discutida en Goldfajn y Valdés (1998) y en Radelet y Sachs (1998). Aunque en el caso de México había algunas advertencias tempranas de la posibilidad de una crisis (véase por ejemplo, Dornbusch y Werner, 1996), nadie puede proclamar haber anticipado la crisis.

CUADRO N° 2: INDICADORES MACROECONÓMICOS SELECCIONADOS PARA MÉXICO Y ALGUNOS PAÍSES DE ASIA

	México	Tailandia	Indonesia	Malasia	Filipinas	Corea del Sur
Balance fiscal (porcentaje de PIB)						
Promedio 1992-94	0,5					
Promedio 1994-96		2,2	0,7	2,4	-0,2	0,3
Señoreaje (porcentaje del PIB)						
Promedio 1992-94	1,1					
Promedio 1994-96		1,0	1,3	3,8	1,4	1,0
Saldo de la cuenta corriente (porcentaje de PIB)						
Promedio 1993-94	-6,4					
Promedio 1995-96		-7,9	-3,3	-7,4	-4,6	-3,4
Apreciación del tipo de cambio real durante los 24 meses previos a la crisis en cada país						
	13,1	15,5	12,1	12,8	17,7	4,4
Crédito al sector privado como porcentaje del PIB						
(% variación entre 1990 y 1994)	103,2					
(% variación entre 1996 y 1997)		37,8	12,1	13,4	104,6	15,6

Fuentes: Banco Mundial, FMI y J. P. Morgan.

do algunos signos de vulnerabilidad bien antes de que se produjeran las crisis reales. Estas señales, sin embargo, no fueron las típicas observadas en el pasado; es decir, no había evidencia directa de un relajamiento fiscal o aumentos fuertes en la cantidad de dinero. En vez de eso, los síntomas de la crisis estaban enraizados principalmente en el sector financiero de la economía. Por lo tanto, las crisis de los años noventa tienen más elementos en común con la crisis chilena de 1982 que con las otras de la década de los años ochenta ocurridas en la región.

En resumen, hay dos aspectos comunes a casi todas las crisis discutidas anteriormente: una considerable apreciación del tipo de cambio real junto con un déficit significativo de la cuenta corriente. Es interesante que

la mayoría de las crisis hayan sido precedidas por grandes auges de gasto conducentes a un déficit significativo de la cuenta corriente. El interrogante de si el causal del déficit externo es un exceso de gasto público (como en el caso de la mayoría de los países latinoamericanos en los años ochenta), un exceso del consumo privado (como en México en los años noventa) o un auge de la inversión privada (la mayor parte de los países asiáticos en los años noventa), parece haber tenido una importancia de segundo orden. Por lo tanto, un déficit de cuenta corriente grande, acompañado de un tipo de cambio real sobrevalorado, pueden interpretarse como variables de síntesis que indican que está por venir una crisis. Efectivamente, en otro trabajo hemos encontrado evidencia econométrica, obtenida de una amplia muestra de países de medianos y altos ingresos, de que estas dos variables son altamente significativas en la explicación de las crisis cambiarias (Esquivel y Larraín, 1998).

Quizás una de las lecciones más importantes que se obtienen de las crisis recientes revisadas en esta sección es que, contra la creencia popular, normalmente se han producido claras señales de la presencia de algo fundamentalmente incorrecto en la economía antes de una crisis cambiaria. Lo anterior no significa, sin embargo, que las crisis o su *timing* sean totalmente previsibles. Más bien, quiere decir tan solo que es posible identificar un conjunto de condiciones que hacen que una economía sea susceptible de sufrir una crisis. En la sección siguiente utilizamos esta conclusión para evaluar la situación de algunas economías latinoamericanas luego de la crisis asiática.

5. Las perspectivas de América Latina luego de la crisis asiática

En la región hay buenas razones para preocuparse seriamente por el contagio de la crisis asiática. En octubre de 1997, una fuerte ola especulativa afectó en forma negativa a la mayoría de los mercados bursátiles y monedas de América Latina. En la presente sección abordamos las perspectivas de América Latina en base a la discusión anterior. Revisamos brevemente los indicadores macroeconómicos y de vulnerabilidad clave en cuatro de las economías más grandes de la región, a saber: Argentina, Brasil, Chile y México. En la sección siguiente evaluamos y discutimos las opciones de política de que disponen estos países para enfrentar con éxito la crisis asiática.

Indicadores macroeconómicos

Observar las variables macroeconómicas clave es un buen punto de partida para una evaluación de las actuales condiciones de un país y para identificar sus potenciales vulnerabilidades. El Gráfico N° 1 presenta la evolución de la cuenta corriente medida como porcentaje del PIB para Argentina, Brasil, Chile y México entre 1992 y 1997. Los datos muestran un patrón claro. Los países que mantenían grandes déficits de la cuenta corriente durante la primera parte de los años noventa, es decir Argentina y México, experimentaron fuertes correcciones en sus cuentas corrientes como resultado de la crisis mexicana de 1994-1995. Desde entonces, las cuentas externas de estos países se han deteriorado levemente, pero tanto Argentina como México todavía acusan déficits de cuenta corriente relativamente pequeños. Por otro lado, Brasil, que tenía una situación externa más equilibrada al principio de la crisis mexicana, ha sufrido un deterioro continuo en sus cuentas externas, pasando de un superávit de la cuenta corriente de 1,5% del PIB en el año 1992 a un déficit superior a 4% del PIB en 1997. Por otra parte, Chile, que se ha visto afectado por un deterioro importante en sus términos de intercambio a partir 1996, acusa el mayor déficit externo de los cuatro países.

El Gráfico N° 2 presenta el saldo fiscal como porcentaje del PIB para el mismo grupo de países, y los resultados son más heterogéneos en este caso. La situación fiscal parece relativamente saludable para tres de los cuatro países: Chile mantuvo un superávit a través de los años noventa, aun cuando éste disminuyó después de 1995. La situación fiscal de México ha estado cercana al equilibrio entre 1992 y 1997. El saldo fiscal de Argentina se ha deteriorado levemente a partir de 1993, cuando hubo un superávit; sin embargo la magnitud del déficit es relativamente pequeño.

Por otro lado, Brasil ha sostenido grandes déficit fiscales, superiores al 5% de PIB anualmente, durante los últimos tres años. Cabe hacer dos comentarios respecto de la situación fiscal de este país. En primer lugar, aun cuando el desequilibrio fiscal de Brasil parece pequeño comparado con los déficits de dos dígitos de algunos países latinoamericanos durante los años ochenta, éste sin duda es alto si se lo compara tanto con la actual situación fiscal del resto de la región como con estándares internacionales recientes. Por otra parte, el déficit fiscal de Brasil ha ido en *aumento* durante los últimos tres años, y en 1998 sobrepasará el 7% del PIB. Segundo, tal como lo muestran claramente los Gráficos N°s 1 y 2, el déficit de la

GRÁFICO N° 1: SALDO DE LA CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE DEL PIB, 1992-1997)

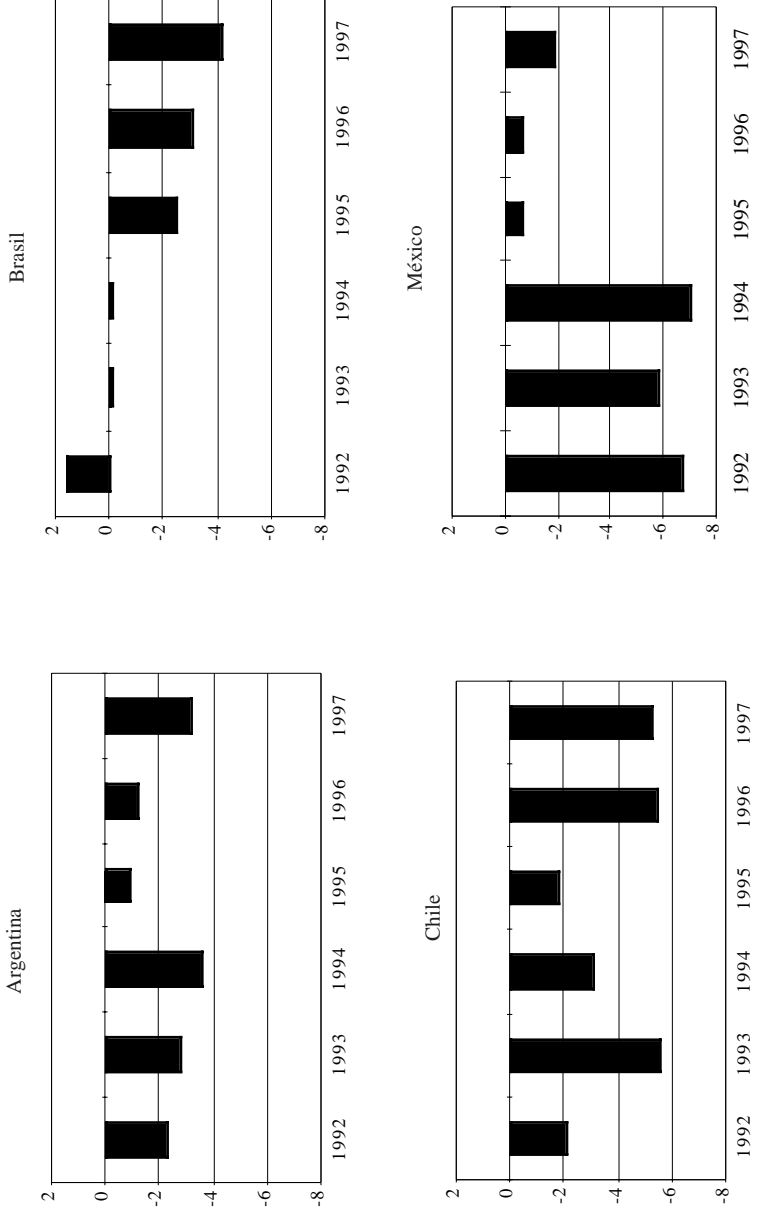
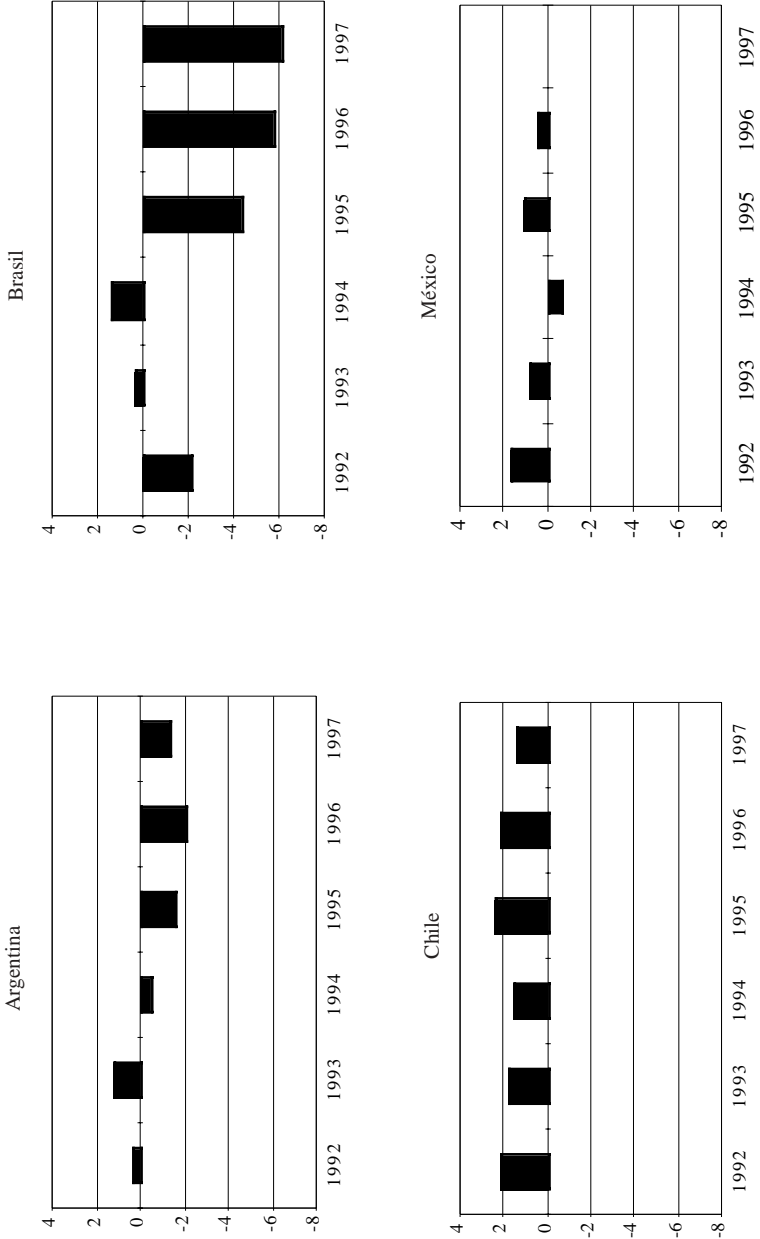


GRÁFICO N° 2: SALDO FISCAL (EN PORCENTAJE DEL PIB, 1992-1997)



cuenta corriente de Brasil es un fiel reflejo de su déficit fiscal, aun cuando menor en magnitud. Esta combinación de los doble déficit ‘mellizos’ muchas veces ha demostrado ser explosiva en mercados emergentes. Por lo tanto es imperativo que Brasil reduzca su déficit fiscal. Éste es el desafío macroeconómico actual más importante de Brasil.

El Gráfico N° 3 presenta el patrón del índice del tipo de cambio real en la región entre 1992 y abril de 1998. Los datos muestran que Brasil y Chile han sostenido las apreciaciones más fuertes durante los últimos años, alrededor del 20% en comparación con 1990-1992. En Brasil, el ritmo de la apreciación aumentó tras la implementación del plan real en julio de 1994. En Chile, la moneda nacional había acumulado una apreciación de más del 30% entre 1990 y septiembre de 1997, por lo que la depreciación experimentada hacia fines de 1997 y principios de 1998 levantó algo la presión sobre el tipo de cambio, tal como se ve reflejado en el leve aumento del tipo de cambio real chileno entre septiembre de 1997 y abril de 1998.

En el caso de México, la apreciación de su moneda durante 1996 y 1997 llevó a la pérdida total de las ganancias de competitividad obtenidas a partir de las devaluaciones de 1994 y 1995. Esta tendencia, sin embargo, se ha visto parcialmente revertida con los ajustes del tipo de cambio nominal ocurridos a mediados de 1998. Por otro lado, el peso argentino también se apreció fuertemente durante los años noventa; incluso, en los últimos años, cuando la inflación ha caído por debajo de los niveles internacionales, la paridad del peso fijado al fuerte dólar estadounidense ha llevado a una apreciación continua de la moneda argentina. Por otra parte, hacia abril de 1998, tal como lo indica el Gráfico N° 3, Chile fue el único país del grupo que había experimentado una leve depreciación cambiaria desde los inicios de la crisis asiática. Sin embargo, últimamente, después del colapso del rublo ruso y como resultado de la mayor inestabilidad de los mercados mundiales, la moneda mexicana también se ha depreciado en forma significativa.

Por último, el Gráfico N° 4 muestra el crédito interno otorgado al sector privado como porcentaje del PIB en Argentina, Brasil, Chile y México. Los datos indican claramente que no había un auge crediticio en la región entre 1992 y 1996. Por el contrario, tanto Brasil como México acusaron una importante reducción, mientras el crédito interno en Chile y Argentina ha mostrado una tendencia alcista moderada. La expansión del crédito no ha sido significativa en estas economías durante los últimos años, y parece que éste no será un importante factor de desestabilización en el futuro próximo.

GRÁFICO N° 3: TIPO DE CAMBIO REAL (1990-1992 = 100)

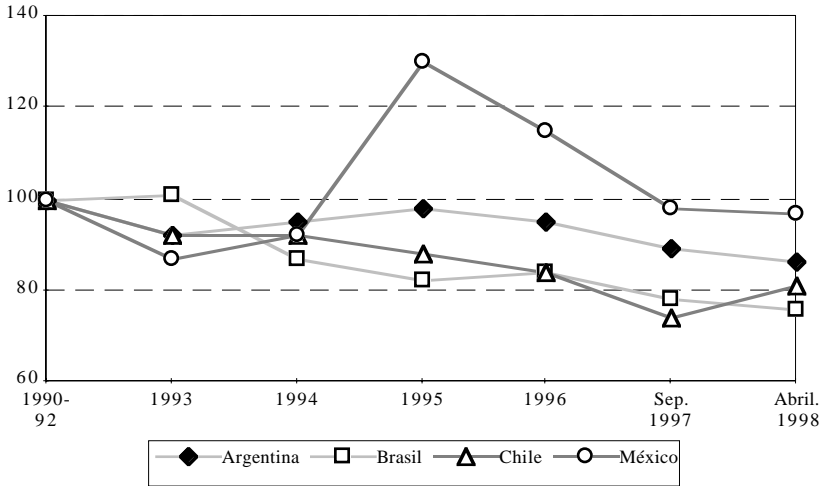
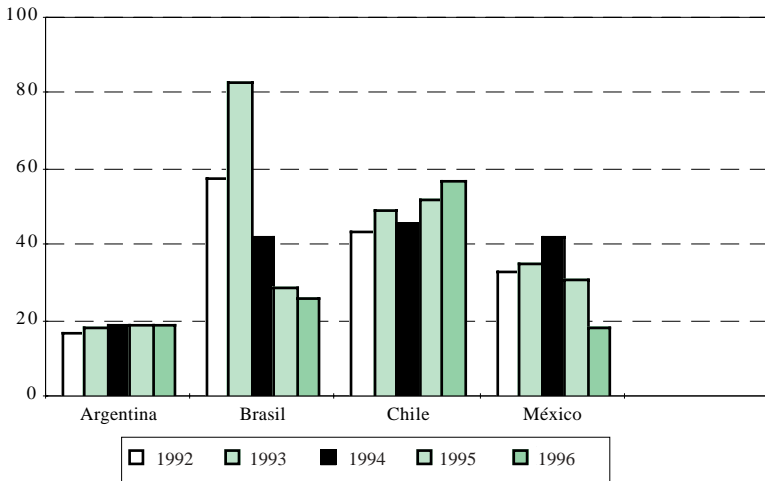


GRÁFICO N° 4: CRÉDITO BANCARIO COMERCIAL AL SECTOR PRIVADO (EN PORCENTAJE DEL PIB)



Vulnerabilidad externa

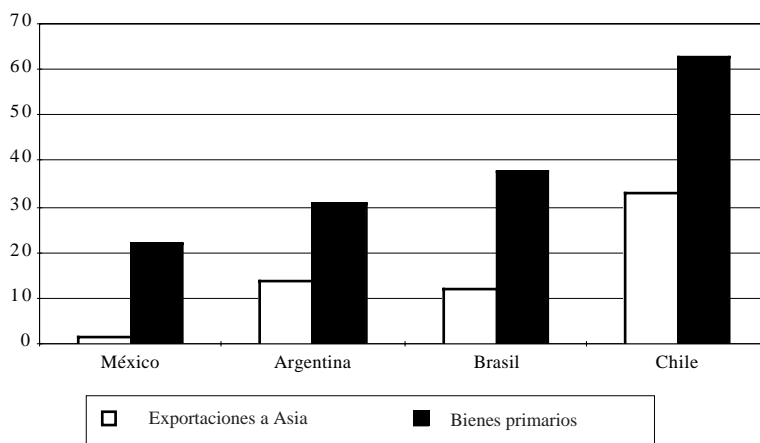
Para evaluar las perspectivas de las economías latinoamericanas en un ambiente externo inestable es crucial evaluar la vulnerabilidad de estos países a una reducción de la demanda mundial resultante de los problemas financieros y económicos de Asia. A este respecto, tienen importancia dos indicadores: las exportaciones a Asia como porcentaje de las exportaciones totales, y la participación de productos primarios en las exportaciones totales. El primero mide la exposición comercial directa de los países latinoamericanos a lo que ocurra en Asia. El segundo muestra la exposición de estos países a las caídas en los precios de los *commodities*, fenómeno frecuentemente observado durante períodos de recesión global.

El Gráfico N° 5 presenta estas dos variables. Muestra con claridad que Argentina, Brasil y México tienen niveles de exposición a Asia relativamente bajos: 14%, 12% y 3%, en el mismo orden. De los cuatro países examinados, Chile es el que queda más expuesto a la crisis asiática, ya que 32% de sus exportaciones se destinan a países de ese continente.

Con respecto a las exportaciones de bienes primarios, cada uno de los cuatro países latinoamericanos presentados en el Gráfico N° 5 acusa participaciones relativamente grandes de estos bienes en sus exportaciones totales. Esta característica deja a cada uno de dichos países en una posición altamente vulnerable a cambios repentinos de la demanda mundial. Sin embargo, el grado de vulnerabilidad varía mucho entre los países de esta muestra. De ellos, México acusa la menor participación de las exportaciones primarias (22%), en tanto que en Brasil y Argentina las exportaciones de bienes primarios representan alrededor de un tercio de sus exportaciones totales. Por otro lado, los bienes primarios representan el 62% de las exportaciones totales de Chile, y éste es el mayor índice de participación del grupo.

Por lo tanto, en el frente comercial Chile es el país latinoamericano más expuesto a la 'gripe asiática'. Enfrenta la mayor exposición a los mercados asiáticos y sus exportaciones dependen fuertemente de los productos primarios. Por otro lado, Argentina y Brasil tienen niveles de dependencia intermedios, tanto en las exportaciones de productos primarios como de los mercados asiáticos. México, con sus fuertes lazos con el mercado norteamericano, parece relativamente más seguro mientras la economía estadounidense siga creciendo en forma sólida. Sin embargo, el canal principal por el cual la crisis asiática ha afectado a México es su efecto sobre el precio del petróleo.

GRÁFICO N° 5: VULNERABILIDAD EXTERNA (PORCENTAJE DE EXPORTACIONES TOTALES)



Las perspectivas para Latinoamérica: Una evaluación

En su conjunto, Brasil parece tener la economía más vulnerable de estos cuatro países latinoamericanos. Acusa abultados déficits, tanto fiscal como de cuenta corriente, y presenta además la mayor apreciación cambiaria. Sin embargo, dados la importancia económica de Brasil en el Cono Sur y sus estrechos lazos comerciales con Argentina (y también con Chile, aunque en menor grado), la región entera se vería afectada si Brasil cayera frente a una crisis cambiaria.

Aun cuando Chile es el más vulnerable en un sentido estrictamente comercial, tiene fundamentos mucho más fuertes, tal como lo indica su sólido *ranking* crediticio. De hecho, a pesar del deterioro de sus términos de intercambio y de la fuerte dependencia de sus exportaciones al mercado asiático, el *ranking* crediticio de Chile sigue siendo el mejor de América Latina.

La ocurrencia de una crisis en un país, sin embargo, puede minar seriamente las condiciones económicas de los otros países de la región. Hay clara evidencia de que un efecto ‘contagio’ regional puede provocar una crisis. Un ejercicio simple sirve para ilustrar este punto. Utilizando los resultados de un trabajo anterior (Esquivel y Larraín, 1998) podemos calcular la probabilidad de que ocurra una crisis cambiaria en un país con las

condiciones económicas que tiene Chile en la actualidad. Estimamos la probabilidad de crisis en Chile en aproximadamente 16%. Sin embargo, si un país vecino cae en una crisis cambiaria, la probabilidad de que se produzca una crisis en Chile sube al 26%. Por lo tanto, el efecto de contagio puro en este caso equivale aproximadamente a diez puntos porcentuales. Para ilustrar la importancia de este efecto, considérese que de 111 crisis estudiadas en una muestra de 30 países, encontramos que casi la mitad de los países cuyas probabilidades estimadas fueron superiores al 25%, experimentaron una crisis cambiaria el año siguiente. Este resultado puede ilustrar la importancia del efecto contagio así como la relevancia de mantener la estabilidad económica en la región como un todo.

Aparentemente, México está en una posición relativamente menos incómoda para enfrentar la crisis asiática. En cierto sentido, el país se ha beneficiado del doloroso y substancial proceso de ajuste que siguió a la crisis de 1994. Un tema de preocupación, sin embargo, es la rápida apreciación del tipo de cambio real ocurrida entre 1995 y 1997, el cual erosionó la mayor parte de las ganancias de competitividad obtenidas con los ajustes cambiarios de 1994-1995. Esta tendencia se ha visto revertida en parte durante 1998 debido a un cambio en la política cambiaria que permite que el peso mexicano fluctúe en forma más libre. La nueva política ha reducido los riesgos de una crisis cambiaria, facilitando una rápida y sustancial depreciación de la moneda mexicana durante el segundo semestre de 1998.

Tema de preocupación común, tanto para Chile como para México, es el deterioro del precio de su principal *commodity* de exportación. El precio del cobre se ha desplomado desde niveles de 1,20 dólar por libra previo a la crisis asiática, a cerca de 70 centavos por libra después de ella. El cobre representa más del 40% de las exportaciones chilenas y el efecto del precio del cobre por sí solo equivale a una pérdida de ingreso de casi dos puntos porcentuales del PIB chileno en 1998.

Asimismo, México ha sufrido los efectos de una fuerte caída (alrededor de 30%) en el precio del petróleo, uno de sus principales productos de exportación. Sin embargo, el país cuenta con dos armas fuertes para enfrentar esta situación. En primer lugar, México depende del mercado norteamericano para el 85% de sus exportaciones, y la economía estadounidense se ve relativamente bien posicionada para enfrentar la crisis asiática. Segundo, gracias al proceso de reforma estructural iniciado en 1985, hoy día México depende mucho menos de las exportaciones de petróleo, que actualmente representan apenas cerca del 12% de las exportaciones totales, lejos del 70% que representaban en 1981. No obstante, los ingresos guber-

namentales en México siguen dependiendo fuertemente del petróleo¹⁰. Esto explica la fuerte reducción de los ingresos esperados por el gobierno mexicano para 1998, lo que ha sido enfrentado adecuadamente con grandes recortes del gasto público, para así evitar un deterioro mayor en las cuentas fiscales.

6. Opciones de política frente a la crisis asiática

El manejo macroeconómico y las reformas estructurales

La crisis asiática golpeó a América Latina con un rezago de apenas unos meses. A partir de octubre de 1997, los mercados bursátiles cayeron sustancialmente y varias monedas se vieron sujetas a graves ataques. Como respuesta a este pánico y a sus secuelas, el gobierno brasileño decidió contraatacar para frenar la especulación contra la moneda nacional, aumentando las tasas de interés de corto plazo. Como resultado, las tasas de interés de un día subieron de aproximadamente 22% a más de 40%, en el punto máximo de la crisis. Luego, en noviembre de 1997, el gobierno brasileño anunció un importante paquete de medidas orientadas a reducir el déficit fiscal. Durante 1998 las tasas de interés bajaron nuevamente a sus niveles de septiembre de 1997, alrededor del 20%, para luego subir otra vez a más de 40%, permaneciendo altamente volátiles.

No obstante los esfuerzos realizados por el gobierno brasileño a fines de 1997 para atacar el problema en sus raíces, el ajuste fiscal que propuso no ha sido suficiente para reducir la vulnerabilidad de la economía. Es probable que el ajuste fiscal deba ser fortalecido para que tenga un efecto duradero en la estabilidad del país. Está claro que la mantención de las tasas de interés en 30% o incluso 20% (cuando la inflación es inferior al 3%) no puede durar mucho tiempo sin que se produzca un importante deterioro de los activos del sistema bancario, y de ahí el mayor riesgo de un colapso financiero.

Brasil debe implementar no sólo el paquete fiscal presentado en noviembre de 1997, sino que también necesita avanzar en áreas estructurales tales como reformas a la seguridad social, la administración pública y la privatización. Aun cuando ha habido un progreso significativo en algunas de estas áreas (incluso la privatización exitosa de Telebras, la compañía de telecomunicaciones nacional), varios aspectos cruciales de la reforma ad-

¹⁰ Más del 30% del ingreso gubernamental de México se relaciona directamente con el petróleo.

ministrativa siguen a la espera de la aprobación por el Congreso y es probable que su implementación no ocurra en el corto plazo. Adicionalmente, algunos informes sugieren que ciertas medidas de política anunciadas el año pasado han sido postergadas o atrasadas sin justificación.

Está claro que moverse hacia la profundización de las reformas estructurales es el camino indicado para que Brasil recupere la iniciativa y alcance la credibilidad necesaria para poder reducir las tasas de interés. Un tema relacionado es que el país debe aumentar la flexibilidad de su política cambiaria para poder apartarse gradualmente de su sobrevaluación actual.

Como resultado del *shock* financiero de fines de octubre de 1997, el peso chileno revertió su trayectoria de apreciación sostenida durante los años noventa, al sufrir una presión considerable hacia la depreciación. El Banco Central subió las tasas de interés en forma drástica, gastando alrededor de 1.600 millón de dólares (ó 9% de sus reservas en moneda extranjera) al intervenir para apoyar el peso en el mercado cambiario. A pesar de esto, la moneda chilena experimentó una depreciación de alrededor del 10% frente al dólar estadounidense entre octubre y diciembre de 1997. Dadas las presiones a que está sujeta la economía, especialmente el colapso del precio del cobre, junto con las condiciones de inestabilidad prevaletientes en los mercados financieros, la devaluación del peso chileno debe verse como una corrección necesaria a la trayectoria de apreciación que de otra manera sería insostenible. Sin embargo, a la luz de la fuerte dependencia de las exportaciones chilenas de los mercados asiáticos y de los productos primarios, resulta altamente deseable una política económica prudente. En forma apropiada, el gobierno chileno recortó el gasto fiscal en dos ocasiones durante 1998, y aceptó además una devaluación modesta de la moneda nacional.

Durante gran parte de 1998 Argentina ha sobrellevado altas tasas de interés real junto con una caída bursátil significativa, aun cuando ha podido mantener su tipo de cambio fijado al dólar. Sin embargo, considerando los indicadores macroeconómicos discutidos anteriormente, Argentina podría enfrentar serios problemas si Brasil cayera en crisis. En tal caso, el sistema monetario argentino (caja de conversión o *currency board*) se vería sujeto a fuertes presiones, y su moneda podría sufrir un ataque especulativo al igual que en los primeros meses de 1995. Es probable que las autoridades argentinas mantengan su política de plena convertibilidad, ya que la estabilidad cambiaria en este país ejerce un papel muy central en el proceso de reforma. También pueden acogerse al hecho de que los dos países más visibles con sistemas de cajas de conversión (Argentina y Hong Kong) tuvieron

éxito en la defensa de sus monedas cuando las de sus vecinos cayeron en 1995 y 1997, respectivamente.

Sin embargo, las cajas de conversión tienen costos y riesgos. Amarran las manos de los responsables de la política y eliminan el papel del Banco Central como prestamista del último recurso. En el caso de que se pudjera una corrida sobre los depósitos del sistema financiero, el Banco Central se vería enfrentado a un fuerte dilema: podría mantener la caja de conversión, pero sólo al costo de un colapso del sistema financiero, un colapso de dimensiones mucho mayores que bajo regímenes monetarios alternativos. Aun cuando el sistema no se derrumbe, los costos de dicha política en términos de producto y/o empleo pueden ser muy altos, tal como quedó de manifiesto en Argentina en 1995 y en Hong Kong en 1998. La mejor manera de que Argentina enfrente estas presiones es profundizar aún más su programa de reforma, particularmente la liberalización de su mercado laboral. Sin embargo, esta reforma enfrenta complicaciones poco usuales en las actuales condiciones políticas de una administración debilitada.

Después de la crisis de 1994-1995, México emprendió un doloroso ajuste de su economía, un proceso que incluyó una severa contracción macroeconómica junto con la aplicación de medidas correctivas en su sector financiero. Sin embargo, las condiciones actuales del sistema bancario distan mucho de lo óptimo, y a menos que los problemas del sistema financiero sean tratados a tiempo, pueden convertirse en el talón de Aquiles de la economía mexicana. Por otra parte, las recientes presiones financieras han provocado un salto en el tipo de cambio, lo que ha contribuido a aliviar parte de las presiones para una apreciación que se habían acumulado en el tipo de cambio entre 1995 y 1997. Una de las principales fuentes de preocupación para México hoy en día es la incertidumbre asociada con el conflicto político en torno al rescate del sistema bancario. La pronta resolución de este problema será una ayuda importante para que México enfrente la crisis asiática. De no ser así, la situación económica podría tornarse extremadamente compleja y explosiva en el futuro próximo.

7. Conclusiones

Algunas lecciones importantes emergen de una comparación de las experiencias de América Latina en los años ochenta, México en 1994 y Asia en 1997. En primero lugar, no todas las crisis cambiarias son parecidas. La mayoría de las crisis de América Latina ocurridas durante los años

ochenta tuvieron un fuerte componente fiscal, y en este sentido tienden a calzar bien con las explicaciones postuladas por los modelos tradicionales de crisis de balanza de pagos. Por otro lado, está claro que las crisis de Chile (1982), México (1984) y Asia (1997) no tuvieron un origen fiscal y, por lo tanto, las raíces de las crisis se ubican en otra parte, fundamentalmente en el sector financiero. Segundo, contrariamente a lo que se suele afirmar, y a pesar de su naturaleza diferente, la mayoría de las crisis han sido precedidas por fuertes señales de debilidades económicas fundamentales. Algunas de las señales más importantes están dadas por el déficit de cuenta corriente, apreciación del tipo de cambio real y rápida expansión del crédito hacia el sector privado. Además de estas señales, las típicas crisis de balanza de pago (principalmente en los años ochenta) también se vieron precedidas por grandes déficits fiscales y altas tasas de señoreaje.

Basándose en el análisis de este trabajo, uno puede evaluar las condiciones actuales en cuatro economías de América Latina. Brasil, el gigante de la región, es la economía latinoamericana más vulnerable y debe emprender pasos adicionales para ajustar su economía más allá de la reducción de su doble déficit: de cuenta corriente y de presupuesto público. En particular, Brasil debería implementar una serie de reformas estructurales en su esquema de seguridad social, en la administración del Estado y en la privatización. Algunas de estas medidas ya han sido propuestas y aprobadas por el Congreso; sin embargo, se necesitan esfuerzos adicionales para asegurar su implementación. Junto con alguna liberalización de su política cambiaria, es probable que lo anterior constituya la mejor opción para que Brasil evite una recesión mayor derivada de tasas de interés muy altas.

El caso de Chile plantea un contraste interesante. Generalmente considerada la economía más fuerte de la región antes de la crisis asiática, debido a su desempeño luego de la devaluación mexicana de diciembre de 1994, Chile parece haber perdido su aura de 'puerto seguro'. Algunos analistas incluso han dicho que Chile se ha convertido en la economía más vulnerable de América Latina. Tal aseveración no resiste escrutinio. A pesar de haber sido golpeado duramente por un *shock* de los términos de intercambio, Chile sigue siendo estructuralmente saludable, con las tasas de inversión y ahorro más altas de América Latina y probablemente con el sistema bancario más fuerte de la región. Sin embargo, enfrenta un desafío comercial mayor proveniente de su alta exposición al cobre y a Asia, y seguramente enfrentará tiempos más difíciles si los problemas de Brasil se intensifican.

Argentina ha logrado un significativo progreso desde 1995, especialmente en lo que se refiere a la consolidación de su sistema bancario. Sin

embargo, una demanda regional más débil y la pérdida de competitividad asociadas con la crisis asiática seguramente van a tener su influencia en términos de déficits comerciales más altos. Tal vez el punto más débil de Argentina es su fuerte dependencia de Brasil, que después del acuerdo del MERCOSUR ha llegado a absorber cerca del 30% de las exportaciones del país.

México tiene ventajas significativas por la mayor diversificación de su base de exportaciones, su amplia integración con la economía estadounidense y su política cambiaria flexible. Al igual que Argentina, México debe tener cuidado con sus cuentas externas, especialmente a la luz del derrumbe de los precios petroleros. El gobierno ha reaccionado ajustando bruscamente el gasto fiscal durante los últimos meses, en línea con la disminución de los precios del petróleo. El talón de Aquiles de México, sin embargo, es la situación débil de su sector bancario y las complicaciones económicas y políticas del programa FOBAPROA.

¿Como pueden los países abordar mejor las potenciales crisis cambiarias? Sin duda, la corrección de los desequilibrios macroeconómicos fundamentales del país, tal como se señaló antes, ocupa aquí un lugar importante. Sin embargo, lo anterior constituye apenas una condición necesaria, y puede no ser suficiente para evitar el contagio. Para los países que se encuentren en medio de reformas estructurales, las crisis potenciales deberían utilizarse como oportunidad para profundizar las reformas, tal como lo hizo Argentina en 1995 y como Brasil debería intentar ahora. Hay dos razones principales para ello. En primer lugar, la aprobación legislativa de las reformas resulta más fácil de obtener durante tiempos de crisis. En segundo lugar, un empuje adicional en pos de las reformas constituye una excelente señal que las autoridades económicas y políticas pueden enviar a los mercados. Pero hacer todo en forma correcta sólo minimiza el riesgo de crisis y no constituye una garantía cierta en su contra, tal como lo dejan en claro los trabajos realizados sobre crisis autocumplidas.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agenor, Pierre-Richard; Bhandari, Jagdeep S.; y Flood, Robert P. (1992). "Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Crises". *IMF Staff Papers*, 39, pp. 357-394.
- Calvo, Guillermo; y Mendoza, Enrique G. (1997). "Rational Herd Behavior and the Globalization of Securities Markets". University of Maryland. *Mimeo*.
- Connolly, Michael B.; y Taylor, Dean (1984). "The Exact Timing of the Collapse of an Exchange Rate Regime and its Impact on the Relative Price of Traded Goods". *Journal of Money, Credit and Banking*, 16 (mayo), pp. 194-207.

- Dornbusch, Rudiger; y Werner, Alejandro M. (1996). "Mexico: Stabilization, Reform and No Growth". *Brookings Papers on Economic Activity*, V. I, pp. 253-315.
- Drazen, Alan (1998). "Political Contagion in Currency Crises". University of Maryland (marzo). *Mimeo*.
- Esquivel, Gerardo; y Larraín, Felipe (1998). "Explaining Currency Crises". Faculty Research Working Paper No. R98-07, John F. Kennedy School of Government, Harvard University (junio).
- Flood, Robert; y Garber, Peter (1984). "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples". *Journal of International Economics*, 17, pp. 1-13.
- Flood, R.; Garber, P.; y Kramer, C. (1996). "Collapsing Exchange Rate Regimes: Another Linear Example". *Journal of International Economics*, 41, pp. 223-234.
- Flood, Robert; y Marion, Nancy (1998). "Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature". Cambridge, Mass.: NBER Working Paper No. 6380.
- Goldfajn, Ilan; y Valdés, Rodrigo (1998). "Are Currency Crises Predictable?" *European Economic Review*, 42, pp. 873-885.
- Krugman, Paul (1979). "A Model of Balance of Payments Crises". *Journal of Money, Credit and Banking*, 11, pp. 311-325.
- (1991). "Speculative Attacks on Target Zones". En Paul Krugman y Marcus Miller (eds.), *Target Zones and Currency Bands*. Oxford: Oxford University Press.
- Larraín, Felipe (1991). "Public Sector Behavior in a Highly Indebted Country: The Contrasting Chilean Experience". En F. Larraín y M. Selowsky (eds.), *The Public Sector and the Latin American Crisis*. San Francisco: International Center for Economic Growth (ICS).
- y Selowsky, M. (eds.) (1991). *The Public Sector and the Latin American Crisis*. San Francisco: International Center for Economic Growth (ICS).
- Obstfeld, Maurice (1994). "The Logic of Currency Crises". Cambridge, Mass: NBER Working Paper 4640.
- Obstfeld, Maurice (1996). "Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features". *European Economic Review*, 40, pp. 1037-1047.
- Radelet, Steve; y Sachs, Jeffrey (1998). "The Onset of the East Asian Financial Crisis". Harvard Institute for International Development (marzo). *Mimeo*.
- Sachs, J., Tornell, A.; y Velasco, A. (1996). "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995". *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 147-215. □