

OPOSICION
TECNICO COMERCIAL Y ECONOMISTA DEL ESTADO

Tema 3B-18: Teorías explicativas de las crisis monetarias y financieras internacionales.

Miguel Fabián Salazar

30 de diciembre de 2020

ÍNDICE

Página

Idea clave	1
Preguntas clave	1
Esquema corto	2
Esquema largo	5
Gráficas	14
Preguntas	15
Test 2018	15
Test 2011	15
Test 2006	15
Notas	16
Bibliografía	17

IDEA CLAVE

Preguntas clave

- ¿Por qué se producen las crisis financieras?
- ¿Qué modelos las explican?
- ¿Qué implicaciones de política económica se derivan?
- ¿Pueden preverse?
- ¿En qué consiste el contagio financiero?

AÑADIR SECCIÓN SOBRE TEORÍAS DEL ACCELERADOR FINANCIERO. Ver:

[Bernanke, Gertler, Gilchrist \(1998\)](#)

VER ARTÍCULO DE BDE 2019 SOBRE MODELOS DE ALERTA TEMPRANA – EN CARPETA DEL TEMA

Releer *currency crisis models* de Palgrave por Burnside, Eichenbaum y Rebelo.

ESQUEMA CORTO

INTRODUCCIÓN

1. Contextualización

- i. *Macroeconomía*
- ii. *Sistema monetario internacional*
- iii. *Crisis monetarias y financieras internacionales*

2. Objeto

- i. *¿Por qué se producen las crisis financieras?*
- ii. *¿Qué modelos las explican?*
- iii. *¿Qué implicaciones se derivan de los modelos?*
- iv. *¿Pueden preverse las crisis financieras?*
- v. *¿En qué consiste el contagio financiero?*

3. Estructura

- i. *Modelos de crisis de primera generación*
- ii. *Modelos de crisis de segunda generación*
- iii. *Modelos de crisis de tercera generación*
- iv. *Otros modelos de crisis*
- v. *Contagio*
- vi. *Predicción*

I. MODELOS DE PRIMERA GENERACIÓN

1. Idea clave

- i. *Contexto*
- ii. *Objetivo*
- iii. *Resultados*

2. Formulación

- i. *Supuestos*
- ii. *Equilibrio monetario*
- iii. *Tipo de cambio sombra*
- iv. *Ataque especulativo*
- v. *Representación gráfica*

3. Implicaciones

- i. *Objetivos inconsistentes*
- ii. *Momento del ataque*
- iii. *Determinantes de la sostenibilidad*

4. Valoración

- i. *Capacidad explicativa*
- ii. *Críticas*
- iii. *Extensiones*

II. CRISIS DE SEGUNDA GENERACIÓN

1. Idea clave

- i. *Contexto*
- ii. *Objetivo*
- iii. *Resultados*

2. Formulación

- i. *Supuestos*
- ii. *Shock exógeno con expectativas bajas de inflación*
- iii. *Shock exógeno negativo con expectativas altas de inflación*

3. Implicaciones

- i. *Devaluación asegurada*
- ii. *Tipo fijo creíble*
- iii. *Equilibrios múltiples*

4. Valoración

- i. *Capacidad explicativa*
- ii. *Críticas*
- iii. *Extensiones y variaciones*

III. CRISIS DE TERCERA GENERACIÓN**1. Idea clave**

- i. *Contexto*
- ii. *Objetivo*
- iii. *Resultados*

2. Formulación

- i. *Diferentes mecanismos*
- ii. *Riesgo moral*
- iii. *Fragilidad financiera*
- iv. *Balance comercial deficitario*
- v. *Hot money*

3. Implicaciones

- i. *Regulación financiera para evitar*
- ii. *Intervención del FMI*
- iii. *Controles de capital*

4. Valoración

- i. *Capacidad explicativa*
- ii. *Críticas*
- iii. *Extensiones*

IV. OTROS MODELOS DE CRISIS**1. Crisis de cuarta generación**

- i. *Idea clave*
- ii. *Implicaciones*
- iii. *Valoración*

2. Crisis bancarias

- i. *Idea clave*
- ii. *Formulación*
- iii. *Implicaciones*
- iv. *Valoración*

3. Crisis de Minsky

- i. *Idea clave*
- ii. *Implicaciones*
- iii. *Valoración*

4. La Gran Recesión

- i. *Idea clave*
- ii. *Causas*
- iii. *Implicaciones*

5. Crisis en países en desarrollo

- i. *Idea clave*
- ii. *Causas*
- iii. *Implicaciones*

6. Acelerador financiero

- i. *Idea clave*
- ii. *Formulación*
- iii. *Implicaciones*
- iv. *Valoración*

V. CONTAGIO**1. Idea clave**

- i. *Concepto*
- ii. *Enfoques de estudio*

2. Canales de contagio

- i. *Comercio*
- ii. *Bancos*
- iii. *Inversión en cartera*
- iv. *Wake-up calls*

VI. PREDICCIÓN DE CRISIS**1. Idea clave**

- i. *Concepto*
- ii. *Objetivos*
- iii. *Resultado*

2. Modelos

- i. *Indicadores*
- ii. *Expectativas de especuladores*
- iii. *Early Warning Systems*
- iv. *MIP Scoreboard*
- v. *FSSA y FSAP*

CONCLUSIÓN**1. Recapitulación**

- i. *Modelos de 1ª generación*
- ii. *Modelos de 2ª generación*
- iii. *Modelos de 3ª generación*
- iv. *Otros modelos de crisis*
- v. *Contagio*
- vi. *Predicción*

2. Idea final

- i. *Lecciones principales*
- ii. *¿Las crisis son necesariamente malas?*
- iii. *Regímenes cambiarios*
- iv. *Instituciones internacionales y coordinación*

ESQUEMA LARGO

INTRODUCCIÓN

1. Contextualización

- i. *Macroeconomía*
 - a. Análisis de fenómenos económicos a gran escala
 - b. Énfasis sobre variables agregadas
- ii. *Sistema monetario internacional*
 - a. Conjunto de interrelaciones
Económicas y financieras
Institucionales y legales
→ Entre diferentes economías
 - b. Sistema dinámico
Proceso de evolución constante
Dinámicas endógenas y exógenas
 - c. Mercados financieros internacionales
Canal de transmisión
→ Obligaciones y derechos internacionales
- iii. *Crisis monetarias y financieras internacionales*
 - a. Crisis financiera
Venta masiva de activos en un mercado financiero
 - b. Crisis monetaria internacional
Venta masiva de una divisa
→ Compra de otra divisa considerada segura
 - c. Consecuencias:
→ Devaluaciones y depreciaciones bruscas
→ Desaparición de crédito
→ Contagio a otras economías
⇒ Costes de ajuste en economía real
⇒ Recesión
⇒ Desempleo
 - d. Frecuencia de crisis
Aumenta tras caída de BW
→ Aunque presentes desde antigüedad

2. Objeto

- i. ¿Por qué se producen las crisis financieras?
- ii. ¿Qué modelos las explican?
- iii. ¿Qué implicaciones se derivan de los modelos?
- iv. ¿Pueden preverse las crisis financieras?
- v. ¿En qué consiste el contagio financiero?

3. Estructura

- i. Modelos de crisis de primera generación
- ii. Modelos de crisis de segunda generación
- iii. Modelos de crisis de tercera generación
- iv. Otros modelos de crisis
- v. Contagio
- vi. Predicción

I. MODELOS DE PRIMERA GENERACIÓN

1. Idea clave

- i. Contexto

- a. Caída de Bretton Woods en 70s
Excesos fiscales en USA
- b. Tipos fijos predominan
Al menos, como objetivo de muchos BC
- c. Déficit fiscal
Capacidad tributaria poco desarrollada
Gasto público excesivo
Tensiones políticas
⇒ Financiación vía señoreaje
- d. Movimientos de capital
Crecen fuertemente en 60 y 70
Controles de capital más difíciles de implementar
- e. Crisis monetarias en Latinoamérica
Años 60 y 70
México 1973-1982
Argentina 1978-1981
Devaluaciones en Latinoamérica en 1982
- f. Ataques especulativos
Ventas masivas de moneda nacional
Desestabilizan tipo de cambio
- g. Trabajos principales
Henderson y Salant (1978)
Krugman (1979)
Flood y Garber (1984)
- ii. *Objetivo*
 - a. Caracterizar abandono brusco de TCFijo
 - b. Explicar causas de insostenibilidad de TCFijo
 - c. Caracterizar momento de abandono de TCFijo
- iii. *Resultados*
 - a. Crisis resulta de objetivos inconsistentes
 - b. Tipo de cambio sombra determina crisis
TCSombra es TC que prevalecería si TCFlexible
 - c. Déficit excesivo causa abandono de TC
 - d. Con HER, crisis cuando TCSombra igual a TCFijo

2. Formulación

- i. *Supuestos*
 - a. Demanda de dinero
Forma logarítmica
Asumimos y constante y normalizada a 1
$$m^d \equiv p - \lambda i$$
 - b. Oferta de dinero
$$m^s \equiv d + r$$

→ d : crédito doméstico → deuda pública
→ r : reservas
 - c. UIP
$$\dot{s} = i - i^*$$
 - d. PPA
$$s = p - p^*$$

Asumiendo:

- p^* constante
- $i = i^*$ por apertura de CF
- ⇒ $s = p$
- ⇒ Tipo de cambio depende de precios domésticos

e. Tipo de cambio fijo

- BCentral se compromete a $s = \bar{s}$
- ⇒ Precios constantes por PPA
- ⇒ Interés igual a interés extranjero por UIP

ii. *Equilibrio monetario*

a. Oferta monetaria igual a demanda

$$m^s \equiv d + r = p - \lambda i \equiv m^d$$

$$\rightarrow d + r = s - \lambda i$$

$$\Rightarrow \boxed{d + r = s}$$

b. Aumento de oferta monetaria

- Por compra de crédito doméstico
- Asumiendo no es posible esterilizar

c. Reducción de reservas

- Dos motivos concurrentes
- Déficit fiscal financiado monetariamente
- Aumenta crédito doméstico
- Aparece exceso de demanda de divisas
- Necesario reducir balance
- ⇒ Venta de divisas por moneda nacional para cubrir ED
- Para compensar ↑ crédito doméstico comprado
- Misma cuantía, signo opuesto a aumento de d
- Financiado por BC que compra deuda pública
- $\dot{r}(t) = -\dot{d}(t) = -\mu$
- Déficit por cuenta corriente
- Déficit fiscal estimula absorción
- Moneda local demasiado apreciada
- Exceso de oferta de moneda nacional
- ⇒ Compra de divisas a cambio de moneda local

iii. *Tipo de cambio sombra*

a. TC que prevalecería

- Si precios no se igualasen a mundiales
- Si interés no se igualase a mundial
- Con reservas agotadas
- ⇒ Si no se defendiese tipo de cambio

b. Sustituyendo precio nacional dada PPA

$$d + \underbrace{r}_{=0} = p - \lambda i = s + p^* - \lambda i$$

$$\Rightarrow \boxed{\hat{s} = d}$$

c. Dinámica del TCSombra

- Dado que déficit público monetizado constante
- d aumenta a tasa constante μ
- ⇒ TCSombra deprecia proporcionalmente a déficit

iv. *Ataque especulativo*

a. Estrategia de ataque

- Venta de moneda nacional

- Posiblemente apalancada
- Esperando depreciación de moneda nacional
- Tratando de agotar reservas de BC
- Recomprar moneda nacional con divisa
- ⇒ Ganar diferencia tras depreciación

b. Depreciación esperada

Depende de:

- Tipo de cambio sombra
- Mantenimiento o no de TCFijo

c. $\hat{s} > \bar{s}$

Crisis cambiaria beneficiaría a especuladores

Incentivos a lanzar ataque especulativo

Si ataque falla:

- TC se mantiene constante
- ⇒ Sólo pierden costes de transacción

Si ataque tiene éxito:

- TC se deprecia
- ⇒ Divisas ganan valor frente a moneda local

d. $\hat{s} < \bar{s}$

Sin incentivos a lanzar ataque especulativo

Agotamiento de reservas induce TCN apreciado

⇒ Pierden dinero habiendo comprado divisas

v. *Representación gráfica*

a. Eje de abscisas

Tiempo

b. Eje de ordenadas

Tipo de cambio fijo

Tipo de cambio sombra

c. Ataque especulativo

Momento temporal en el que TC sombra mayor que fijo

→ A partir de ahí, TC sombra menor que fijo

⇒ Rentable cambiar moneda local por divisa

d. Gráfica I

3. **Implicaciones**

i. *Objetivos inconsistentes*

a. Mantener:

- Gasto público elevado
- Tipo de cambio fijo

b. Acaba siendo necesario renunciar a uno

ii. *Momento del ataque*

a. Especuladores conocen:

- Reservas disponibles
- Déficit fiscal
- ⇒ Evolución de reservas disponibles

b. Prevén efecto de ataque especulativo sobre TC

Lanzan cuando consideran será rentable

→ Puede ser antes de agotar reservas por déficit

⇒ Ataque agota reservas bruscamente

c. Hipótesis de expectativas racionales

Lanzan ataque inmediatamente cuando $\hat{s} = \bar{s}$

⇒ Beneficio nulo para todos

iii. *Determinantes de la sostenibilidad*

- a. Déficit público
Superávits fiscales evitan financiación monetaria
Es posible mantener constante oferta monetaria
→ Sin aumentar crédito doméstico en balance BC
- b. Financiación del déficit
Financiación monetaria es determinante
→ Subir impuestos reduce probabilidad de crisis
→ Endeudarse en divisa retrasa/evita crisis
- c. Volumen de reservas
Mayores volúmenes retrasan crisis
- d. Cuenta corriente
Superávit en CC implica aumento de reservas
→ Posible vender DPública para drenar liquidez/esterilizar
⇒ No se tiende a devaluación
⇒ Mucho más fácil frenar revaluación que devaluación
Déficit en CC implica EDemanda de divisas
→ BC vende reservas para cubrir EDemanda
→ BC aumenta crédito doméstico para mantener precios
⇒ Caída de reservas
- e. Tipo de cambio fijo
 \bar{s} demasiado alto
→ Déficit en cuenta corriente
⇒ Más presión sobre divisas
⇒ Mayor probabilidad de ajuste

4. Valoración

- i. *Capacidad explicativa*
 - a. Buena explicación de crisis de BP
- ii. *Críticas*
 - a. Modelos básicos son determinísticos
Momento de crisis es perfectamente conocido
 - b. Sin devaluación en momento de ataque
Porque se produce cuando $\bar{s} = \bar{s}$
 - c. Crisis también con buenos fundamentales
Modelos de siguientes generaciones
- iii. *Extensiones*
 - a. Información imperfecta de especuladores
Sobre:
→ Volumen de reservas
→ Voluntad de mantener TCFijo del BC
 - b. Régimen post-crisis no es TCFlexible
BC devalúa a TCFijo
 - c. Esterilización de intervención
BC monetiza déficit
Vende otros activos domésticos
 - d. Sustituibilidad imperfecta

Entre activos domésticos y reservas

- e. Interacción con sector bancario
Bancos tienen problemas de solvencia
Sector público garantiza implícitamente
Especuladores saben que déficit aumentará
→ Para rescatar bancos
⇒ Tienen en cuenta para lanzar ataque
⇒ Conexión con tercera generación

II. CRISIS DE SEGUNDA GENERACIÓN

1. Idea clave

- i. *Contexto*
 - a. Años 90
Sistema Monetario Europeo
Ataques a lira, libra, peseta, escudo..
→ Necesario aumento margen de fluctuación
→ Abandono de TCFijo
Sin embargo, fundamentales no implican crisis
→ Reservas suficientemente grandes
→ Déficits públicos bajo control
→ Posible financiar déficit por otras vías
 - b. Ataques especulativos
Exitosos a pesar de fundamentales
Modelos de primera generación no explican
 - c. Sachs et al. (1996)
- ii. *Objetivo*
 - a. Explicar crisis de TCFijo
→ En presencia de fundamentales sólidos
→ Aunque reservas sean suficientes
→ Aunque no haya objetivos inconsistentes
 - b. Tener en cuenta trade-off de aut. monetaria
Devaluación vs desempleo
→ Elegir entre desprestigio o descontento
- iii. *Resultados*
 - a. Crisis posible aunque objetivos consistentes
 - b. Múltiples equilibrios
 - c. Expectativas auto-cumplidas
 - d. Crisis cambiarias aunque reservas suficientes

2. Formulación¹

- i. *Supuestos*
 - a. Gobierno minimiza función de pérdida
$$L(y_t, \pi) = (y - y^*)^2 + \pi^2 + I_\pi \cdot \pi$$

 $L_y, L_\pi > 0, L_{yy}, L_{\pi\pi} > 0 \Rightarrow$ Crecimiento convexo
 $I_\pi = 0, I_\pi = F$ si $\pi \neq 0 \Rightarrow I_\pi \cdot \pi$: coste devaluación
Existe output eficiente y^*
→ Desviaciones de y^* generan desutilidad
Asumiendo PPA, inflación ϵ implica devaluación
Inflación genera:
→ Desutilidad creciente en sí misma π^2
→ Devaluación con coste fijo $I_\pi \cdot \pi$
 - b. Curva de Phillips con expectativas

¹Sacado de Goldstein y Razin (2015).

$$y = \hat{y} + \alpha(\pi - \pi^e) + u$$

Sorpresa de inflación $(\pi - \pi^e)$ aumenta output

Shocks exógenos u alteran output

ii. *Shock exógeno con expectativas bajas de inflación*

- a. Si gobierno mantiene inflación cero
Función de pérdida crece por desviación de output
- b. Comparación entre:
 - F. de pérdida sin inflación
 - F. de pérdida con inflación/devaluando
 - Asumiendo coste de devaluación $I_\pi \cdot \pi$ lo suficientemente alto
 - ⇒ Probablemente gob. prefiere no devaluar
 - ⇒ TC se mantiene fijo

iii. *Shock exógeno negativo con expectativas altas de inflación*

- a. Si gobierno mantiene inflación cero:
Función de pérdida crece doblemente:
 - Desviación de output por shock exógeno
 - Desviación de output por desviación respecto inf. esperada
 - ⇒ Muy costoso mantener tipo fijo
- b. Comparación entre:
 - F. de pérdida sin inflación
 - F. de pérdida con inflación/devaluando
 - Aunque coste de devaluar $I_\epsilon \epsilon$
 - ⇒ Devaluación permite amortiguar shock sobre output
 - ⇒ Probablemente gob. prefiera devaluar

3. Implicaciones

- i. *Devaluación asegurada*
 - a. Déficit elevado a financiar
Manteniendo TCFijo, sólo consolidación fiscal para financiar
 - Output cae fuertemente por consolidación
 - Función de pérdida crece demasiado por convexidad
 - Devaluación implicaría menor coste
 - ⇒ Inevitable monetizar y devaluar
- ii. *Tipo fijo creíble*
 - a. Déficit pequeño a financiar
Con TCFijo, sólo consolidación fiscal para financiar
 - F. de pérdida crece poco aunque sea convexa
 - Coste de devaluar elevado compensa consolidación
 - ⇒ Devaluación siempre más costosa que impuestos
 - ⇒ Agentes lo saben y esperan inflación 0
 - ⇒ No hay devaluación
- iii. *Equilibrios múltiples*
 - a. Déficit intermedio
 - b. Expectativas de inflación determinan equilibrio
 - c. Inflación esperada nula

Posible mantener inflación efectiva nula

Pérdida por financiación con impuestos

→ Menor que devaluación + coste

⇒ Preferible no devaluar

d. *Inflación esperada alta*

Financiación sólo con consolidación

→ F. de pérdida aumenta por consolidación

→ F. de pérdida aumenta

⇒ Gobierno no está dispuesto a asumir coste

Gobierno obligado a aumentar inflación

→ Para financiar déficit

⇒ Compensa devaluar a pesar de coste de devaluación

⇒ Ambos equilibrios son posibles y estables

Expectativa de inflación determina equilibrio

Determinación de expectativa al margen del modelo

→ Pej.: animal spirits

⇒ Expectativas auto-cumplidas

⇒ Nivel de deuda posibilita exp. auto-cumplidas

4. Valoración

i. *Capacidad explicativa*

- a. Buena explicación de crisis de primeros 90s
- b. Crisis asociadas a desempleo, inflación y déficit
A pesar de reservas suficientes
→ Economías acaban devaluando
- c. Turquía en 2018
Conflicto entre:
 - Permitir depreciación e inflación
 - Aumentar tipos y enfriar economía

ii. *Críticas*

- a. Fundamentales son conocimiento público
Supuesto muy restrictivo
Especialmente difícil con deuda moderada
→ Poco incentivo a prestar atención
⇒ Múltiples equilibrios más difícil aún

iii. *Extensiones y variaciones*

- a. Output gap y desempleo
En vez de impuestos
- b. Agentes heterogéneos
Diferente información
⇒ Diferentes expectativas
- c. Expectativas endógenas
Equilibrios únicos

III. CRISIS DE TERCERA GENERACIÓN

1. Idea clave

i. *Contexto*

- a. Crisis en Asia 1997
Buenos fundamentales
Deuda y déficit reducido
Reservas suficientes

Crecimiento alto y desempleo bajo
 ⇒ Caídas muy fuertes del tipo de cambio
 ⇒ Quiebras generalizadas
 ⇒ Contagio regional
 ⇒ Recesión muy fuerte

b. Bancos inician crisis

Quiebra de banco en Tailandia

c. Contagio rápido a países de la región

Corea, Indonesia, Malasia, Hong Kong...

d. Trabajos principales

Díaz Alejandro (1985), Krugman (1998), (1999)

Kaminsky y Reinhart (1999), Chang y Velasco (2001)

ii. *Objetivo*

a. Explicar crisis a pesar de buenos fundamentales

b. Caracterizar papel de varios mecanismos

Balance de bancos

Riesgo moral

Reversiones de flujos de capital

iii. *Resultados*

a. Interacción bancos-mercados cambiarios

→ Causante de crisis

b. Buenos fundamentales no bastan

Déficit público

Reservas

Inflación

→ No son suficientes para evitar crisis

⇒ Deseq. del mercado financiero son catalizador

2. Formulación

i. *Diferentes mecanismos*

a. Diferentes modelos cambian énfasis

b. Elementos comunes

Tipos de cambio fijo

Endeudamiento en dólares

Entradas masivas de capital

Sudden stop

Quiebras bancarias y economía real

ii. *Riesgo moral*

a. Exceso de inversión es causa de crisis

b. Aseguramiento implícito de sector privado por gobierno

Empresas domésticas estiman

→ Protegidas por gobierno frente a Δ TC

→ Serán rescatadas por gobierno si quiebran

⇒ Se endeudan en divisa y excesivamente

⇒ No asumen riesgo personal alguno

⇒ Riesgo moral

Sector financiero doméstico poco regulado

→ Pide prestado en mercados internacionales

→ Se endeudan en exceso

Prestamistas extranjeros

→ Creen también aseguramiento público

⇒ Aceptan prestar en divisa

c. Inflación de activos

Provocada por exceso de crédito

→ Activos parecen más seguros de lo que son realmente

d. Deflación de activos

Activos financieros caen inesperadamente

Intermediarios financieros quiebran

→ Gobierno acude al rescate

→ Deuda divisas presiona reservas

⇒ Se desencadena ciclo perverso

iii. *Fragilidad financiera*

a. Pánico sobre activos domésticos

Prestamistas extranjeros o intermed. domésticos

→ Liquidan activos domésticos

→ Activos pierden valor bruscamente

⇒ Quiebras y rescates bancarios

⇒ Se desencadena proceso

b. Dificultades de financiación

Capital sale del país rápidamente

BCentral forzado a subir tipos

→ Bancos no pueden refinanciarse

⇒ Quiebras

iv. *Balance comercial deficitario*

a. Déficit comerciales excesivos

Hasta 10% en Tailandia

b. Entrada de capital se frena bruscamente

Enormes flujos de salida de capital

c. Necesaria devaluación para aumentar exportaciones netas

d. Deuda en divisa

Aumenta rápidamente volumen por devaluación

→ Quiebras generalizadas

⇒ Proceso de realimentación

v. *Hot money*

a. Flujos de capital de gran cuantía bajo TCFijo

→ Previsión de devaluación inminente

→ Diferenciales de interés por encima de riesgo cambiario

b. Potencial desestabilizador

Demostrado especialmente en 3ª gen.

c. Desincentivar hot money

Exit taxes

Restricciones temporales de horizonte de inversión

3. Implicaciones

i. *Regulación financiera para evitar*

a. Crisis bancarias tienden a preceder

Crisis monetarias ocurren después

⇒ Crisis monetaria agrava crisis bancaria

⇒ Necesario evitar desequilibrios en sistema bancario

b. Énfasis de reformas sobre regulación bancaria

En 2000s

c. Influencia sobre Basilea II

ii. *Intervención del FMI*

a. Objetivo:

Estabilizar tipo de cambio

Evitar explosión de valor de deuda en divisa

b. Recomendación principal

Aumentar tipos de interés

→ Incentivar entrada de capital

→ Frenar salida de capital

Utilizar líneas de crédito

→ Disuadir especuladores

c. Fracaso

Aumento de tipos de interés contrae financiación

→ Deflación

→ Output gap

⇒ Quiebras en sector privado

⇒ Presión ulterior sobre reservas y TC

iii. *Controles de capital*

a. Introducidos por Malasia en 1998

Contra recomendación del FMI

b. Permiten reestruct. ordenada sector financiero

c. FMI empezó a considerar tras crisis

Cambio frente a postura previa

→ Muy lentamente

En 2012 matiza postura institucional

→ Acepta ciertos controles en circunstancias concretas

→ Introduce Capital Flow Management Measures

4. Valoración

i. *Capacidad explicativa*

a. Gran complejidad de la crisis

Muchos fenómenos en uno

b. Difícil formular un modelo general

ii. *Críticas*

a. Carácter relativamente ad-hoc de modelos

b. Sin modelo general

iii. *Extensiones*

a. Muy numerosas

b. También aplicando 1ª y 2ª generación

IV. OTROS MODELOS DE CRISIS

1. Crisis de cuarta generación

i. *Idea clave*

a. Contexto

Tras crisis asiáticas

Modelos de tercera generación aún inestables

→ Muchas variedades

→ Múltiples mecanismos

b. Malas políticas y equilibrios institucionales

Comunes a todos los países en crisis

c. Objetivo

Caracterizar factores institucionales de crisis

Determinantes profundos de factores superficiales

→ Déficits por cuenta corriente

→ Hiperinflación

→ Expectativas auto-cumplidas

→ Endeudamiento excesivo

⇒ ¿Por qué?

d. Resultados

Instituciones son importantes

Entorno legal y político también

Aún en proceso de consolidación

ii. *Implicaciones*

a. Factores que aumentan probabilidad de crisis

Marco contractual

Derechos de propiedad y protección de accionistas

b. Flujos de capital

De c/p si mal cumplimiento de contratos

iii. *Valoración*

a. Muy conectados con nuevo institucionalismo

b. Aun poco definido

c. Importantes sinergias con:

Teoría de regulación

Behavioral economics

Teoría de contratos

Economía de la gobernanza y organizaciones

2. Crisis bancarias²

i. *Idea clave*

a. Contexto

b. Objetivos

c. Resultados

ii. *Formulación*

a. Malas apuestas

b. Exceso de riesgo

c. Equilibrios múltiples

d. Externalidades

iii. *Implicaciones*

iv. *Valoración*

3. Crisis de Minsky

i. *Idea clave*

a. Estructuras financieras de empresas

Concepto clave

Paso de uno a otro induce crisis económicas

i Estructura de cobertura

Flujos de caja mayores que compromisos

→ En todos los periodos futuros

⇒ No tiene que refinanciar nada en futuro

ii Estructura especulativa

Flujos de caja mayores que interés

²Ver primeros capítulos de Kling (2011).

- Pero menores que principal
- Tiene que refinanciar principal
- ⇒ Vulnerable a problemas de refinanciación
- iii. Estructura Ponzi
 - Flujos de caja no cubren pagos de interés
 - Ganancias de capital o refinanciación necesaria
 - ⇒ Cualquier contracción de crédito induce quiebra
- b. Tendencia del sistema
 - Inmediatamente tras crisis
 - Miedo a financiar inversión l/p con deuda c/p
 - ⇒ Empresas mantienen estructura de cobertura
 - Periodo de estabilidad
 - Precauciones anteriores parecen excesivas
 - Empresas “caen en tentación” y financian a c/p
 - ⇒ Financian l/p con deuda a c/p
 - Periodo de crisis
 - Márgenes de seguridad insuficientes
 - ⇒ Empresa y bancos incumplen compromisos
 - ⇒ Crisis tiene lugar
- ii. *Implicaciones*
 - a. Estabilidad es desestabilizante
 - Periodos de estabilidad son germen de crisis
- iii. *Valoración*
 - a. Descripción simple de muchas crisis financieras
 - b. Problemas de falsabilidad
 - No excluye un estado de la naturaleza
 - “Si no se cumple, se cumplirá pronto”

4. La Gran Recesión

- i. *Idea clave*
 - a. Contexto
 - b. Objetivo
 - c. Resultado
- ii. *Causas*
- iii. *Implicaciones*

5. Crisis en países en desarrollo

- i. *Idea clave*
- ii. *Causas*
- iii. *Implicaciones*

6. Acelerador financiero

- i. *Idea clave*
- ii. *Formulación*
- iii. *Implicaciones*
- iv. *Valoración*

V. CONTAGIO

1. Idea clave

- i. *Concepto*
 - a. Regularidad empírica
 - b. Diferentes definiciones
 - c. Correlación temporal positiva
 - Entre ataques especulativos sobre

- Divisas
- Deuda soberana
- Mercados de activos
- d. Transmisión entre países de shocks
 - Más allá de links fundamentales
 - Exceso de correlación entre shocks
- e. Contagio impropio vs puro
 - Impropio
 - Aumento de vínculos fundamentales tras shock
 - Puro
 - Todos los demás casos de contagio
 - ⇒ Sin relación con fundamentales
- ii. *Enfoques de estudio*
 - a. Causas fundamentales vs comportamiento de inversores
 - Se centran en una u otra causa
 - Implican diferentes interpretaciones del concepto
 - b. Canales de coordinación
 - Qué factores concretos inducen contagio
 - Entendiendo contagio en sentido amplio

2. Canales de contagio

- i. *Comercio*
 - a. Estudios
 - Eichengreen et al. (1996)
 - Gerlach y Smets (1995)
 - b. Análisis de datos de panel
 - Comercio bilateral entre industrializados
 - c. Eslabonamientos de comercio internacional
 - Cuanto mayores, mayor probabilidad de contagio
 - Condiciones macro similares a veces son menos importantes
 - ⇒ Comercio más importante que fundamentales
 - d. Creación excesiva de crédito en un país
 - Aumenta probabilidad de crisis monetaria en país
 - ⇒ Aumento de competitividad frente a socio
 - ⇒ Crisis monetaria más probable en socio
 - e. Contagio a monedas fuertes
 - Regímenes de TCFijo sostenibles también pueden contagiarse
 - Sostenibilidad endógena a sostenibilidad de socio
 - Ejemplos:
 - Depreciación RU → IRL en 1992
 - Devaluación FIN → UK en 1992
 - Devaluación ESP → POR en 1992-1993
 - Efectos globales de crisis asiática sobre PEDs
- ii. *Bancos*
 - a. Vínculos comerciales no son suficientes
 - Crisis Tequila
 - Presión en LATAM y Asia tras crisis MEX 1994

- THA a otros países Asia con pocos vínculos
- Crisis asiática a RUSIA
- b. Contagio vía spillovers
 - Prestamista común a varios países en crisis
 - ⇒ USA en crisis tequila
 - ⇒ Japón en crisis asiática
 - ⇒ Alemania en crisis rusa
 - Prestamista ajusta cartera tras primera crisis
 - Restaurar ratios de capital
 - Recalibrar exposición a región
 - Margin calls
- iii. *Inversión en cartera*
 - a. Sobre-reacción de inversores de cartera
 - b. Cronología de crisis
 - Crisis en un país reduce riqueza
 - Aumenta aversión al riesgo
 - Colapso de confianza
 - Incertidumbre sobre inf. privada de otros
 - ⇒ Ataques sucesivos sin motivos fundamentales
 - c. Similitudes institucionales
 - Aumenta probabilidad de contagio
- iv. *Wake-up calls*
 - a. “Alarma del despertador”
 - b. Desatención racional
 - Es racional no prestar atención a fundamentales
 - Porque resulta costoso
 - c. Factores de riesgo común
 - Inversores estiman probabilidad de impago
 - Depende de factor común a varios países
 - No prestan atención a condiciones idiosincráticas
 - d. Crisis en un país
 - Desencadena percepción de riesgo respecto a otros
 - Dinero sale de países con factores comunes
 - ⇒ Crisis se transmite sin atender a idiosincrasias

VI. PREDICCIÓN DE CRISIS

1. Idea clave

- i. *Concepto*
 - a. ¿Es deseable predecir las crisis?
 - Si es deseable:
 - b. ¿Pueden predecirse las crisis?
 - c. ¿Cómo hacerlo?
 - d. ¿Cómo se intenta predecir en la práctica?
- ii. *Objetivos*
 - a. Estimar probabilidad de crisis
 - b. Caracterizar ámbitos de actuación
 - Para reducir probabilidad y daño
- iii. *Resultado*
 - a. Múltiples modelos de predicción

- b. Enfoques cuantitativo y calitativo
- c. Más complejidad no siempre aumenta efectividad

2. Modelos

- i. *Indicadores*
 - a. Crisis en términos de umbrales
 - b. Múltiples grupos de indicadores
 - Liberalización financiera
 - Otros indicadores financieros
 - Cuenta corriente
 - Cuenta financiera
 - Variables fiscales
 - c. Explicación vs predicción
 - Muy difícil elegir indicadores correctos
- ii. *Expectativas de especuladores*
 - a. Tratar de capturar sentimiento de especuladores
 - Ratios compraventa
 - Opciones
 - CDS
 - ...
 - b. Efectividad variable frente a indicadores
- iii. *Early Warning Systems*
 - a. Modelos generalmente econométricos
 - b. Umbrales estadísticos de crisis
 - A partir de indicadores
- iv. *MIP Scoreboard*
 - a. Conjunto de indicadores MIP
 - b. Macroeconomic Imbalance Procedure
- v. *FSSA y FSAP³*
 - a. Marco de predicción conjunto FMI-GBM
 - b. Financial Sector Assessment Program (FSAPs)
 - Estabilidad del sistema financiero en conjunto
 - No de instituciones financieras concretas
 - Incluye FSSA
 - Específico de cada país
 - Incluye recomendaciones
 - Parte de artículo IV para países sistémicos
 - c. Incluyen Financial System Stability Assessment (FSSAs)
 - No siempre públicos
 - *stress tests*
 - Análisis individualizados por instituciones

CONCLUSIÓN

1. Recapitulación

- i. *Modelos de 1ª generación*
- ii. *Modelos de 2ª generación*
- iii. *Modelos de 3ª generación*
- iv. *Otros modelos de crisis*
- v. *Contagio*
- vi. *Predicción*

2. Idea final

³Diferencia entre FSSA y FSAP es difícil de encontrar explicada. Ver https://www.fsa.go.jp/en/faq/others/others_a_2.html.

i. *Lecciones principales*

- I Crisis casi siempre dependen de vulnerabilidades
- II Reversión súbita de CC no suele ser culpable
- III Emergentes acumulan más vulnerabilidades
- IV Algunas crisis son más costosas que otras

ii. *¿Las crisis son necesariamente malas?*

- a. Milton Friedman
 - No necesariamente
 - Fuerza ajuste a equilibrio
- b. Crisis de primera y segunda generación
 - Generalmente, poco dañinas para economía real
 - Fuerzan ajuste
 - En algunos casos inducen mejoras económicas

→ Aunque coste político

→ Coste reputacional

iii. *Regímenes cambiarios*

- a. Papel clave en crisis financieras
- b. En últimas décadas
 - Recomendación bipolar
 - Miedo a flotar
 - Opacidad sobre regímenes cambiarios

iv. *Instituciones internacionales y coordinación*

- a. Evitar equilibrios desfavorables
- b. Coordinar respuesta a crisis regionales/mundiales

GRÁFICAS

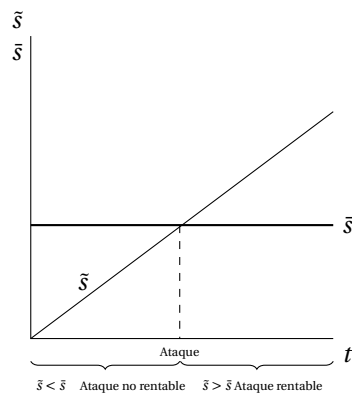


Figura I : Crisis de primera generación: momento del ataque especulativo

PREGUNTAS

Test 2018

32. La crisis del Sistema Monetario Europeo que tuvo lugar en el bienio 1992–1993, puede ser descrita mediante un modelo de crisis cambiaria de:

- a Primera Generación, explicado por la evolución desfavorable de los fundamentos o condiciones económicas fundamentales.
- b Segunda Generación, explicado por la presencia de expectativas que se autoconfirman.
- c Tercera Generación, explicado por la interacción de crisis cambiarias y crisis financieras que se retroalimentan.
- d Cuarta Generación, explicado por la no sostenibilidad fiscal que anticipa la crisis cambiaria.

Test 2011

29. En un modelo de crisis de primera generación en la que hay una economía con agentes que disponen de información perfecta, se cumple la HER y la PPA, el Gobierno monetiza el déficit, y existe compromiso de mantener un tipo de cambio fijo:

- a El compromiso se romperá tras el agotamiento gradual de las reservas internacionales.
- b Un ataque especulativo que precipite la crisis es inevitable.
- c Si el gobierno mantiene un déficit reducido, el compromiso de fijación del tipo de cambio será creíble.
- d El nivel de reservas internacionales de partida no afecta al momento en el que se produce la crisis.

35. La crisis mejicana desatada en la década de los ochenta fue:

- a Una crisis bancaria.
- b Una crisis de deuda externa.
- c Una crisis cambiaria.
- d Ninguna respuesta es correcta.

Test 2006

28. Señale la afirmación FALSA en relación a los denominados modelos de 1ª generación de crisis monetarias:

- a El tipo de cambio sombra es el tipo de cambio que prevalecería en el mercado si no existiera intervención en el mercado de divisas por parte del banco central.
- b La causa principal de la crisis en estos modelos es una inadecuada política económica; en general, persistentes déficits públicos en un régimen de tipos de cambio fijos.
- c La crisis, aunque inevitable, es un suceso aleatorio. No se puede fijar con exactitud el momento en que ésta se origina.
- d Lo importante para determinar la crisis son las políticas económicas esperadas por los inversores, pero no las pasadas.

NOTAS

2018: 32. B

2011: 29. B 35. B

2006: 28. C

BIBLIOGRAFÍA

- banking crises
- capital flight
- credit cycle
- Credit Crunch chronology: april 2007–september 2009
- currencies
- currency boards
- currency crises
- **currency crises models**
- currency unions
- Euro Zone crisis 2010
- exchange control
- financial accelerator
- financial crisis
- financial market contagion
- Great Depression
- hot money
- international capital flows
- Minsky crisis
- rational inattention

Aliber, R. Z.; Kindleberger, C. P. *Manias, Panics, and Crashes* (2015) Palgrave MacMillan – En carpeta del tema

Breuer, J. *An Exegesis on Currency and Banking Crises* (2004) Journal of Economic Surveys – En carpeta del tema

Cecchetti, S. Schoenholt, K. (2018) *Sudden stops: A primer on balance-of-payments crises* Voxeu.org [Enlace](#)

Chang, R.; Velasco, A. *A Model of Financial Crises in Emergin Markets* (2001) Quarterly Journal of Economics –

En carpeta del tema

Das, D. K. *Asian Crisis: Distilling Critical Lessons* (2000) UNCTAD Discussion Papers – En carpeta del tema

Diaz Alejandro, C. *Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash* (1985) Journal of Development Economics – En carpeta del tema

Dornbusch, R. *Expectations and Exchange Rate Dynamics* (1976) Journal of Political Economy – En carpeta del tema

Eichengreen, B. Rose, A. Wyplosz, C. *Contagious Currency Crises* (1996) NBER Working Paper Series – En carpeta del tema

Gandolfo, G. *International Finance and Open Economy Macroeconomics* (2016) Springer Verlag. Ch 16 Capital Movements, Speculation and Currency Crises

Goldstein, I.; Razin, A. *Three Branches of Theories of Financial Crises* (2015) Foundations and Trends in Finance – En carpeta del tema

James, J.; Warsh, I. W.; Sarno, L. *Handbook of Exchange Rates* (2012) Ch. 25. Wiley Publications – En carpeta del tema y Economía Internacional (Libro completo)

Kaminsky, G.; Reinhart, C. *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems* (1999) American Economic Review – En carpeta del tema

Krugman, P. *Crises: the Next Generation* (2001) Conference Honoring Assaf Razin, Tel Aviv – En carpeta del tema

Krugman, P. *What Happened to Asia?* (1998) <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>

IMF. *The IMF's Institutional View on Capital Flows in Practice* (2018) – En carpeta del tema

Obstfeld, M. *Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features* (1995) NBER Working Paper Series – En carpeta del tema

- Obstfeld, M.; Rogoff, K. *The Mirage of Fixed Exchange Rates* (1995) Journal of Economic Perspectives – En carpeta del tema
- Obstfeld, M.; Shambaugh, J.; Taylor, A. M. *The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility* (2004) NBER Working Paper Series – En carpeta del tema
- Obstfeld, M.; Shambaugh, J.; Taylor, A. *Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves* (2008) NBER Working Paper Series – En carpeta del tema
- Sachs, J. Tornell, A. Velasco, A. *The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold?* (1996) NBER Working Paper Series – En carpeta del tema
- Sachs, J. Tornell, A. Velasco, A. *Financial Crises in Emergin Markets: The Lessons from 1995* (1996) NBER Working Paper Series – En carpeta del tema
- Sarno, L.; Taylor, M. *The economics of exchange rates* (2002) Cambridge University Press – En carpeta Economía internacional
- Taylor, M. P. (1995) *The Economics of Exchange Rates* Journal of Economic Literature Vol. XXXIII – En carpeta del tema