

**CAPITAL EXTRANJERO Y POLÍTICA ECONÓMICA:
LAS CRISIS FINANCIERAS DEL SUDESTE ASIÁTICO**

Clara García

Editorial Fundamentos, Madrid, 2005

[Índice e Introducción]

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN

SECCIÓN I. UNA VISIÓN TEÓRICA DE LOS VÍNCULOS ENTRE ENTRADAS DE CAPITAL, GESTIÓN MACROECONÓMICA Y CRISIS FINANCIERAS EN ECONOMÍAS EMERGENTES

CAPÍTULO 1. ENTRADAS DE CAPITAL Y GESTIÓN MACROECONÓMICA: LAS INTERRELACIONES

- A. LA GESTIÓN MACROECONÓMICA COMO FACTOR DETERMINANTE DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL
 - a) Factores explicativos de la entrada de capital en economías emergentes
 - a.1) Factores push
 - a.2) Factores pull: la gestión macroeconómica como determinante de las entradas de capital
 - b) Contrastación en la literatura empírica
 - c) Algunas reflexiones
- B. LA GESTIÓN MACROECONÓMICA COMO NECESIDAD IMPUESTA POR LAS ENTRADAS DE CAPITAL: VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LAS DISTINTAS MEDIDAS
 - a) Los posibles efectos desestabilizadores de las entradas de capital
 - a.1) El recalentamiento
 - a.2) La fragilidad financiera
 - b) Las respuestas de política económica
 - b.1) Políticas para reducir la entrada neta de capital extranjero
 - b.2) Políticas para restringir el crecimiento de las reservas
 - b.3) Políticas para evitar el incremento de la base monetaria
 - b.4) Políticas para evitar el crecimiento de los agregados monetarios
 - b.5) Políticas para evitar el crecimiento de la demanda interna
 - b.6) Políticas para evitar la fragilidad del sistema financiero interno
 - c) Una última reflexión: secuencia y combinación de las políticas de respuesta a las entradas de capital
- C. SÍNTESIS Y CONCLUSIONES GENERALES: LAS POLÍTICAS INEFICACES Y/O CONTRAPRODUCENTES

CAPÍTULO 2. TEORÍAS SOBRE CRISIS FINANCIERAS: CRISIS PROPICIADAS POR LAS ENTRADAS DE CAPITAL Y LA GESTIÓN MACROECONÓMICA

A. ALGUNOS MODELOS TEÓRICOS DE CRISIS FINANCIERAS

- a) Modelos de primera generación o las crisis inevitables
 - a.1) El modelo original o básico
 - a.2) Otros modelos de primera generación
 - a.3) Contrastación en la literatura empírica
- b) Modelos de segunda generación o las crisis contingentes
 - b.1) Contribuciones generales de los modelos de segunda generación
 - b.2) Algunos modelos de segunda generación
 - b.3) Contrastación en la literatura empírica

B. TEORÍAS COMPLEMENTARIAS

- a) Modelos de contagio
 - a.1) Diferentes tipos de contagio
 - a.2) Contrastación en la literatura empírica
- b) Teorías sobre el comportamiento de los agentes financieros internacionales
 - b.1) El pánico financiero
 - b.2) Herding y cascadas de información
 - b.3) Conclusión y contrastación en la literatura empírica
- c) Modelos teóricos sobre crisis gemelas (crisis cambiarias y crisis bancarias)

C. RECALENTAMIENTO Y FRAGILIDAD FINANCIERA EN LOS MODELOS DE CRISIS

- a) Evaluación teórica de los modelos de crisis financieras
 - a.1) Evaluación teórica de los modelos de primera generación
 - a.2) Evaluación teórica de los modelos de segunda generación
- b) Teoría combinada para vincular el recalentamiento y la fragilidad financiera con las crisis

SECCIÓN II. ENTRADAS DE CAPITAL, GESTIÓN MACROECONÓMICA Y CRISIS FINANCIERAS EN TAILANDIA, MALASIA E INDONESIA (1987-1997)

CAPÍTULO 3. ENTRADAS DE CAPITAL Y GESTIÓN MACROECONÓMICA EN TAILANDIA, MALASIA E INDONESIA

A. EL CAPITAL EXTRANJERO EN TAILANDIA, MALASIA E INDONESIA

- a) Descripción de las entradas de capital extranjero
 - a.1) Crecimiento de las entradas de capital
 - a.2) Estructura de las entradas de capital
 - a.3) La volatilidad y el origen del capital extranjero
- b) Síntesis y conclusiones

B. CAUSAS DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL CON ESPECIAL ÉNFASIS EN LA GESTIÓN MACROECONÓMICA

- a) Una primera aproximación
 - a.1) Factores push
 - a.2) Factores pull
 - a.3) Conclusiones
- b) Las políticas económicas en Tailandia, Malasia e Indonesia y su papel como factores determinantes del capital entrante
 - b.1) Estabilización fiscal y monetaria
 - b.2) La política cambiaria: tipos de cambio fijos o semi-fijos
 - b.3) La liberalización comercial
 - b.4) La reforma financiera
 - b.5) Síntesis y conclusiones

C. LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS COMO CONSECUENCIAS (Y CAUSAS) DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL

- a) Las distintas medidas de control del recalentamiento y la fragilidad financiera
 - a.1) Controles a la entrada de capital y eliminación de restricciones a la salida de capital
 - a.2) Liberalización comercial y apreciación o flexibilización de la moneda
 - a.3) Esterilización y limitación del recurso al redescuento del banco central
 - a.4) Incremento de los requerimientos de reservas y otras formas de restricción del crédito

- a.5) Política fiscal restrictiva
 - a.6) Intensificación de la regulación y supervisión del sistema financiero interno
 - b) Síntesis y conclusiones
- D. CONCLUSIONES: RECALENTAMIENTO Y FRAGILIDAD FINANCIERA EN TAILANDIA, MALASIA E INDONESIA
- a) El recalentamiento de las economías de Tailandia, Malasia e Indonesia
 - a.1) Elementos intermedios de la cadena de acontecimientos que conducen al recalentamiento
 - a.2) Últimos eslabones: la inflación y/o el déficit por cuenta corriente
 - b) La fragilidad financiera en Tailandia, Malasia e Indonesia
 - b.1) El riesgo de crédito
 - b.2) El riesgo de cambio
 - b.3) El riesgo de liquidez
 - c) Conclusiones

CAPÍTULO 4. LAS CRISIS FINANCIERAS DE TAILANDIA, MALASIA E INDONESIA: EL PAPEL DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL Y LA GESTIÓN MACROECONÓMICA

- A. BREVE DESCRIPCIÓN DE LOS ACONTECIMIENTOS
- a) Cronología de las crisis
 - a.1) Tailandia
 - a.2) Malasia
 - a.3) Indonesia
 - b) Manifestación de las crisis y efectos inmediatos
- B. DISTINTAS INTERPRETACIONES DE LAS CRISIS ASIÁTICAS: EL DEBATE SOBRE LOS PARÁMETROS FUNDAMENTALES
- a) Las distintas interpretaciones de las crisis asiáticas
 - a.1) El deterioro de los parámetros fundamentales
 - a.2) El pánico financiero
 - a.3) Deterioro de los parámetros fundamentales y pánico financiero
 - b) Algunas conclusiones

C. EL PAPEL DEL RECALENTAMIENTO Y LA FRAGILIDAD FINANCIERA EN LAS CRISIS DE TAILANDIA, MALASIA E INDONESIA

- a) Deterioro de ciertos parámetros fundamentales: el recalentamiento y la fragilidad financiera
 - a.1) Descripción del estado de la competitividad y el sistema financiero interno
 - a.2) Causas del surgimiento del recalentamiento y la fragilidad financiera
- b) Del deterioro de los parámetros fundamentales a las crisis financieras
 - b.1) Rechazo de los modelos de primera generación o de las crisis inevitables
 - b.2) La utilidad parcial de los modelos de segunda generación
 - b.3) El contagio y otras explicaciones complementarias
- c) Síntesis y conclusiones

SECCIÓN III. IMPLICACIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA

CAPÍTULO 5. TRES POLÍTICAS ECONÓMICAS ESPECIALMENTE RELEVANTES PARA LA PREVENCIÓN DE CRISIS FINANCIERAS

A. REGÍMENES CAMBIARIOS

- a) Consideraciones generales sobre la elección de régimen cambiario
- b) Distintos regímenes cambiarios: algunas ventajas y desventajas
 - b.1) Definiciones y experiencias
 - b.2) Ventajas y desventajas de los distintos regímenes cambiarios con especial énfasis en sus efectos sobre la vulnerabilidad a sufrir una crisis financiera
- c) Conclusiones

B. MANTENIMIENTO O IMPOSICIÓN DE CONTROLES DE CAPITAL

- a) Definición y experiencias
- b) Ventajas y desventajas de los controles de capital
 - b.1) Ventajas
 - b.2) Desventajas
- c) Algunas propuestas de controles de capital
 - c.1) La tasa Tobin
 - c.2) El caso chileno
 - c.3) Otras propuestas
- d) Conclusiones

C. REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNO

- a) Intento de definición y algunas experiencias
- b) Las propuestas de regulación y supervisión
 - b.1) La regulación y la supervisión externas
 - b.2) Complementos de la regulación y la supervisión externas
 - b.3) Contrastación en la literatura empírica
- c) Conclusiones

D. CONCLUSIONES GENERALES SOBRE ESTAS TRES POLÍTICAS EN RELACIÓN CON LAS
CRISIS FINANCIERAS

CONCLUSIONES GENERALES

BIBLIOGRAFÍA

INTRODUCCIÓN

La ocurrencia de crisis financieras en economías emergentes es uno de los más importantes fenómenos económicos de los años ochenta y noventa. Las crisis son importantes desde un punto de vista empírico, en el sentido de que son acontecimientos históricos de primera magnitud, debido tanto a las graves consecuencias en términos de crecimiento que pueden acarrear como a su frecuencia y alcance geográfico. Efectivamente, las crisis financieras han supuesto la interrupción de procesos de crecimiento y desarrollo, o un gran obstáculo para siquiera acometer esos procesos. Un estudio del FMI (1998a) así lo confirma al indicar que cada una de las 116 crisis cambiarias sufridas por economías emergentes entre 1975 y 1997 implicó una pérdida acumulada media de casi el 5% del PIB (comparando el crecimiento del PIB en el período de crisis con su crecimiento tendencial); y que cada una de las 42 crisis bancarias acontecidas en mercados emergentes en esos mismos años acarreó una pérdida acumulada media del 12% del PIB. Además, estos fenómenos tan distorsionadores ocurren con relativa frecuencia y, cuando ocurren, pueden llegar a afectar no sólo a las economías emergentes donde se originan sino también a economías emergentes de la misma región o del otro lado del planeta, e incluso –aunque de forma diferente– a países desarrollados (ya veremos cómo las crisis asiáticas se fueron expandiendo más allá de las fronteras de Asia oriental hasta llegar a afectar a países americanos).

Asimismo, las crisis financieras son importantes desde un punto de vista teórico y académico, en el sentido de que suscitan debates, que pueden ser de no mucho calado (sobre tecnicismos o matices al respecto de múltiples cuestiones), pero que también pueden tener enorme trascendencia: debates sobre soberanía política, sobre modelos de crecimiento y desarrollo, sobre liberalización financiera, sobre globalización financiera, sobre el funcionamiento de los organismos internacionales, sobre las bondades del libre mercado, sobre el mismo paradigma económico dominante... La importancia de que se produzcan estos debates radica, por una parte, en la posibilidad de que traspasen el ámbito académico y se transformen en acciones de cualquier índole (acciones que podrían ir desde las protestas anti-globalización hasta la implantación de una nueva arquitectura financiera internacional). Por otra, la importancia de los debates suscitados por las crisis financieras (en este caso tanto de los más “técnicos” como de los más “ideológicos”) se encuentra en

su coste de oportunidad: las crisis financieras acaparan la atención de muchos economistas (y no economistas), lo que resta dedicación al estudio de otras cuestiones o fenómenos económicos. Y resulta, sin duda, relevante que muchos especialistas se dediquen a estudiar cómo lograr la estabilidad financiera, en lugar de dedicarse al análisis de cómo alcanzar mayores niveles de crecimiento y, sobre todo, de desarrollo.

Es muy frecuente, en cualquier caso, que los debates académicos que las crisis inspiran giren en torno a cuestiones internacionales. En otras palabras, es habitual que las soluciones que se proponen, esto es, las medidas para prevenir que ocurran crisis financieras, tengan un carácter supranacional. Así, tras las crisis de México (1994) y de Asia oriental (1997-98) se reavivaron las discusiones en torno a la coordinación internacional, o al menos regional, de los regímenes cambiarios; a la implantación de controles de capital a escala internacional (del tipo de la tasa Tobin, por ejemplo); al desarrollo de estándares internacionales de regulación y supervisión de la actividad financiera; o, por supuesto, al diseño e implantación de una nueva arquitectura financiera internacional, que, además de incluir algunas de las medidas recién mencionadas, supondría reformas de mayor calado en el funcionamiento del sistema financiero internacional (reformas de naturaleza institucional).

Todas estas políticas supranacionales para prevenir crisis financieras son, sin duda, muy necesarias, dado el carácter internacional de los mercados financieros donde se materializan las crisis. Pero también parecen ser no demasiado factibles en el corto plazo. De hecho, son soluciones que requieren la coordinación de numerosos gobiernos nacionales, organismos internacionales, bancos centrales... Es más, son soluciones que pueden llegar a exigir un cambio considerable del paradigma económico dominante: por ejemplo, pueden requerir la revisión del supuesto de que los mercados financieros son eficientes, o la revisión de las funciones de organismos internacionales del peso del FMI (Fondo Monetario Internacional). De la observación de la dificultad de implantar en un corto plazo medidas internacionales o supranacionales para evitar crisis financieras surge la perspectiva nacional de este trabajo. ¿Cuál es el papel de la gestión macroeconómica en el estallido de crisis financieras? ¿Hay alguna forma de diseñar esa gestión macroeconómica para ayudar a evitar, al menos parcial o temporalmente, la ocurrencia de crisis financieras en las economías emergentes?

La primera pregunta (¿cuál es el papel de la gestión en el estallido de crisis?) puede dar a entender que la política económica desempeña un papel en el estallido de las crisis, más que en su prevención. Y es que, efectivamente, muchos de los análisis que no adoptan una perspectiva internacional en el estudio de las crisis financieras sugieren que la gestión económica es una de las causas principales de las crisis; y, por tanto, que las soluciones habrán de venir de la mano de cambios en esa gestión. En otras palabras, muchos especialistas que adoptan una perspectiva nacional en el análisis de crisis financieras consideran que la “culpa” de dichas crisis la tienen los gobiernos nacionales, olvidando de alguna manera que éstas se producen en mercados de carácter supranacional.

Si se comenta esto aquí es para dejar claro de antemano que, a pesar de la perspectiva nacional de este trabajo, no se pretende defender que la gestión macroeconómica es “culpable” en solitario del estallido de crisis; sino tan sólo que la gestión macroeconómica coadyuva a dicho estallido *dado* un determinado funcionamiento del mercado financiero internacional. Así, podría decirse que el punto de vista de este estudio es nacional, pero considerando un determinado contexto internacional. De hecho, sin las características del sistema financiero internacional actual, la gestión macroeconómica en las economías emergentes sería otra, y sus consecuencias serían otras... con lo que todo el estudio que sigue sobre política económica sería diferente. Así, el funcionamiento vigente del sistema financiero internacional –la globalización financiera, con los consiguientes incrementos de los flujos transnacionales de capital, de la liquidez, de la asimetría de la información, de la volatilidad y la incertidumbre, del poder de mercado de los agentes financieros... (Oliví, 2002)– es un elemento exógeno pero crucial en el análisis que se realiza en este trabajo.

Hecha la aclaración sobre el carácter contextualizado –y que libera de parte de la “culpa” a los gobiernos nacionales– de la perspectiva nacional de este estudio, retómense las preguntas anteriores. ¿Cuál es la relación entre la gestión macroeconómica nacional y las crisis financieras? ¿Hay alguna forma de romper esa relación, de manera que las políticas prevengan las crisis, en lugar de coadyuvar a su estallido? Sin pretender responder todavía a estas preguntas, podemos adelantar que, en el esquema de este trabajo, el principal elemento de unión entre la gestión macroeconómica y las crisis financieras va a ser las entradas masivas de capital extranjero y la estructura de ese capital (predominancia del capital volátil, en moneda extranjera y no cubierto del riesgo de cambio). Incluso *a priori* del análisis que se realiza a continuación ésta no es una afirmación demasiado sorprendente:

resulta evidente que antes de la salida masiva de capital extranjero (en la que se materializa la crisis) se ha de producir una entrada; y también que la gestión macroeconómica puede incidir de diversas formas en el volumen y composición del capital entrante. Así, siendo las entradas de capital y sus características un importante elemento de unión entre la gestión macroeconómica y las crisis financieras, se habrá de estudiar las formas en que dicha gestión puede, a través de su incidencia en las entradas de capital y en las consecuencias de las mismas, ayudar a evitar, aunque sea parcial o temporalmente, pero desde dentro de la economía nacional, la ocurrencia de crisis financieras.

Cuando estallaron las crisis asiáticas de 1997, el debate sobre el papel de las políticas públicas en el espectacular crecimiento, cambio estructural y desarrollo humano de Asia oriental (de los cuatro “dragones”, por supuesto, pero también de ciertos países del sudeste asiático) seguía vivo. Si bien el estudio y discusión sobre los primeros países en disfrutar de un importante proceso de desarrollo (i.e. Corea del Sur –Corea en adelante– o Taiwán) ya estaba apaciguándose, todavía quedaba mucho por estudiar al respecto de la política económica y el crecimiento –e incluso desarrollo– en los países del sudeste asiático (Tailandia, Malasia e Indonesia, sobre todo). De hecho, mientras que algunos académicos se mostraban muy optimistas al respecto de la capacidad de estos países de convertirse en nuevos “dragones”, otros (por ejemplo, Berzosa, 1991) eran más escépticos. Dicho escepticismo emanaba, en parte, de otra cuestión que quedaba por resolver: si la globalización financiera estaba dificultando el uso de políticas nacionales para promover el crecimiento y desarrollo en los países del sudeste asiático. En cualquier caso, una vez que estallaron las crisis asiáticas (en 1997), el interés y el debate de los académicos cambiaron de dirección: ya no había que preguntarse cómo habían crecido tanto, sino cómo habían podido padecer una crisis financiera de tal magnitud. Ante semejante pregunta, los especialistas adoptaron, por lo general, dos posturas enfrentadas (que ya se han sugerido antes): las crisis financieras se han debido a una mala gestión económica por parte de los gobiernos nacionales; o las crisis se han debido al funcionamiento del sistema financiero internacional vigente (globalización incluida). Este trabajo combina de alguna forma las dos posturas. Aunque el punto de vista nacional –en particular, de política económica– sea predominante (por motivos de espacio y por las razones aducidas con anterioridad: la búsqueda de soluciones, aunque sea parciales, en el corto plazo) éste se inscribe necesariamente en las características del sistema financiero internacional vigente.

El análisis de las crisis asiáticas desde esa perspectiva nacional, pero contextualizada en lo internacional, es un rasgo diferenciador de este trabajo. También lo es el intento de explicar las crisis financieras como resultado de una “historia” que comienza mucho antes, con las entradas masivas de capital; y no como resultado de la aparición de inestabilidades poco antes de las crisis, cuyos orígenes hay que buscarlos precisamente en esas entradas de capital. Asimismo, la insistencia en las relaciones circulares entre las entradas de capital y la política económica diferencia a este estudio de muchos otros, que se centran o bien en la relación entre entradas de capital y crisis, o bien en la relación entre gestión macroeconómica y crisis, olvidando los estrechos vínculos que existen entre dichas entradas de capital y dicha gestión.

La hipótesis general que vamos a defender en este trabajo es que la interacción entre la gestión macroeconómica y el volumen y estructura de las entradas de capital en economías emergentes puede derivar en una inestabilidad macroeconómica y financiera que posibilita el estallido de crisis financieras; y que ése fue el caso de Tailandia, Malasia e Indonesia.

Dicha hipótesis se sustenta en una serie de hipótesis secundarias o subhipótesis, que son las siguientes.

- Subhipótesis 1: Ciertas políticas propias del Consenso de Washington (estabilización macroeconómica, estabilización cambiaria, liberalización comercial y reforma financiera) son factores *pull* para el capital extranjero y determinan, en parte, la proporción de capital volátil, en moneda extranjera y no cubierto del riesgo de cambio en el total de entradas de capital (políticas de ajuste y reforma → capital extranjero).
- Subhipótesis 2: Las entradas de capital (su volumen y estructura), en el contexto de esas políticas iniciales, pueden provocar la aparición de inestabilidad macroeconómica y financiera (capital extranjero → inestabilidad macroeconómica; capital extranjero → inestabilidad financiera).
- Subhipótesis 3: Las políticas económicas de respuesta a las entradas de capital – destinadas a evitar la inestabilidad macroeconómica y financiera– pueden ser ineficaces y/o contraproducentes (políticas de respuesta → inestabilidad macroeconómica; políticas de respuesta → inestabilidad financiera).

- Subhipótesis 4: La inestabilidad macroeconómica y financiera posibilita el estallido de crisis financieras –en particular, el estallido de crisis por autocumplimiento de expectativas– (inestabilidad macroeconómica → crisis cambiaria; inestabilidad financiera → crisis bancaria).

Conviene definir brevemente los términos incluidos en estas hipótesis y subhipótesis. Comencemos por aclarar a qué se hace referencia con el término “entradas de capital”. Las entradas de capital a las que este trabajo se refiere son, casi en todo momento, entradas netas de capital, entendidas éstas como los pasivos contraídos con agentes extranjeros por el país en cuestión menos los activos adquiridos en el extranjero por ese mismo país (es decir, entendidas como el superávit de la balanza financiera, antes balanza por cuenta de capital). No obstante, para describir la recepción de capital por parte de Tailandia, Malasia e Indonesia (a los que en ocasiones se les llamará Asia-3), se utiliza otra acepción del término “entradas de capital” (o de entradas netas de capital), apenas distinta a la anterior en el caso de dichos países.

Por “gestión macroeconómica” se entiende el conjunto de políticas fiscales, monetarias, cambiarias y estructurales (política comercial y financiera) aplicadas por la economía que se estudie. Y se entiende que son “economías emergentes” aquéllas que no pueden considerarse países desarrollados (o ricos, o del Norte, o del Primer Mundo), pero que tampoco son países que no han experimentado un proceso de crecimiento económico, cambio estructural o incluso desarrollo en ningún momento de las últimas décadas. Esto es, tampoco son países que permanecen en el más absoluto subdesarrollo. Éstos últimos –los países subdesarrollados, o el Tercer Mundo, o el Sur– no pueden ser objeto de estudio de este trabajo en la medida en que apenas han sido receptores de capital extranjero (y el capital extranjero, como ya se ha visto en la hipótesis general, es una pieza clave del estudio) y en que no han llevado a cabo las políticas macroeconómicas que interaccionan con esas entradas de capital tal y como otros países algo más desarrollados (las economías emergentes) sí lo han hecho.

Está claro que esta definición de economía emergente puede arrojar algo de luz sobre cuál es el objeto de estudio, pero también es evidente que no permite ofrecer una lista cerrada de los países que estarían incluidos en tal categoría. Muchos países del mundo estarían en el límite entre la categoría de “desarrollados” y la de “emergentes”, y más aún entre la de “emergentes” y la de “subdesarrollados”; y sería prácticamente imposible llegar a

un consenso sobre en qué categoría inscribir cada uno de ellos. No obstante, los tres países que aquí se estudian sí pueden ser calificados, sin dar lugar a demasiada polémica, de economías emergentes, a la vista de los procesos de crecimiento rápido, cambio estructural e incluso desarrollo por los que han atravesado en las últimas décadas.

A lo que este trabajo se refiere por “inestabilidad macroeconómica y financiera”, se explica con cierto detalle cuando corresponde. No obstante, adelántese aquí que se va a utilizar el término “recalentamiento” como sustitutivo de “inestabilidad macroeconómica” y “fragilidad financiera” como sustitutivo de “inestabilidad financiera”. Ello da una idea del contenido del término: la primera inestabilidad hace referencia al recalentamiento de la economía (tensiones inflacionistas, apreciaciones del tipo de cambio, pérdidas de competitividad comercial...) y la segunda hace referencia a la fragilidad del sistema financiero nacional (asunción excesiva de riesgos financieros de diversa índole). Es más, vamos a considerar que tanto las variables macroeconómicas relacionadas con el recalentamiento como las variables financieras relacionadas con la fragilidad financiera son “parámetros fundamentales” de la economía en cuestión (los *fundamentals* de la literatura en inglés). De ahí que, en ocasiones, además de utilizarse los términos “inestabilidad macroeconómica” y “recalentamiento”, se vaya a utilizar el término “deterioro de los parámetros fundamentales macroeconómicos”; y además de usarse los términos “inestabilidad financiera” y “fragilidad financiera”, se vaya a usar el término “deterioro de los parámetros fundamentales financieros”.

Finalmente, el término “crisis financiera” hace referencia al deterioro súbito y pronunciado de cualquier indicador financiero (los índices bursátiles, las entradas de capital extranjero, el valor de la moneda nacional...). No obstante, el trabajo va a centrarse en dos tipos particulares de crisis financieras: las crisis cambiarias (variación súbita y pronunciada del valor de la moneda nacional) y las crisis bancarias (retirada súbita y acusada de los activos depositados en o prestados al sistema financiero nacional). Estos dos tipos de crisis, como se irá viendo, están íntimamente relacionados (en el sentido de que se pueden provocar, o se pueden reforzar, mutuamente). Así, cuando se hable de crisis financiera se estará hablando de cualquier tipo de crisis financiera, pero sobre todo de estos dos (crisis cambiarias y crisis bancarias); y cuando se haga referencia a sólo uno de los dos tipos, se especificará explícitamente.

Es evidente que la hipótesis general que se ha presentado más arriba puede resultar algo ambigua: no se califican las políticas económicas a las que dicha hipótesis se refiere; no se especifica cómo es el volumen y estructura de las entradas de capital; no se afirma que la interacción entre unas y otras provoque o cause inestabilidad macroeconómica o financiera, sino tan sólo que puede derivar en ella; y, finalmente, no se dice que la inestabilidad conduzca al estallido de una crisis, sino solamente que lo posibilita. Todo esto quizá da ya una idea del terreno en el que se va a desarrollar este trabajo: el terreno de las causalidades múltiples, de las relaciones causales complejas y circulares, de la contingencia de esas relaciones causales (las cuales están sujetas a la ocurrencia de hechos exógenos al análisis puramente económico)... Puesto de otra manera: esta hipótesis da una idea del enfoque mismo de este trabajo. De acuerdo con la terminología de Ramos Barrado (1986), se ha realizado el análisis (la aplicación de diversas técnicas de análisis) desde un enfoque estructural.

Como muchos estudios de carácter estructural, este trabajo comienza con la construcción de un marco teórico general de relaciones entre diversos elementos del sistema económico actual: entradas de capital y sus características, gestión macroeconómica, aparición de inestabilidad macroeconómica y financiera, y estallido de crisis financieras (sección I). En virtud de ese marco teórico se tratará de explicar los casos particulares de Tailandia, Malasia e Indonesia (sección II). En la sección III se reflexiona sobre qué pasaría si tres de los elementos del marco teórico fueran diferentes (en concreto, si tres de las políticas económicas que son parte del marco teórico fueran diferentes).

En la sección I se presenta, por tanto, un estudio teórico de las variables y relaciones entre variables que se pretenden analizar. El objetivo último de tal sección es encontrar teorías que respalden la idea de que la gestión macroeconómica en economías emergentes determina, en parte, el volumen y estructura de las entradas de capital a esas economías; que dichas entradas de capital pueden ser un factor de inestabilidad macroeconómica y financiera; que, por ello, las entradas de capital conllevan la aplicación de otra serie de políticas macroeconómicas para evitar dicha inestabilidad, las cuales pueden ser ineficaces o contraproducentes; y que, finalmente, la inestabilidad macroeconómica o financiera posibilita el estallido de crisis financieras, mediante el autocumplimiento de las expectativas de los agentes financieros internacionales.

La sección I se divide en dos capítulos (capítulos 1 y 2). El primero de ellos se dedica al estudio de teorías que desgranen las interacciones entre entradas de capital y gestión macroeconómica. Más en concreto, en el capítulo 1 se presenta lo siguiente: (1) el análisis de cómo la gestión económica –en particular, ciertas políticas económicas propias del Consenso de Washington– es un factor determinante tanto del volumen como de la composición (proporción de capital volátil, en moneda extranjera y sin cobertura del riesgo de cambio) de las entradas de capital en economías emergentes; (2) el estudio de los potenciales peligros, en términos de inestabilidad macroeconómica y financiera, de las entradas de capital en grandes cantidades y con predominancia del capital volátil, en moneda extranjera y no cubierto; así como las políticas que pueden aplicarse para evitar esos peligros y las ventajas e inconvenientes de las mismas; y (3) conclusiones y reflexiones sobre los dos puntos anteriores; en particular, sobre el impacto de las políticas iniciales en las entradas de capital (de unas más que de otras), y sobre los inconvenientes de las políticas de respuesta a esas entradas.

En el capítulo 2 se analizan diversos estudios teóricos sobre crisis financieras en busca de aquéllos que permitan vincular el recalentamiento y la fragilidad financiera con el estallido de crisis. En particular, se encuentra lo siguiente: (1) un análisis de las distintas generaciones de modelos de crisis financieras (los modelos de primera y de segunda generación), encontrándose entre los modelos de primera generación tanto los modelos originales (Krugman, 1979 y similares) como modelos más actuales (i.e. Dooley, 1997); y entre los modelos de segunda generación, los modelos denominados de tercera generación (por los motivos que más adelante se exponen); (2) el estudio de otras teorías, que se pueden denominar en este trabajo teorías complementarias (complementarias, sobre todo, de los modelos de segunda generación): teorías sobre contagio de crisis financieras, sobre el comportamiento de los agentes financieros internacionales y sobre las crisis gemelas; y (3) una selección de las teorías que son de más utilidad para vincular el recalentamiento y la fragilidad financiera con las crisis (que serán, adelantese aquí, ciertos modelos de segunda generación, junto con algunas teorías complementarias).

La sección II presenta un estudio empírico de los casos de Tailandia, Malasia e Indonesia entre 1987 y 1997, en virtud del marco teórico dibujado en la sección I. Esto es, dicho marco teórico ofrece una guía, una línea argumental para describir lo acontecido en

estos tres países; y permite que tal descripción no resulte en una enumeración de fenómenos o circunstancias, sino en una posible explicación de lo sucedido.

La sección II se divide en dos capítulos (capítulo 3 y capítulo 4), paralelos a los capítulos de la sección I. Así, en el capítulo 3 se presenta el estudio de la interacción entre entradas de capital y gestión macroeconómica en los países de Asia-3 entre 1987 y 1997 (aproximadamente). Para realizar dicho estudio se aborda lo siguiente: (1) el estudio de la evolución del volumen y estructura del capital entrante; (2) el análisis de las causas de que el capital presentara dicho volumen y dicha estructura, entre las que se encuentran las políticas macroeconómicas llevadas a cabo por estos países desde mediados de los ochenta (en ocasiones, desde algo antes); (3) el estudio de un segundo paquete de políticas económicas, destinadas a evitar la aparición de recalentamiento y fragilidad financiera en Asia-3; y (4) la descripción de los resultados de las entradas de capital y la gestión económica que las precedió y las siguió, en términos de inestabilidad macroeconómica y/o financiera en los países que se analizan.

En el capítulo 4 se estudian las crisis de Tailandia, Malasia e Indonesia, con el ánimo de explicarlas, en caso de ser posible, en virtud de teorías capaces de vincular la inestabilidad macroeconómica y financiera con el estallido de crisis. Para ello se expone lo siguiente: (1) el estudio de la cronología de las crisis asiáticas, en general, y de las de Asia-3, en particular; así como sus primeros síntomas y manifestaciones; (2) un análisis de las interpretaciones que numerosos autores hicieron de las crisis asiáticas en los años (o incluso meses) inmediatamente siguientes a su estallido; (3) la explicación de las crisis de estos países en virtud de los vínculos entre el recalentamiento y fragilidad financiera en Asia-3 y el estallido de crisis por autocumplimiento de expectativas, como en ciertos modelos de segunda generación y algunas teorías complementarias.

El trabajo concluye con la sección III, compuesta por un solo capítulo (capítulo 5). En él se retoma el estudio de tres cuestiones de política económica que han destacado como especialmente relevantes en el análisis anterior: la elección de régimen cambiario, la presencia o ausencia de controles de capital, y la buena o mala regulación y supervisión del sistema financiero interno. Porque parece que estas cuestiones inciden particularmente en las características de las entradas de capital, así como en el mayor o menor grado de inestabilidad macroeconómica y financiera, se les dedica ese último capítulo de “implicaciones de política económica”.