

Cinquena Part

Conclusions

A. La singularitat de les crisis de Mèxic de 1994 i de les economies emergents de l'Est d'Àsia de 1997

El nostre treball s'ha centrat en l'anàlisi de les crisis canviàries i financeres, al nostre entendre, més remarcables de la dècada dels '90: la crisi mexicana de finals de 1994 i la crisi de l'Est d'Àsia de finals de 1997. remarcables perquè, en primer lloc, aquests episodis de crisi van afectar les economies de Mèxic i els països del "*miracle asiàtic*" que havien esdevingut una referència de desenvolupament econòmic a nivell internacional. Per això, la crisi de Mèxic de 1994 i la crisi de les economies emergents de l'Est d'Àsia de 1997 poden ser enteses, a diferència de les crisis de les dècades precedents, com a "*crisis d'èxit*".

Segon, les crisis van ser una manifestació evident de les limitacions dels mercats de capitals internacionals i de la seva vulnerabilitat a canvis sobtats en la confiança dels mercats. En ambdós casos, els errors en l'administració de la política econòmica i la reacció precipitada de la comunitat internacional i dels agents econòmics nacionals van transformar l'ajust a un desequilibri econòmic moderat, en una situació de "*pànic financer*" que va derivar en una profunda crisi canviària i financera d'efectes devastadors per a l'activitat econòmica i financera d'aquells països.

En tercer lloc, les crisis també són remarcables perquè van donar lloc als programes de rescat financer més importants de la història econòmica.

Finalment, la crisi mexicana de 1994 i els seus efectes posteriors constitueixen un episodi singular que amb el temps va acabar esdevenint un episodi cabdal en la història dels atacs especulatius. En particular, el col·lapse del peso marcava l'inici d'una sèrie de crisis canviàries que van afectar successivament l'Est d'Àsia (1997), Rússia (1998) i Brasil (1999). Anàlogament, la crisi asiàtica de 1997 és, d'alguna manera única, perquè la coincidència en el temps d'una crisi canviària i una crisi bancària van desencadenar una situació de "*pànic financer*" que va transformar les dificultats financeres d'una sèrie d'empreses, en uns determinats països, en una espiral especialment violenta de devastació econòmica i financera que es va estendre al conjunt de la regió. Tot i que a primera vista podria semblar que la crisi de l'Est d'Àsia era un episodi regional, la seva extensió a Rússia, Sud Àfrica i Amèrica Llatina evidenciava que el món estava experimentant una crisi internacional, conseqüència de la mundialització de l'economia.

Per això, les crisis mexicana i de l'Est d'Àsia, a banda de la seva importància com a fet històric, van deixar una seqüela important en el pensament econòmic sobre l'origen i les causes de les crisis canviàries i financeres.

1. La crisi de Mèxic de 1994

1.1. LA LÒGICA DE LA CRISI

1. A Mèxic, durant la dècada dels '90, no existia una incoherència evident entre les polítiques econòmiques implementades i l'objectiu d'estabilitat canviària. Així, l'explicació de la crisi a partir dels models clàssics de "*primera generació*" resulta poc satisfactòria perquè el sanejament de les finances públiques, la contracció del crèdit intern, la dinàmica de desinflació i un nivell d'endeutament inferior als estàndards internacionals no s'ajustaven a la dinàmica descrita per aquests esquemes interpretatius. Per altra banda, si bé és cert que calia reduir el dèficit exterior i ajustar la tendència a l'apreciació real des de finals de 1993, l'evolució d'aquestes variables no es pot considerar la causa de l'atac especulatiu de 1994.

2. Tal vegada la interpretació més plausible, amb la perspectiva que dóna el temps, és la que apunta que la combinació d'un sistema de tipus de canvi quasi fix, un mercat financer liberalitzat i un flux ingent de capitals procedents de l'exterior van revelar-se elements força pertorbadors davant d'un canvi sobtat de les expectatives dels inversors per a la consistència i credibilitat de la política macroeconòmica instrumentada a Mèxic, desfermant una crisi canviària que "*s'autoconfirma*" a l'estil dels models de "*segona generació*", que va derivar en una crisi financera similar a la que descriuen els models de "*tercera generació*".

1.2. LA DINÀMICA DE LA CRISI

3. Durant la segona meitat de la dècada dels '80 i com a conseqüència de la implementació d'un programa integral d'estabilització econòmica i de reforma estructural, conegut com a "*Pacto para la Estabilidad, el Crecimiento Económico y el Empleo*", que es basava a nivell intern en el control de la inflació i el sanejament de les finances públiques i a nivell extern, en l'obertura comercial a l'exterior i la promoció de les exportacions, l'economia de Mèxic va entrar en una dinàmica de creixement virtuós. L'ús del tipus de canvi com a àncora nominal i la consolidació de les finances públiques van permetre que la inflació –un problema recurrent des de mitjans dels '70 i accentuat arran de la crisi del deute de 1982– s'anés reduint fins a situar-se en el 7 per cent l'any 1994, el nivell més baix des de feia vint-i-dos anys. Aquest procés de desinflació creixent i la millora de les expectatives sobre l'evolució de l'economia a mig i llarg termini van crear un clima propici, des de finals dels '80, per a la inversió privada en planta, equip i tecnologia, més quan l'ajust financer i estructural del sector públic va obrir nous espais per la formació bruta de capital fix del sector privat.

4. Per això, a principis de 1994 res no feia presagiar l'atac especulatiu contra el peso de finals d'any ni la crisi canviària i financera posterior. Els ritmes de creixement de Mèxic des de 1989 i fins 1993 havien estat molt positius, els nivells d'inflació eren baixos, la taxa d'atur reduïda, la posició fiscal estava consolidada, el saldo de la balança comercial registrava dèficits, fruit de les necessitats

de finançament que imposava l'expansió econòmica, i la política monetària i canviària havien estat consistents des de la implementació del programa de reforma econòmica.

5. Les expectatives de depreciació eren nul·les mentre que la prima de risc tendia a situar-se en nivells mínims i tot el món, inclosos els mercats financers, entenien que el dèficit exterior i la sobrevaloració del peso eren sostenibles donada la magnitud de les entrades de capitals; de fet, la dotació de reserves internacionals havia assolit uns valors sense precedents i el nivell d'endeutament exterior era comparable, i fins i tot inferior, al dels principals països industrialitzats.

6. En el decurs de 1994 Mèxic es va veure afectat per xocs externs –l'alça dels tipus d'interès als Estats Units– i un seguit de pertorbacions de caire intern –l'assassinat de Colosio i altres escàndols polítics– que van provocar, a partir del mes de març de 1994, una disminució progressiva de les entrades de capitals que fins aleshores havien estat fluint cap al país. Aquestes circumstàncies van convertir la sobrevaloració del peso i el dèficit per compte corrent de Mèxic, que fins aleshores eren assumibles, en un problema de primera magnitud que s'havia d'ajustar ràpidament. A més, amb l'aparició de les primeres dificultats, van començar a fer-se evidents certes fragilitats del sistema financer nacional que fins aleshores, en un context d'eufòria econòmica, havien passat desapercibudes.

7. La creixent necessitat de finançament exterior de l'economia mexicana no responia a la presència de dèficits públics creixents –*twin deficits*– o a la pràctica d'una política monetària expansiva, com a començaments de la dècada dels '80, previ a la "*crisi del deute*" de 1982, sinó que més aviat reflectia la dinàmica de creixement econòmic en la que s'havia instal·lat el país des de 1985. L'augment tan significatiu de les importacions mexicanes i el seu impacte sobre la balança comercial i de serveis, entre 1988 i 1994, eren el resultat tant d'un increment de la inversió nacional com de la disminució del nivell d'estalvi intern, conseqüència d'un major consum.

8. Amb tot, la dimensió creixent del dèficit per compte corrent va portar a molts analistes a pensar que la causa d'aquella situació recurrent era la tendència a la sobrevaloració del peso. En particular, l'argument establia que l'ús del tipus de canvi peso/dòlar com a àncora nominal resultava útil per acabar amb unes taxes d'inflació molt elevades, però al no abandonar-se a temps, la tendència a l'apreciació real que introduïa aquella pràctica podia acabar esdevenint una font de pertorbacions per a l'economia i comprometre, en última instància, l'èxit del programa de desinflació. En aquest sentit, la reducció considerable del ritme de creixement del nivell de preus no va poder evitar l'apreciació real del peso, doncs els diferents règims canviaris determinaven un ritme de depreciació nominal del peso insuficient com per compensar el diferencial d'inflació existent entre Estats Units i Mèxic.

9. La tendència a l'apreciació del tipus de canvi real de la moneda mexicana introduïa un biaix en benefici de la inversió en la producció de béns no comercials, desincentivava les exportacions, fomentava les importacions i contribuïa a un creixement explosiu del dèficit per compte corrent que, amb el temps, podia desembocar en una situació insostenible. Per això, per alguns autors, la correcció d'aquests desequilibris requeria dur a terme una devaluació nominal, superior a la que permetia l'amplada de les bandes, i aquest extrem qüestionava la decisió de les autoritats

econòmiques per continuar mantenint el valor del peso a l'interior de la zona objectiu de tipus de canvi que definien les bandes.

10. Tanmateix, el Govern temia que l'*overshooting* del tipus de canvi fomentés una espiral inflacionista que comprometés l'estabilitat macroeconòmica i la credibilitat del seu programa reformador i afectés molt negativament la confiança dels inversors. A més, la proximitat de les eleccions presidencials del mes d'agost de 1994 i el temor al descontentament general que podia causar entre la població una gran depreciació –com ja havia succeït el 1976 i el 1982– feien que els riscos polítics associats a la devaluació fossin superiors als beneficis econòmics que se'n podien esperar. Finalment, la fragilitat del sistema financer nacional –els actius del qual s'estaven deteriorant– i la incertesa sobre l'impacte que la flotació del peso podia causar en el contingent de capitals a curt termini, que havia aparegut a l'economia mexicana arran de la liberalització financera de principis dels '90, eren arguments addicionals que condicionaven la possibilitat d'abandonar el sistema de "*banda mòbil*".

11. Emparades per una aparent calma als mercats financers, les autoritats econòmiques van acabar apostant per una "*tercera via*" a l'hora de gestionar el "*trade-off*" entre la voluntat de mantenir el règim canviari i la necessitat de devaluar per corregir l'apreciació real del peso i el dèficit per compte corrent. Aquesta alternativa consistia en apujar lleugerament els tipus d'interès, i no devaluar per beneficiar-se de la credibilitat que, aparentment, reportava respectar el compromís canviari vigent, tot esterilitzant les intervencions del banc central als mercats de divises per evitar la contracció de la base monetària.

12. Però paradoxalment, no devaluar va acabar precipitant el col·lapse del sistema canviari perquè des de l'assassinat de Colosio al mes de març de 1994, el sistema de "*banda mòbil*" de Mèxic havia quedat desvirtuat i, a la pràctica, operava com un règim de tipus de canvi fíx; només la banda alta era rellevant després que la gran depreciació del peso situés el tipus de canvi respecte al dòlar a la frontera de la zona objectiu. Aquesta circumstància subordinava completament la política monetària a la defensa del límit de depreciació i eliminava la flexibilitat que, fins aleshores, proporcionaven les bandes.

13. La desaparició d'aquest marge de maniobra obligava al banc central a realitzar, quasi diàriament, intervencions marginals als mercats de divises. Aquestes intervencions, contràriament al que es podia esperar, tendien a alimentar el flux de sortida de capitals perquè la disminució de les reserves internacionals minava la capacitat d'intervenció del banc central i per extensió la credibilitat de la banda alta de flotació. Aquest extrem feia que el règim canviari, que fins aleshores havia estat un element clau en la desinflació de l'economia, perdés les seves bondats i esdevingués una font d'inestabilitat per al país.

14. La possibilitat que el règim canviari de Mèxic pogués ser abandonat en un futur immediat i la incertesa sobre la capacitat de l'economia per atendre les seves obligacions a curt termini en moneda estrangera van esdevenir profecies que van acabar per "*autocomplir-se*".

15. Així, l'anunci de la devaluació en un 15 per cent a finals del mes de desembre de 1994 suposava una renúncia implícita al sistema canviari, que va precipitar un atac especulatiu contra el peso que va reduir a la mínima expressió les reserves internacionals. Amb tot, com es va poder comprovar *a posteriori*, el problema de l'economia mexicana no era tant la sostenibilitat del dèficit exterior sinó, més aviat, la manca de liquiditat en la que podia incórrer el país en el moment que el dèficit per compte corrent fos superior a la dotació de reserves.

2. La crisi de les economies emergents de l'Est d'Àsia de 1997

2.1. LA Lògica DE LA Crisi

16. Per alguns autors, malgrat la fortalesa econòmica que dibuixaven l'evolució de la producció, de la inflació, del dèficit i deute públic, de la taxa d'atur i del deute extern, la conjuntura de les economies de l'Est d'Àsia, durant la primera meitat dels anys '90, emmascarava seriosos problemes estructurals. Algunes economies presentaven dèficits per compte corrent recurrents i de dimensió creixent i els tipus de canvi reals, des de finals de 1995, mostraven una notable tendència apreciatòria. L'expansió del crèdit intern derivada de l'esterilització de les entrades de capitals procedents de l'estranger va afavorir el creixement excessiu de la inversió i l'aparició d'una "*bombolla especulativa*" als mercats immobiliaris i de capitals. A més, l'existència de garanties governamentals de rescat financer de les "*males inversiones*" introduïa el problema *d'atzar moral*, tot afavorint la sobreinversió en projectes massa arriscats, per part d'empreses financeres i no financeres i generant un passiu fiscal contingent.

17. En canvi, per a nosaltres, allò que realment importava a l'hora d'explicar la crisi de l'Est d'Àsia era l'estructura temporal del deute i la moneda en la que estaven denominats els passius interns i externs d'empreses financeres i no financeres. D'aquesta manera, les imperfeccions dels mercats de capitals i la presència de sistemes de tipus de canvi fixs, juntament amb la manca d'uns mecanismes de regulació prudencial van introduir un biaix cap a l'endeutament excessiu a curt termini en moneda estrangera, a mesura que avançava la supressió dels controls als moviments de capitals i la liberalització dels sistemes financers.

2.2. LA Dinàmica DE LA Crisi

18. L'èxit econòmic dels països de l'Est d'Àsia, durant tota la dècada dels '70 i bona part dels '80 s'havia basat en una estratègia de desenvolupament que girava entorn la millora permanent de la productivitat dels diferents sectors industrials i l'expansió continuada de la demanda agregada. D'aquesta manera, l'estabilitat macroeconòmica i la millora de la distribució de la renda, la inversió física i en capital humà, la industrialització de l'economia a partir de la promoció de les exportacions, a través de la coordinació centralitzada de les activitats productives i una política de "*repressió financera*", van permetre un creixement sostingut de la producció i la seva translació en un nivell de benestar superior. La transformació d'aquests països, originàriament pobres, agrícoles i

poc desenvolupats, en economies “*emergents*” de renda mitjana va marcar un dels episodis més remarcables de la història econòmica mundial.

19. A mitjans de la dècada dels ’90 el creixement a l’Est d’Àsia continuava sent molt elevat, conseqüència d’unes taxes d’inversió anuals del 25- 40 per cent del PIB suportades pel flux d’entrada de capitals i l’expansió continuada de les exportacions. Per això, res no feia preveure una crisi de la magnitud, de la intensitat i de la transcendència com la que es va desencadenar a principis del tercer trimestre de 1997.

20. Però, paradoxalment, els mateixos elements que havien fonamentat el “*miracle asiàtic*”, juntament amb la liberalització dels sistemes financers i la supressió de les restriccions als moviments de capitals, van jugar un paper cabdal a la dècada dels ’90 en la configuració d’una situació d’extremada vulnerabilitat financera. La combinació d’un seguit de pertorbacions macroeconòmiques amb aquesta vulnerabilitat financera latent es va traduir en una crisi financera i canviària d’efectes devastadors per a les principals economies emergents de l’Est d’Àsia, a finals de 1997 i durant tot l’any 1998.

21. Després del període 1990-95 caracteritzat per la forta expansió econòmica de la regió, les perspectives econòmiques dels països de l’Est d’Àsia van tendir a empitjorar per diversos motius: la secular recessió japonesa, la ràpida apreciació del dòlar respecte el ien a partir de 1995, la caiguda de la demanda mundial de semiconductors durant 1996, la creixent competència de les exportacions xineses i les expectatives d’uns tipus d’interès més alts als Estats Units i Japó, durant el segon trimestre de 1997. Com a conseqüència d’aquests esdeveniments, el creixement de les exportacions –un dels motors de les economies asiàtiques– va declinar considerablement l’any 1996. Aquesta caiguda de la demanda externa es va traduir en una desacceleració de la producció i l’aparició d’una capacitat industrial ociosa en un gran nombre de sectors industrials. Les menors exportacions i uns nivells d’inversió elevats comprometien la sostenibilitat d’uns dèficits per compte corrent creixents i generaven expectatives de depreciació als mercats de divises.

22. Paral·lelament, es van començar a fer evidents les fragilitats dels sistemes financers nacionals que, fins aleshores, havien passat desapercebudes. Així, l’alentiment del creixement econòmic va deteriorar la qualitat de les carteres d’inversió de moltes empreses financers i no financeres i algunes companyies molt palanquejades a curt termini van experimentar certes dificultats per atendre el pagament de les seves obligacions, especialment a Tailàndia i Corea del Sud.

23. En aquest escenari els inversors, nacionals i estrangers, van començar a inquietar-se per la solvència de les institucions d’aquells països, i les cotitzacions a la majoria de les borses de la regió van iniciar una tendència a la baixa. L’aparició de noves informacions sobre la solvència dels sistemes financers nacionals, la magnitud del deute a curt termini dels països i la capacitat dels Estats per atendre els seus compromisos de *bail-out* només van fer que agreujar la preocupació dels diferents agents. L’enduriment de les condicions d’accés als préstecs internacionals, després de l’augment dels tipus d’interès al Japó i l’apreciació del ien durant la primera meitat de 1997, van

accentuar aquesta tendència fins a precipitar l'esclat de la "*bombolla especulativa*" que havia alimentat l'expansió del crèdit bancari.

24. Enmig d'aquesta creixent incertesa, el temor a la insolvència va minvar el flux net d'entrades de capitals a la regió, quan alguns bancs estrangers van decidir no renovar les seves línies de crèdit o desfer les seves operacions en alguns països. Aquesta dinàmica imposava una restricció creditícia que, a nivell intern, agreujava la restricció de liquiditat causada pel col·lapse de les cotitzacions dels actius financers i dels preus dels béns immobles sobre la posició financera de les empreses; i que, a nivell extern, validava els dubtes sobre la sostenibilitat dels dèficits externs i comprometia l'estabilitat canviària.

25. La fallida d'algunes institucions financeres a Tailàndia, per la incapacitat del Govern d'aplicar el sistema de garanties implícites, va precipitar un intens atac especulatiu contra el *baht* de Tailàndia – el país amb una situació macroeconòmica més desequilibrada –, a principis de juliol de 1997, un fet que va erigir-se en l'element desencadenant d'una crisi canviària i financera que va afectar amb més o menys intensitat el conjunt de l'Est d'Àsia.

26. Una vegada va esclatar la crisi, els mercats financers van ser víctimes del "*pànic*", tan bon punt els inversors, nacionals i estrangers, es van adonar que la dotació de reserves internacionals resultava insuficient per cobrir el deute a curt termini. La dimensió del canvi en la direcció del flux de capitals no té precedents, 88.000 milions de dòlars entre 1996 i 1997, aproximadament el 10 per cent del PIB de Corea del Sud, Filipines, Indonèsia, Malàisia i Tailàndia.

27. Alhora, la devaluació de les monedes nacionals, en augmentar el valor del deute en moneda estrangera de les empreses financeres i no financeres, van fer més intensa la relació que s'establí entre la pèrdua de confiança i el col·lapse financer, i això va ser fatal en un món caracteritzat per una creixent mobilitat de capital. Així, la modificació en la composició de la cartera d'inversions, a nivell internacional, va precipitar amplis moviments en la direcció dels fluxs de capitals a l'Est d'Àsia.

28. Després de la devaluació del *baht* tailandès, les pressions especulatives ràpidament es van fer extensives al peso de Filipines, a la *rupiah* d'Indonèsia i al *ringgit* de Malàisia, entre juliol i setembre. El mecanisme de contagi de la crisi iniciada a Tailàndia era la manera en què els països de l'Est d'Àsia estaven associats en la ment dels inversors: resultava que amb independència de quines fossin les diferències entre totes aquelles economies, a l'imaginari col·lectiu formaven part del "*miracle asiàtic*". A Filipines, Indonèsia i Malàisia, com a Tailàndia prèviament, la pèrdua de confiança va iniciar un cercle viciós d'enfonsament financer i econòmic. Eren casos similars per als inversors, que consideraven els problemes d'una economia asiàtica com a males notícies per les altres.

29. Aquesta primera ronda de devaluacions de les monedes de Tailàndia, Indonèsia, Filipines i Malàisia va precipitar una altra onada d'atacs especulatius contra el *dòlar* de Singapur, el *nou dòlar* de Taiwan, el *dòlar* de Hong Kong i, posteriorment, el *won* de Corea del Sud. En aquest cas, amb l'excepció de Hong Kong, les autoritats monetàries de Singapur, Taiwan i Corea del Sud van

permetre, durant el mes d'octubre i novembre de 1997, la depreciació de les seves monedes per compensar la pèrdua de competitivitat de les seves exportacions derivada de la depreciació de les divises dels quatre països ASEAN amb els que existia una important rivalitat comercial. Finalment, aquestes onades successives d'atacs especulatius es van fer sentir també als mercats borsaris i canviaris de Rússia, Argentina, Brasil i Mèxic.

3. *El canvi en la naturalesa de les crisis*

30. La crisi de Mèxic 1994, però sobretot, la crisi de l'Est d'Àsia de 1997 han traslladat l'epicentre de l'anàlisi de les crisis a una situació de vulnerabilitat davant d'una fugida sobtada de capitals, un extrem que posa de manifest el canvi en la naturalesa de les crisis que han afectat les economies emergents durant la dècada dels '90.

L'èxit de l'estratègia de desenvolupament econòmic basada en la promoció de les exportacions, implementada històricament als països de l'Est d'Àsia i des de 1987 a Mèxic, va moure a les autoritats econòmiques d'aquests i d'altres països –seguint les recomanacions dels organismes econòmics internacionals inspirades en la filosofia del “*Consens de Washington*”– a integrar-se als mercats de capitals mundials. Però la progressiva mundialització de l'economia va augmentar el grau d'exposició a una crisi canviària i financera de les economies de Mèxic i de l'Est d'Àsia, perquè en desmantellar els controls i altres restriccions sobre els moviments de capitals, per afavorir el comerç i les finances internacionals, aquells països van incrementar la vulnerabilitat a interrupcions sobtades i canvis en la direcció del flux d'entrada de capitals procedents de l'estranger i va reforçar les possibilitats de contagi entre països.

31. Un altre dels trets distintius de les crisis que “*s'autogeneren*” i “*s'autoalimenten*” que han caracteritzat la dècada dels '90 ha estat, més que la seva proximitat i freqüència en el temps, la seva magnitud. Les crisis canviàries han estat més severes que en el passat i aquest extrem s'ha traduït en importants costos per a la població dels països implicats.

32. Finalment, una altra característica de les crisis recents derivada del procés de liberalització financera és la major implicació del sector privat, tant de creditors com dels deutors. A diferència de les crisis dels anys '80, les de la dècada dels '90 s'han distingit per la destacada participació de les institucions financeres privades i les empreses als països deutors, un extrem que ha fet necessari realitzar un seguiment acurat no només de les variables macroeconòmiques fonamentals, sinó també, d'altres indicadors d'estabilitat financera.

3.1. *ELS MODELS DE CRISIS CANVIÀRIES*

33. Tradicionalment, en un context de mobilitat de capitals limitada, les crisis canviàries tenien el seu origen en els dèficits recurrents del compte corrent de la balança de pagaments, tal com descriuen els models de “*primera generació*”. Però la creixent integració financera derivada del procés de liberalització dels moviments de capitals i de desregulació dels seus sistemes financers nacionals ha

originat una nova tipologia de crisi, que té el seu origen en el compte financer de la balança de pagaments, en la que es combinen, simultàniament, crisi canviària i crisi financera. Per tant, la liberalització dels moviments de capitals ha fet vulnerables a les economies emergents a les crisis que “s’autogeneren” i “s’autoalimenten” característiques dels models de “segona” i “tercera generació”.

34. En un principi, els models de crisi canviària emfasitzaven el paper de les variables macroeconòmiques fonamentals. Així, els models de “primera generació” expliquen les crisis canviàries com una conseqüència de la pràctica de polítiques internes –normalment associades a la monetització recurrent del dèficit públic– incompatibles amb la voluntat de mantenir fix el tipus de canvi. Aquesta incongruència es pot mantenir en el temps mentre el banc central disposa de reserves. Quan la dotació de divises resulta insuficient els especuladors desencadenen un atac especulatiu que força la devaluació de la moneda nacional. Aquests models mostren que els moviments de capitals que caracteritzen una crisi canviària no són fruit de la irracionalitat dels inversors o de la manipulació dels mercats financers. Més aviat, són el resultat lògic d’una situació on resulta poc rendible mantenir posicions en moneda nacional i, per tant, els inversors guiats pel seu interès particular intentaran adquirir divises precipitant la fugida de capitals de l’economia. En la mesura que aquestes crisis contribueixen a corregir les incongruències macroeconòmiques del país no resulten massa destructives per a l’economia.

35. A pesar de totes les seves bondats, els models de “primera generació” descriuen les accions del banc central de manera molt mecànica, doncs la defensa del tipus de canvi és, més aviat, una qüestió de *trade-offs* de política econòmica i, no tant, un simple exercici de venda de divises fins a exhaurir la dotació de reserves internacionals. Aquestes limitacions són, precisament, les que van inspirar, arran de la crisi del mecanisme de canvis del SME de 1992 i la posterior crisi de Mèxic a finals de 1994, les quals van precipitar l’aparició d’una nova onada d’esquemes interpretatius.

36. Els models de crisi canviària de “segona generació” ofereixen una visió bastant diferent dels atacs especulatius respecte a les versions precedents. Aquí, els governs realitzen un exercici quasi permanent de valoració dels beneficis i costos associats a mantenir o abandonar una paritat determinada. El “*senyoriatge*” ja no és un aspecte rellevant: els governs mantenen l’accés als mercats de capitals i, la injecció de liquiditat per part dels bancs centrals ve determinada per consideracions macroeconòmiques i no tant per les necessitats pressupostàries de l’Estat. En aquest cas, el desencadenant de la crisi és l’existència d’un *trade-off* macroeconòmic i les decisions que es prenen al respecte. De fet, els models suggereixen que la defensa d’una paritat determinada per part del banc central depèn tant de la seva capacitat d’intervenció –mesurada en termes de la dotació de reserves internacionals–, com de la voluntat de les autoritats econòmiques per mantenir aquella paritat. Aquesta circumstància relativitza el sentit i la transcendència dels compromisos canviaris, per emfàtica que sigui la seva adopció o les declaracions per mantenir-lo. Per això, les crisis canviàries deixen de ser un fenomen necessari i, en conseqüència, paritats que serien sostenibles de

manera indefinida, en absència d'atacs especulatius, poden ser atacades i enfonsar-se davant un sentiment advers dels mercats.

37. Després de l'esclat de la crisi canviària i financera de l'Est d'Àsia l'estiu de 1997, molts analistes destacaren que els conceptes i els models vigents en aquell moment no s'ajustaven a la dinàmica de la crisi i fallaven a l'hora d'interpretar les dades. D'aquesta manera la crisi asiàtica qüestionà el poder explicatiu dels models de “segona generació” i va precipitar l'aparició de noves teories que, prenent aspectes dels models tradicionals, aportaven elements de particular rellevància per a l'anàlisi d'una nova tipologia de crisi canviària. Per això, els models de crisi de “tercera generació” constitueixen, en primera instància, un enfocament de síntesi que intenta combinar les característiques més rellevants dels models de “primera” i “segona generació” per explicar les causes de la crisi de l'Est d'Àsia de 1997.

38. Tanmateix, l'evolució d'aquesta nova onada de models va acabar configurant una “tercera generació” amb identitat pròpia, que es distingeix dels esquemes anteriors en tres aspectes essencials. La primera singularitat és que les crisis canviàries i financeres s'analitzen com a fenòmens interrelacionats. De fet, l'atac especulatiu contra la moneda nacional i la depreciació posterior és més un símptoma que un aspecte fonamental en la gestació d'una crisi financera molt més àmplia. Aquí el mecanisme que desencadena la sortida de capitals que precipita la caiguda de la moneda i tendeix a validar la pèrdua de confiança inicial, és la vulnerabilitat dels països a una sortida sobtada i massiva de capitals degut a l'existència d'un volum molt significatiu d'inversions a curt termini o molt curt termini (*hot money*), i la psicologia dels inversors que seguint la seva racionalitat individual poden alenar el “pànic financer” i precipitar la crisi. La segona característica distintiva d'aquesta nova fornada de models és que la vulnerabilitat de les economies a aquest tipus de pànic, alhora, està estretament relacionada amb la “hipòtesi del pecat original”. En presència d'aquesta distorsió, la fragilitat financera és inevitable, perquè totes les inversions a l'interior del país presenten algun tipus d'asincronia entre l'horitzó temporal de l'endeutament i el període de maduració de les inversions, i/o entre la divisa en la que estan denominats els deutes i la moneda en la que es realitzen les inversions. Però tal vegada, la principal aportació de la nova generació de models –i potser l'element més destacat respecte les interpretacions precedents– són les implicacions de política econòmica que se'n deriven, així com el paper que s'atorga al tipus de canvi com a instrument d'ajust macroeconòmic.

3.2. VULNERABILITAT FINANCERA I CRISIS CANVIÀRIES

3.2.1. La liberalització dels moviments de capitals

39. La creixent integració dels països en desenvolupament als mercats financers mundials pot ser il·lustrada de moltes maneres, però tal vegada la més evident és la que es deriva del creixement de les entrades netes de capitals privats adreçades a aquestes economies. Aquests fluxs, en termes mitjans suposaven 130.000 milions de dòlars durant el període 1990–96, set vegades superiors a la mitjana anual d'entrades netes de capitals privats entre 1984 i 1989. De fet, l'any 1996 aquests fluxs

van assolir un màxim de 186.000 milions de dòlars, un 3,6 per cent del PIB dels països en desenvolupament. Amb tot, el 80 per cent de les entrades netes de capitals d'aquest període adreçades als països en desenvolupament només es concentraven en 10 països. La majoria d'aquest flux prenia la forma d'inversions en cartera, a diferència de la dècada anterior on la majoria d'entrades de capitals estrangers s'instrumentaven a través de crèdits bancaris.

40. Aquesta alteració en la magnitud i composició dels fluxs de capitals cap a les economies emergents es va veure notablement afavorida per un seguit de canvis en l'estructura dels mercats financers internacionals. En aquest sentit són destacables la supressió dels controls de capitals als països industrialitzats que limitaven el lliure accés als mercats financers internacionals, la diversificació de la cartera d'inversions i la recerca d'uns majors rendiments, així com, la revolució en l'àmbit de la informàtica i de les telecomunicacions.

41. Per altra banda, la millora en les condicions macroeconòmiques dels països emergents associades a la implementació de reformes estructurals i la instrumentació de polítiques econòmiques coherents, van afavorir un clima d'estabilitat que alimentava les primeres entrades de capitals; aquestes entrades de capitals, alhora, contribuïen a validar l'actuació macroeconòmica i estimulaven l'augment de la inversió interna i l'expansió de la producció nacional. En aquest context, un seguit d'esdeveniments conjunturals com la resolució de la crisi del deute l'any 1989 amb l'articulació del *Pla Brady* i la caiguda del mur de Berlín però sobretot, la disminució dels tipus d'interès als Estats Units entre 1990 i 1994 en el cas de Mèxic, i l'apreciació del ien japonès en el cas de l'Est d'Àsia, van esperonar encara més aquest flux creixent de capitals financers cap als països en desenvolupament.

3.2.2. L'origen de la vulnerabilitat financera a Mèxic

42. Un dels aspectes més rellevants de la crisi mexicana de 1994 i, tal vegada, el que més desapercbut va passar en aquell moment era la fragilitat del sistema bancari i l'elevada proporció de deute públic a curt termini denominada en dòlars en la relació a la dotació de reserves internacionals, uns extrems que tendien a augmentar la vulnerabilitat de l'economia a una crisi que "*s'autoconfirma*".

43. La supressió de les restriccions a les entrades i sortides de capitals i la liberalització del sistema financer nacional, a través de la privatització de bona part de la banca comercial i la creació d'un sistema de banca universal, van augmentar la liquiditat de l'economia i van contribuir a finançar el creixement econòmic del país.

44. Però paradoxalment, el mateix procés de liberalització financera que tant va afavorir la transformació de l'economia mexicana va acabar configurant una situació de fragilitat financera. Així, com a conseqüència del procés de liberalització financera, el sistema bancari va perdre la seva capacitat per controlar la concessió de crèdits i avaluar de manera efectiva els riscos de les seves operacions actives i, a més, l'Estat tampoc no disposava dels mecanismes necessaris per supervisar les pràctiques del sistema bancari privatitzat.

45. La falta d'experiència de la banca acabada de privatitzar i la manca d'informació sobre l'historial creditici de les famílies i les petites i mitjanes empreses, en un context de creixent competència, van propiciar males decisions de crèdit que expliquen el deteriorament del coeficient de cartera vençuda. En aquest context, els nous bancs comercials del país van embarcar-se en procés continu de finançament de projectes d'inversió d'alt risc, en la confiança que la rendibilitat associada permetria amortitzar els recursos invertits ràpidament, però sobretot per l'existència de garanties implícites en virtut de les quals els capitals invertits serien compensats per l'Estat si proporcionaven uns resultats negatius.

46. Aquesta dinàmica va afavorir l'aparició d'un estoc de crèdits, préstecs i dipòsits a molt curt termini, que en absència de controls als moviments de capitals, accentuava la vulnerabilitat de l'economia a una fugida sobtada de capitals i a una situació de "*pànic financer*", perquè els crèdits, préstecs i dipòsits de molts bancs del sistema creditici van esdevenir un passiu contingent del banc central i, per extensió de l'Estat en cas d'insolvència dels bancs comercials, més quan aquests dipòsits havien estat constituïts en moneda estrangera o els seus titulars eren estrangers.

47. Juntament amb la política d'esterilització i l'alça dels tipus d'interès, la principal resposta del Govern de Mèxic en matèria de política econòmica a les pressions sobre el tipus de canvi fou la substitució dels títols de deute públic a curt termini denominat en pesos per bons denominats en dòlars, el valor del qual no estava afectat pels moviments del tipus de canvi. Aquesta conversió, destinada a reduir la volatilitat als mercats de divises i reforçar la confiança dels inversors, va contribuir a incrementar la fragilitat financera de l'economia mexicana, perquè l'augment del deute denominat en dòlars unit a la disminució de la dotació de divises elevava la probabilitat d'una manca de liquiditat del Govern i exposava al país a una situació de "*pànic financer*".

3.2.3. L'origen de la vulnerabilitat financera a les economies emergents de l'Est d'Àsia

48. Un dels trets distintius que havia caracteritzat l'exitosa experiència de les economies emergents asiàtiques era l'escàs grau d'obertura dels mercats financers de la regió. Durant molts anys, la majoria de les economies de l'Est d'Àsia van mantenir els seus sistemes bancaris relativament tancats. L'endeutament en moneda estrangera era limitat i els moviments de capitals estaven controlats. Aquestes restriccions protegien els sectors financers nacionals de la potencial volatilitat que imposaven els moviments de capitals internacionals.

49. Aquesta situació va canviar radicalment durant la dècada dels '90 quan l'èxit de l'estratègia de desenvolupament econòmic basada en la promoció de les exportacions, implementada durant les dècades precedents, va moure als països de l'Est d'Àsia –seguint recomanacions dels organismes econòmics internacionals als que s'havien anat incorporant– a integrar-se als mercats de capitals mundials.

50. En un context de gran liquiditat a nivell internacional, aquelles economies van rebre a partir de 1994 un flux creixent de capitals procedents de l'estranger, a mesura que es liberalitzaven les operacions del compte financer de la balança de pagaments i es desregulaven els sistemes financers

nacionals. Amb tot, la manca d'uns mercats de capitals prou amplis i profunds unida a la forta inclinació –heretada del passat– que les companyies financeres i no financeres tenien pel finançament via deute dels diferents projectes d'inversió, introduïen un biaix en el flux d'entrada de capitals a favor dels préstecs, crèdits i dipòsits procedents de l'estranger i l'adquisició de bons per part d'estrangers.

51. En aquest escenari, la possibilitat de finançar-se a l'exterior a un cost menor va desfermar una dinàmica d'endeutament excessiu a curt termini en moneda estrangera per part d'empreses financeres i no financeres, reforçats per l'absència d'una regulació prudencial i d'uns mecanismes de supervisió efectius. D'alguna manera, la trajectòria històrica de les principals economies de l'Est d'Àsia i les projeccions de creixement futur avalaven la possibilitat, *a priori*, que els beneficis esperats en el futur immediat de les diferents inversions compensarien, amb escreix, el risc d'una eventual restricció de liquiditat derivada del palanquejament financer a curt termini. Alhora, l'estabilitat canviària secular i l'historial de moderada inflació, a més de l'acumulació creixent de reserves internacionals, feien que els beneficis evidents d'endeutar-se a l'exterior i a uns tipus d'interès més baixos prevalguessin sobre els costos d'una eventual devaluació de la moneda nacional. I a més, en última instància sempre quedava la garantia d'un rescat de les “*males inversions*” per part del Govern de l'Estat.

52. Paral·lelament, la disponibilitat d'una quantitat ingent de recursos financers va propiciar un augment extraordinari dels crèdits bancaris al sector privat. Aquest increment del crèdit no era imputable tant a l'existència d'unes oportunitats d'inversió extraordinàriament lucratives, sinó més aviat a unes expectatives de futur molt optimistes, basades en l'extrapolació d'unes taxes de creixement econòmic històricament molt elevades. Per exemple a Indonèsia, el boom creditici va afavorir la inversió en sectors industrials molt específics, tot generant un excés de capacitat productiva. A Corea del Sud, els crèdits bancaris es van usar per finançar projectes de rendibilitat dubtosa. A Malàisia, l'expansió del crèdit va crear una inflació d'actius reals i financers i l'aparició d'una bombolla al sector immobiliari. En qualsevol cas, el finançament d'activitats sobreexplotades, amb una baixa rendibilitat o que presentaven un major risc no només va reduir l'eficiència de la inversió a l'hora d'alimentar el creixement de la producció, sinó que a més, qüestionava la solvència econòmica i financera d'unes empreses massa endeutades.

53. Aquesta dinàmica significava que els països eren més dependents del deute que dels fons propis, però també que les entrades de capitals que s'estaven registrant eren cada cop a més a curt termini i cada cop més denominades en moneda estrangera. I justament per això, les empreses financeres i no financeres de l'Est d'Àsia van esdevenir cada cop més vulnerables perquè la doble asincronia entre el període de maduració de les inversions i l'horitzó temporal d'endeutament –*maturity mismatch*– i entre les divises en què estaven denominades els deutes i la moneda amb què es finançaven les inversions –*currency mismatch*– generaven un problema latent a la seva estructura econòmica i financera que era l'origen de la vulnerabilitat del país a una situació de “*pànic financer*”.

3.3. LA SEVERITAT DE LES CRISIS QUE TENEN EL SEU ORIGEN AL COMPTE FINANCER

54. En un món caracteritzat per l'elevada mobilitat de capitals, les crisis poden esdevenir-se més ràpidament que en el passat, però a més són menys predictibles i més severes a causa del risc de contagi i aquest extrem dificulta enormement la seva predicció i resolució. A diferència de les crisis tradicionals del compte corrent que descriuen els models de "*primera generació*", que solen tardar un temps en desenvolupar-se, les crisis que "*s'autoconfirmen*" característiques dels models de "*segona*" i "*tercera generació*" poden desencadenar-se amb molta rapidesa, a causa de la gran mobilitat dels fluxos de capitals. Per tant, aquest tipus de crisis exigeixen respostes de política econòmica més ràpida per part de les autoritats nacionals i de la comunitat financera internacional.

3.3.1. Els efectes de la crisi mexicana de 1994

55. En el cas de Mèxic la crisi canviària es va configurar com l'element desencadenant d'una crisi financera devastadora que tendia a magnificar els efectes de la devaluació. De fet, la combinació d'una migrada dotació de divises i un nivell elevat d'endeutament a curt termini van precipitar una situació de "*pànic financer*" perquè el Banco de México no podia cobrir els passius en moneda estrangera i actuar com a "*prestamista d'última instància*". Per això, la crisi canviària de finals de 1994 va desembocar en una profunda crisi financera a principis de 1995 caracteritzada per l'alça dels tipus d'interès, la caiguda de les cotitzacions borsàries i l'esfondrament del tipus de canvi del peso, quan les expectatives d'insolvència van moure als inversors a no renovar les seves inversions en accions i dipòsits. Aquesta decisió va impedir refinançar el deute que vencia, de tal manera que el Govern va esdevenir il·líquid, tot "*validant*" les expectatives inicials dels inversors.

56. Com a conseqüència d'aquesta dinàmica perversa, les sortides netes de capitals durant el primer trimestre de 1995, van ser de 8.720 milions de dòlars, la qual cosa significava que des de finals de 1994, el procés de fugida de capitals totalitzava 12.250 milions de dòlars. D'aquesta manera, la fugida de capitals cap a l'exterior es va traduir en una restricció de liquiditat que va enfilar els tipus d'interès, provocant una recessió econòmica molt profunda i que molts deutors de la banca tinguessin dificultats per atendre el pagament dels seus crèdits.

57. En aquest escenari, el sistema bancari no disposava d'un nivell de capitalització suficient com per absorbir l'augment de la morositat, un extrem que encara es va veure més agreujat per l'augment de la inflació i la gran depreciació del peso. Per això, la severitat de la crisi després de la devaluació s'explica, perquè els bancs comercials amb una estructura del deute amb venciments a molt curt termini o a tipus d'interès variable es van convertir en creditors inflexibles, i les empreses i les famílies van sofrir de manera immediata l'impacte dels elevats tipus d'interès nominals.

58. A pesar de les dificultats econòmiques generades per la severa recessió econòmica que va seguir la crisi financera –el PIB en termes reals va disminuir en un 6,2 per cent el 1995–, el Govern va tenir èxit en la seva tasca per refer l'estabilitat macroeconòmica. L'efecte pro-competitiu associat a la depreciació del peso, combinada amb una política econòmica restrictiva i una certa política de

rendes però, sobretot, l'assistència financera del FMI, els Estats Units i Canadà van possibilitar que el Govern pogués continuar atenent el servei del deute i recuperés amb relativa rapidesa l'accés als mercats de capitals internacionals. A partir d'aleshores, el creixement mitjà entre 1996 i l'any 2000 fou del 5,2 per cent.

3.3.2. Els efectes de la crisi a les economies emergents de l'Est d'Àsia de 1997

59. La crisi financera i canviària de l'Est d'Àsia ràpidament va evolucionar cap a una crisi econòmica i social de gran magnitud i transcendència. Així, la fallida d'empreses i la restricció de liquiditat que imposava la reversió sobtada de capitals després de la crisi del *bath* a Tailàndia van propiciar una disminució mitjana de la producció del 8 per cent l'any 1998 a Tailàndia, Indonèsia, Corea del Sud, Malàisia i Filipines.

60. La gravetat d'aquesta recessió econòmica, sense precedents en més de 40 anys, fou evident en molts d'altres aspectes: l'acomiadament de treballadors, la disminució dels salaris reals i la caiguda de la demanda de treball van fer que la taxa d'atur als països de l'Est d'Àsia –que fins aleshores no havia estat significativa– passés des de nivells entorn a l'1-2 per cent fins a valors de l'ordre del 6-9 per cent de la població econòmicament activa. La disminució de l'activitat productiva i l'augment de l'atur van donar lloc a una disminució molt significativa i generalitzada de la renda per càpita. L'abrupta reducció de la renda, en un context de tipus d'interès creixents, va deprimir tant el consum privat com la demanda d'importacions entre 1998 i 1999. Simultàniament, la inversió privada es va enfonsar, no només per la destrucció de capital físic que comportava la desaparició definitiva de moltes empreses o per la devastació de bona part del sector financer, sinó perquè aquelles societats que van arribar a subsistir estaven tan endeutades que la seva capacitat d'inversió, limitada a uns recursos propis devaluats, es veia reduïda dramàticament. A més, en un context de recessió econòmica generalitzada, la disposició de les empreses a continuar ampliant la seva capacitat productiva, a través d'inversions en maquinària i instal·lacions tècniques, era molt limitada, perquè les expectatives d'unes menors vendes feien poc probable poder col·locar als mercats la major producció associada a aquelles inversions.

61. Amb tot, la profunda depreciació de la majoria de divises de la regió no va afectar en excés la inflació i, per tant, es va traduir en una millora de la competitivitat molt notable. Però la desaparició d'una part significativa del teixit productiu condicionava la capacitat de resposta immediata de les distintes economies a la major demanda d'exportacions que es podia esperar d'aquella millora de la competitivitat. En absència d'una resposta adequada de les exportacions i davant la impossibilitat de finançar-se als mercats de capitals internacionals, les importacions de béns de consum i, especialment, de béns de capital va haver de reduir-se de manera dràstica per ajustar el dèficit per compte corrent a les noves possibilitats de finançament. Per això, la devaluació, en aquest escenari, es va traduir en una disminució dràstica de la demanda agregada, un canvi abrupte en el saldo del compte corrent de la balança de pagaments des d'un dèficit fins a un superàvit que van acabar afectant molt negativament a l'activitat econòmica.

62. La intensitat dels atacs especulatius i la magnitud de les conseqüències econòmiques de la crisi van variar d'un país a un altre en funció de les seves característiques estructurals, la importància del deute extern a curt termini, la dotació de reserves internacionals i la resposta de la política econòmica. En aquest sentit, es poden distingir dos grans grups. Un primer format per cinc països: Tailàndia, Indonèsia, Corea del Sud, Malàisia i Filipines i, un segon grup integrat per tres economies: Hong Kong, Taiwan i Singapur.

63. Els cinc països del primer grup van sofrir més intensament les conseqüències de la crisi asiàtica de 1997, tal vegada perquè presentaven unes majors vulnerabilitats estructurals. Així, en primer lloc en aquestes economies existien importants dèficits per compte corrent, especialment a Tailàndia i Malàisia; segon, tots aquests països, amb la notable excepció de Corea del Sud, havien experimentat un procés d'apreciació real de la moneda relativament intens al llarg de la dècada dels '90. Tercer, el creixement del crèdit bancari, que havia estat molt significatiu, va afavorir l'aparició de "*bombolles especulatives*" als mercats de capitals i als mercats immobiliaris. Finalment, la ràtio del deute a curt termini sobre actius a curt termini i la ràtio del deute a curt termini sobre la dotació de reserves s'havien anat deteriorant clarament durant tots aquells anys.

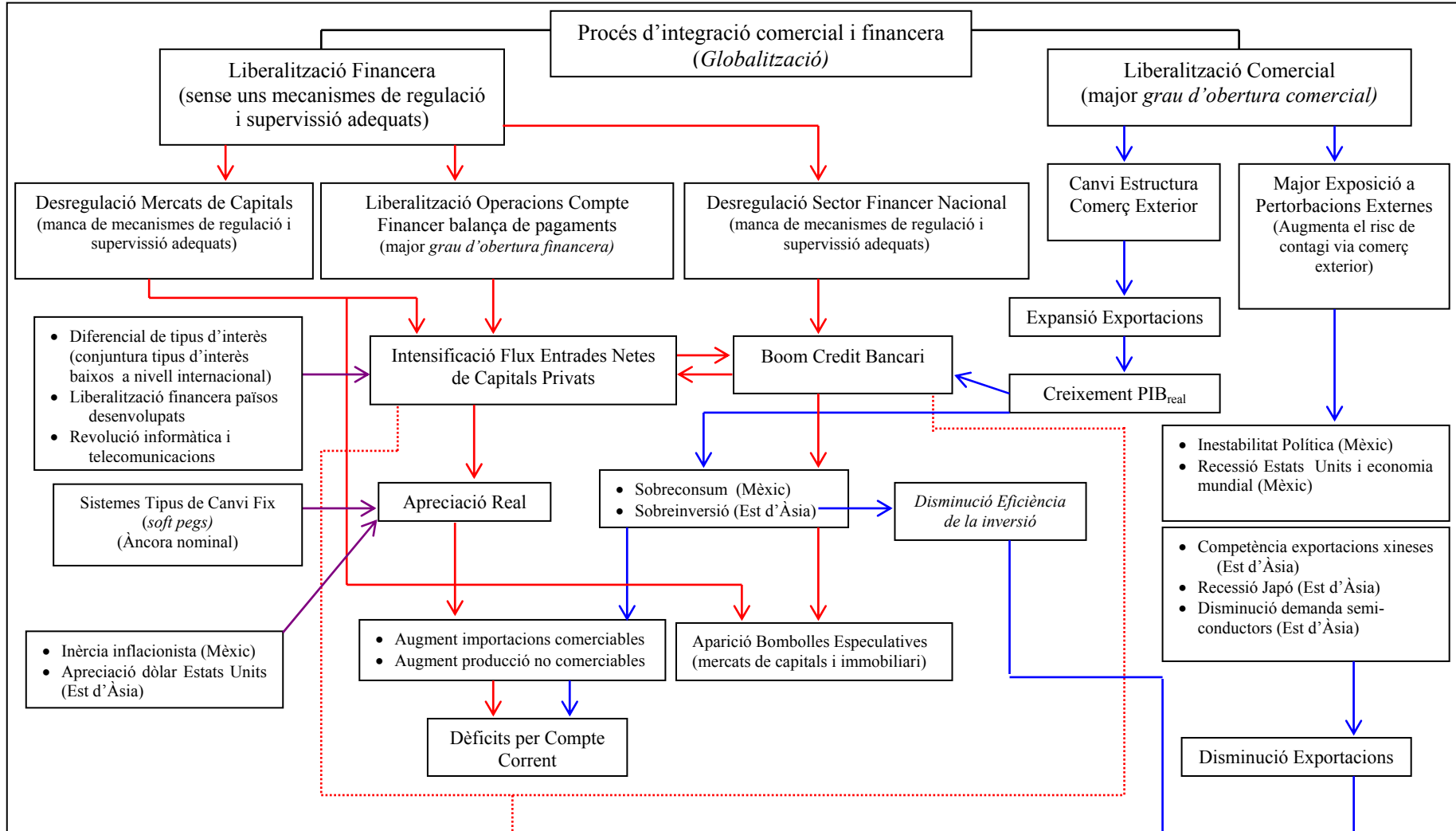
64. En canvi, als tres països del segon grup, les conseqüències de la crisi van ser menys traumàtiques perquè no van tenir problemes amb el deute extern a curt termini. A Singapur, Taiwan i Hong Kong la presència de superàvits en el compte corrent de la balança de pagaments, la fortalesa del sistema financer, conseqüència d'unes normes de regulació i supervisió efectives i la credibilitat que atorgava un nivell de reserves elevats van protegir, parcialment, les seves economies dels efectes devastadors de la crisi canviària i financera que va afectar al conjunt de la regió.

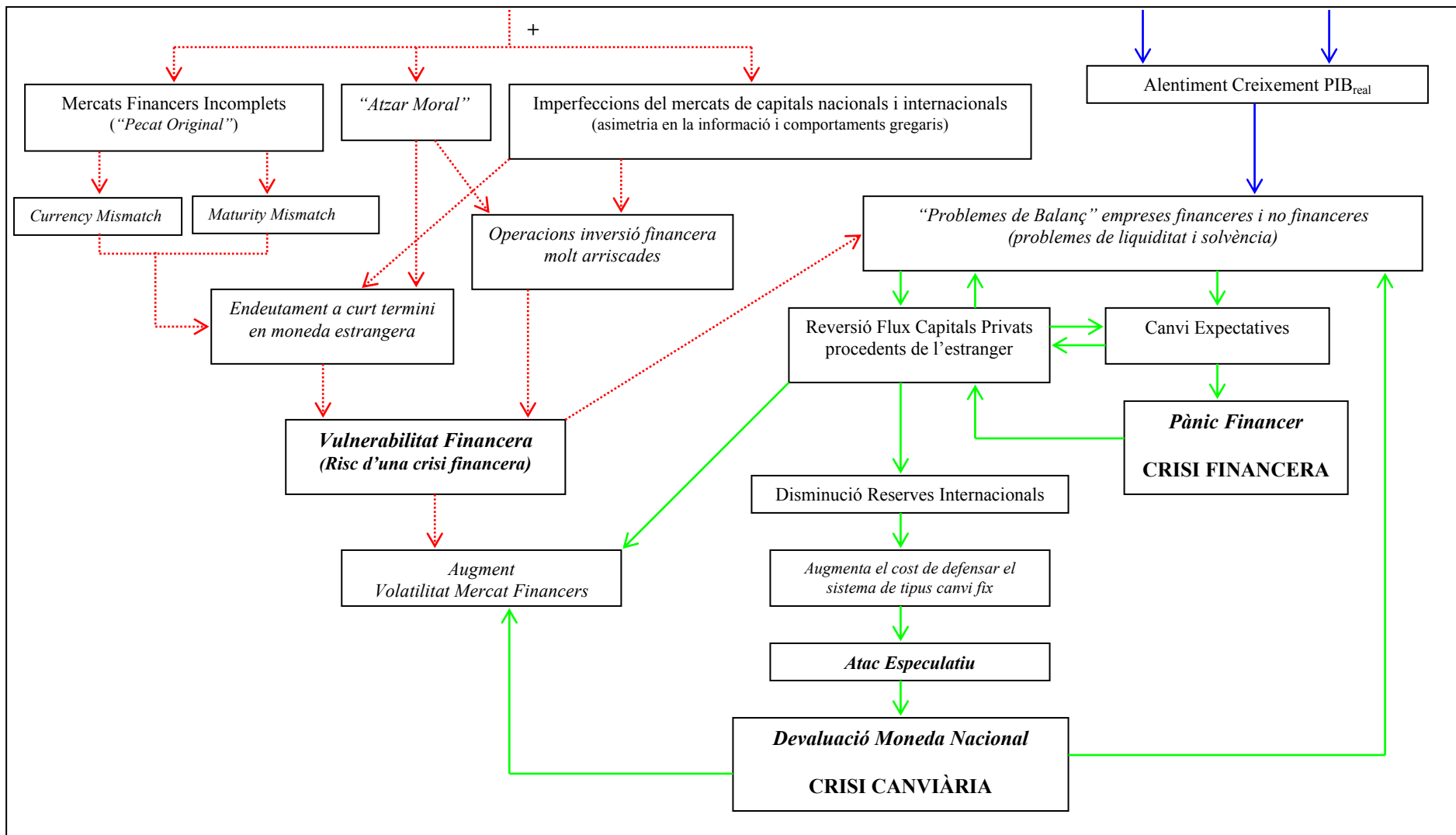
3.4. LA MAJOR COMPLEXITAT EN LA RESOLUCIÓ DE LES CRISIS

65. A la dècada dels '80, les crisis es limitaven, a la majoria de casos, al deute públic i només afectaven a un nombre relativament reduït de bancs prestamistes de països industrialitzats, ja que l'instrument de crèdit més usat era el préstec sindicat. Per això, el procés de renegociació del deute fou relativament senzill d'organitzar, perquè no havia molts creditors i els seus interessos eren, en gran mesura, coincidents. Els creditors públics van coordinar les seves accions a través del Club de París mentre que els bancs comercials van establir mecanismes de coordinació informals a través del Club de Londres.

En canvi en aquesta nova tipologia de crisi, l'augment del nombre de creditors i d'instruments financers derivats de la creixent integració financera a nivell internacional han fet molt més complexa qualsevol negociació per preservar els drets dels creditors i evitar la discriminació entre ells. A Mèxic i als països emergents de l'Est d'Àsia tot i que l'atenció del procés de reestructuració es va centrar en el sector financer era evident que els problemes de liquiditat i solvència de les entitats de crèdit i altres institucions financeres no serien resolts si no s'abordaven els problemes del sector empresarial, perquè les empreses no financeres eren les titulars de la majoria de crèdits intermedisats pel sistema bancari.

Quadre 1.C. Els efectes del procés d'integració econòmica en la gestació i l'esclat de les crisis canviàries i financeres





Font: Elaboració pròpia.

B. Les implicacions de les crisis canviàries per a la política econòmica

La resposta de la política econòmica a Mèxic i als països de l'Est d'Àsia després dels atacs especulatius i la renúncia a la defensa dels règims canviaris va girar entorn a tres eixos bàsics: la pràctica de polítiques monetàries i fiscals de caire restrictiu, el proveïment de liquiditat als sistemes financers i la reestructuració dels sistemes bancaris nacionals. A Mèxic, primer, i posteriorment, a Indonèsia, Tailàndia, Corea del Sud, i en menor mesura Filipines, la principal responsabilitat en la gestió de les diferents crisis fou assumida pel FMI. A Malàisia, les autoritats econòmiques van prescindir de les recomanacions del FMI i van optar per polítiques fiscals i monetàries menys restrictives, l'establiment de controls de capitals i la capitalització de les empreses financeres i no financeres nacionals.

Amb tot, quan van esclatar els diferents episodis de crisis canviàries i financeres considerats, la majoria de països no estaven en condicions d'administrar una política ferma i creïble per contrarestar els efectes derivats d'aquelles crisis. La debilitat de les finances, públiques o privades, va restringir l'ús dels tipus d'interès com a instrument per dissuadir l'especulació, però alhora, la importància del deute extern denominat en moneda estrangera invalidava la devaluació com a mecanisme d'ajust pels costos extremadament elevats que imposava.

1. La resposta de la política fiscal i monetària: el “joc de la confiança”

66. Les característiques diferencials de la crisi mexicana i de l'Est d'Àsia provocaren que el signe de la política macroeconòmica no fos el que podria haver-se esperat tradicionalment: això és, una relaxació de la política monetària, acompanyada d'una reducció dels impostos i/o l'ampliació de la despesa pública, per així, estimular el consum i la inversió, una major demanda agregada i per extensió el creixement de la producció nacional.

67. En un escenari en què les expectatives sobre una moneda dèbil van precipitar la devaluació, les autoritats econòmiques van optar per elevar els tipus d'interès amb la finalitat de frenar la devaluació de la moneda nacional i restablir la “confiança” dels mercats financers internacionals en l'economia, vulnerant el que Samuelson denomina “*síntesi neoclàssica*” o “*pacte keynesià*”. Per això, quan les crisis que “*s'autogeneren*” i “*s'autoalimenten*” són una possibilitat real, la política econòmica es converteix en un exercici de psicologia, perquè la necessitat percebuda d'haver de recuperar la “confiança” substitueix als objectius econòmics tradicionals. De fet, la necessitat de guanyar-se la confiança dels mercats obligava a Mèxic i alguns països de l'Est d'Àsia a seguir polítiques perverses que exacerbaven els costos econòmics i socials de la devaluació, especialment a curt termini.

68. D'alguna manera, les economies emergents ho acceptaven com a imposicions unilaterals de fórmules dogmàtiques, tement una reacció negativa dels mercats si aquelles proposicions eren rebutjades. I aquestes mesures tenien un efecte doblement negatiu: allà on realment es van satisfer aquestes directrius la recessió va empitjorar, en reduir-se la demanda agregada; allà on no es van

seguir aquelles pautes va augmentar, innecessàriament, la sensació que les coses estaven fora de control, i per tant, el “*pànic*” dels mercats financers es va accentuar.

69. La reacció de les autoritats econòmiques dels diferents països es va caracteritzar justament per la instrumentació de mesures de política monetària de caràcter restrictiu, que pretenien modificar les expectatives de mercat. Independentment de la idiosincràsia de cada país, l'alça dels tipus d'interès i la reducció del ritme de creixement de l'oferta monetària va esdevenir una recomanació habitual de les institucions internacionals.

70. A diferència d'altres episodis de crisi que havien requerit la intervenció del FMI, la crisi de Mèxic de 1994 o la de l'Est d'Àsia de 1997 no fou causada per una despesa de l'Estat excessiva. Malgrat això, el FMI va exigir la pràctica d'una política fiscal restrictiva en base a dos arguments principals. En primer lloc, la sortida neta de capitals cap a l'exterior imposava reduir la necessitat de finançament extern, per la qual cosa la contracció de la demanda interna –especialment el consum i la inversió privada– esdevenien els mecanismes d'ajust dels dèficits per compte corrent. Alhora, la correcció dels dèficits externs ajudaria a minorar les pressions sobre els tipus de canvi i els tipus d'interès nominals. La segona motivació era més subtil: la despesa dels Estats havia de ser retallada per poder absorbir el cost de reestructuració dels bancs insolvents. Davant d'aquestes perspectives, els Estats necessitaven *a priori* generar, en el present, superàvits en el seu pressupost per poder finançar, en el futur més immediat, el cost d'aquells passius contingents. Aquesta previsió, alhora, esvaïa la possibilitat de monetització dels dèficits fiscals i les expectatives de major inflació.

71. Una vegada han esclatat les crisis que “*s'autogeneren*” i “*s'autoalimenten*” les opcions de política econòmica són molt limitades, si és que n'hi ha alguna, doncs corregir la restricció de liquiditat que genera la fugida de capitals i mantenir, simultàniament, el sistema de tipus de canvi fix són objectius mútuament incompatibles.

72. De fet, en aquest escenari el marc d'elecció de les autoritats econòmiques es limita, en el millor dels casos, a escollir quin tipus de crisi volen experimentar: una crisi financera o una crisi canviària. Així, si el banc central escull injectar diner per alleugerir la falta de liquiditat de l'economia i disminuir els tipus d'interès per evitar la fallida de moltes empreses financeres i no financeres o, alternativament, el Govern de l'Estat decideix compensar les “*males inversiones*”, l'atac especulatiu contra la moneda nacional serà un fet: ja sigui, perquè els agents financers usaran l'excedent de diner que genera el banc central per comprar divises i forçar la devaluació de la moneda nacional; ja sigui, perquè la compensació dels passius d'empreses privades per part de l'Estat trenca amb la “*consistència temporal*” i genera expectatives d'inflació associades a la possibilitat d'una monetització dels dèficits fiscals futurs.

Si contràriament, el banc central intervé als mercats venent divises a canvi de moneda nacional i eleva els tipus d'interès per evitar la fugida de capitals, modificar les expectatives dels inversors i mantenir la paritat de la moneda nacional, lluny de restablir l'estabilitat agreujarà la restricció de

liquiditat de l'economia, deprimirà bona part de l'activitat productiva del país i tendirà a exacerbar les tensions als mercats financers.

2. Els paquets de rescat financer i els programes de reforma estructural

73. La singularitat de les crisis que tenen el seu origen en el compte financer de la balança de pagaments han fet més difícil determinar quin ha de ser el paper que ha de jugar el finançament oficial. Les recents crisis s'han caracteritzat per generar unes necessitats de finançament extern molt considerables –tant per part del sector públic com per part del sector privat del país deutor– que no han pogut ser satisfetes en la seva totalitat amb la dotació de reserves oficials disponibles. Els organismes oficials internacionals han respost completant aquestes reserves amb importants paquets de rescat financer.

74. En el cas de Mèxic, el col·lapse del peso i el pànic dels creditors va situar l'economia al llindar de la fallida. Sense una sobtada restauració de la confiança dels inversors o un préstec substancial d'algun altre Estat, el país no podia atendre les seves obligacions denominades en dòlars que vencien els mesos de febrer i març de 1995. Justament per això, en les setmanes posteriors a la devaluació, el Govern dels Estats Units, el FMI i altres organismes internacionals van dur a terme sengles esforços per ajudar Mèxic a resoldre la crisi financera desfermada arran de la devaluació de desembre de 1994.

75. Aquest programa de rescat financer va generar força controvèrsia i escepticisme, perquè el *bail-out* de l'economia mexicana era extraordinari per diverses raons. L'ús a gran escala dels recursos de llarg termini per part del Tresor dels Estats Units no tenia precedents. Els recursos aportats pel FMI equivalien a set vegades la quota de Mèxic a l'organisme i eren, de lluny, l'ajut individual més important que fins aleshores havia concedit el FMI, tant en termes absoluts com en termes relatius.

76. Amb tot, el rescat financer de Mèxic, d'alguna manera, institucionalitzava el problema de l'atzar moral a nivell internacional i aquest extrem incrementava la probabilitat d'una crisi futura. De fet, alguns autors apunten que els problemes d'atzar moral que van caracteritzar, posteriorment, la crisi de l'Est d'Àsia de 1997 tenien el seu origen en l'experiència de la crisi mexicana de 1994.

77. El proveïment de liquiditat del FMI als països de l'Est d'Àsia va assolir novament nivells sense precedents, com així ho testimonia el fet que els préstecs que va facilitar la institució eren notablement superiors a les quotes dels països –en alguns casos, com el de Corea del Sud, vint vegades superior– i que, a més, aquests recursos es reforçaven amb ajuts d'organismes multilaterals i acords de caràcter bilateral que constituïen una "*segona línia de defensa*". La motivació d'aquest esforç era restablir la migrada dotació de reserves internacionals i assegurar-se un impacte positiu en la psicologia dels inversors financers, per així deturar l'erosió de la confiança dels mercats financers.

78. Malgrat la magnitud sense precedents del paquet de rescat financer, els recursos oferts no van ser prou importants com per cobrir totes les seves obligacions a curt termini, a diferència del que havia succeït en el cas de Mèxic. Aquesta circumstància, no va passar desapercebuda als diferents

mercats financers internacionals i els tipus de canvi dels països més afectats per la crisi van debilitar-se durant les setmanes posteriors a l'anunci dels paquets d'assistència financera.

De fet, només després de la instrumentació de mesures específiques de política econòmica i de la firma d'acords amb els bancs creditors, els mercats financers van considerar que es disposava de prou liquiditat com per fer viable el servei del deute extern i, aleshores, la confiança dels inversors es va recuperar i els tipus de canvi van tendir a estabilitzar-se.

79. Donat el paper central que va jugar la fragilitat financera de les economies de l'Est d'Àsia en la gestació i contagi de la crisi, els programes d'ajust macroeconòmic van incorporar una important reforma estructural. En particular, el FMI demandava una profunda reestructuració dels sistemes bancaris de la regió, la supressió de les traves al lliure comerç internacional, l'enfortiment de les xarxes de seguretat social i la correcció de les deficiències en la gestió de governamental, empresarial i financera.

80. Aquest extrem suposava una novetat en les pràctiques que històricament havia seguit el FMI, quan la “*condicionalitat*” de la institució es limitava exclusivament a la política macroeconòmica. De fet, el FMI considerava les reformes estructurals, especialment la reestructuració del sistema financer, com un element essencial en l'esforç per corregir els desequilibris financers, recuperar la confiança dels inversors i minimitzar la probabilitat d'ocurrència d'un nou col·lapse financer. Les mesures adoptades variaven d'un país a un altre, però amb tot, presentaven dos elements comuns: el tancament de les institucions financeres insolvents i la capitalització dels bancs en dificultats.

3. Les dificultats per gestionar la política canviària

3.1. LA DIFICULTAT EN L'ELECCIÓ DEL RÈGIM CANVIARI

81. Des de mitjans de la dècada dels '80, les autoritats econòmiques de les principals economies emergents d'Amèrica Llatina, de l'Est d'Àsia i alguns dels països en transició entenien que els sistemes de *crawling pegs* i, en menor mesura, els sistemes de flotació intervinguda eren un instrument vàlid per conciliar, simultàniament, l'estabilitat de tipus de canvi i una certa discrecionalitat de la política monetària, en un context de creixent mobilitat de capitals.

82. A partir de la segona meitat dels anys '90, després d'anys de funcionament efectiu, la progressiva integració financera de les economies emergents i la creixent llibertat en la circulació de capitals va convertir aquells “*règims intermedis*” en sistemes proclius a sofrir atacs especulatiu, en posar-se en evidència les incongruències derivades de la “*trinitat inconsistent*”, quan els països intentaven mantenir estable el tipus de canvi mentre usaven la política monetària per assolir objectius interns. D'aquesta manera, bona part dels règims intermedis van acabar esdevenint sistemes inviàbles per a les economies emergents amb un important grau d'obertura als mercats de capitals internacionals. De fet, els *soft pegs* van ser l'epicentre de la majoria de les crisis canviàries que van afectar a les economies emergents entre 1994 i 1999: Mèxic (1994), Tailàndia, Filipines, Indonèsia, Malàisia i Corea del Sud (1997), Rússia (1998) i Brasil (1999). En contrast, països que

funcionaven amb sistemes més flexibles o més fixos van poder salvar, amb relatiu èxit, la inestabilitat dels mercats financers, característica dels anys '90.

83. La pèrdua de credibilitat dels règims intermedis ha reobert el debat sobre l'elecció del règim canviari òptim per a les economies emergents. Però a diferència dels anys '70 on la polèmica girava entorn la conveniència dels sistemes de tipus de canvi fix o flexible, el debat actual se centra en la distinció entre “*règims intermedis*” i “*règims extrems*”. En aquest sentit, durant els darrers anys s'ha produït una creixent suport en benefici d'aquesta “*visió bipolar*” o *two corners approach*. Segons aquest enfocament, les paritats ajustables o els tipus de canvi intervinguts són difícils de mantenir quan existeix una elevada mobilitat de capitals. En aquest escenari, la supervivència del règim canviari exigeix que la paritat sigui defensada amb gran determinació o que el tipus de canvi s'ajusti periòdicament en resposta a les forces de mercat. Els partidaris d'aquest enfocament consideren que aquestes condicions només poden ser satisfetes per dos règims extrems: els sistemes fixos estrictes, com el *currency board* o la “*dolarització*” o, alternativament, pels sistemes de tipus de canvi més flexibles. El corollari d'aquesta argumentació és que els països amb un elevat grau d'integració financera haurien d'abandonar els “*règims intermedis*” i situar-se en algun d'aquests dos extrems.

84. Amb tot, les recomanacions que es deriven de la “*visió bipolar*” són discutibles per parcials, doncs el suport a aquest plantejament es basa, més aviat, en les dificultats que presenten els sistemes de tipus de canvi intermedis i, no tant, en els mèrits històrics dels dos sistemes extrems. En aquest sentit, els països emergents no presenten massa experiències històriques en termes de lliure flotació del tipus de canvi o immobilitat total del tipus de canvi.

85. Així, els sistemes de tipus de canvi fixos estrictes poden resultar útils com a instrument d'estabilització ràpida per a economies amb taxes d'inflació molt altes i un historial d'intents d'estabilitzadors fallits, perquè la paritat o la nova moneda proporciona una àncora externa, creïble, simple i transparent. Però donades les exigències que imposen els sistemes de *currency board* i els règims de “*dolarització*”, la mostra d'economies emergents amb sistemes fixos estrictes no és massa extensa i es limita a les experiències d'Argentina, Hong Kong i Estònia que tenen *currency boards* i el cas de Panamà que ha estat *dolaritzat*.

86. Entre els països emergents, els sistemes de lliure flotació *de facto* són una raresa, perquè les autoritats intervenen activament als mercats de divises per evitar les fluctuacions excessives del tipus de canvi que afecten les operacions comercials i financeres, la inflació, el nivell de tipus d'interès o el valor del deute extern. Mèxic –des de 1995–, Corea del Sud i Sudàfrica –des de 1997–, Brasil –des de 1998– i Polònia –a partir de l'any 2000– són dels pocs països amb una experiència remarcable amb aquesta mena de sistemes.

3.2. LA DIFICULTAT DE DEVALUAR A TEMPS

87. L'ús del tipus de canvi com a àncora nominal resulta útil en la implementació dels programes d'estabilització en països amb un historial d'elevada inflació i importants dèficits fiscals com Argentina, Brasil, Mèxic i Xile o en països sense referències d'una política anti-inflacionista creïble com en el cas de Rússia. A la majoria de països asiàtics l'ús del tipus de canvi com a àncora nominal a més de promoure l'estabilitat externa, perseguia mantenir la paritat de la seva moneda lleugerament infravalorada per així afavorir el creixement de les exportacions.

88. Però quan els desequilibris macroeconòmics comencen a desaparèixer és necessari dotar-se d'una flexibilitat superior a la que proporciona l'àncora nominal, per evitar que la sobrevaloració de la moneda nacional es converteixi en una font d'inestabilitat per al país. De fet, la crisi mexicana de 1994 i la de l'Est d'Àsia de 1997 van posar de manifest que el fixament, formal o informal, del tipus de canvi esdevé una pràctica força perniciosa per al funcionament de l'economia en un context de gran aflluència de capitals estrangers. Aleshores, el règim de tipus de canvi fix afavorirà l'apreciació del tipus de canvi real i la disminució de la competitivitat de les exportacions.

89. Però la sortida del sistema canviari no és fàcil quan implica una devaluació, ja que qualsevol intent d'adequar el tipus de canvi a les noves condicions macroeconòmiques pot ser entès pels mercats financers com un relaxament del compromís anti-inflacionista o un canvi d'orientació de la política monetària que pot comprometre la solvència de l'economia i propiciar una fugida de capitals.

90. Aquest extrem demostra el grau de complexitat en la gestió de la política monetària i canviària, en un context de gran mobilitat de capitals; però també que les reformes són sempre políticament difícils de dur a terme –perquè mai no és un bon moment per devaluar– i per tant, en la majoria d'ocasions, l'ajust del tipus de canvi tendeix a ajornar-se fins que la força dels esdeveniments acaba provocant la seva correcció.

91. En el cas de Mèxic, la devaluació nominal del peso era possiblement la millor opció donat el cost que comportava l'estratègia de desinflació competitiva. La consecució de la desinflació competitiva, a través d'una política monetària restrictiva, requeria forçar la deflació de preus i salaris mitjançant una recessió econòmica i, la taxa d'atur resultant podia ser econòmicament molt costosa i políticament inacceptable. Però, la posició deutora neta d'empreses i famílies i l'excessiu endeutament de les entitats bancàries limitaven el marge de maniobra del banc central a l'hora d'usar les alces dels tipus d'interès com a instrument corrector de les pressions sobre la banda alta del règim canviari. A més, la fragilitat del sistema financer nacional –els actius del qual s'estaven deteriorant– i la incertesa sobre l'impacte que la flotació del peso podia causar en el contingent de capitals a curt termini que havia aparegut a l'economia mexicana, arran de la liberalització financera de principis dels '90, eren arguments addicionals que condicionaven la possibilitat d'abandonar el sistema de "*banda mòbil*".

92. A l'Est d'Àsia malgrat la major volatilitat dels mercats de divises –associada a l'aparició de noves informacions sobre la solvència dels sistemes financers nacionals, la magnitud del deute a curt

termini dels països i la capacitat dels Estats per atendre els seus compromisos de *bail-out* –, els tipus d'interès es van mantenir invariables perquè, tot i que, la defensa d'una paritat determinada constituïa l'objectiu central de la política canviària, existien reticències a canviar la política monetària acomodaticia que s'havia seguit durant molt de temps. De fet, la crisi enfrontava a les autoritats econòmiques a un dilema de política monetària difícil de resoldre. Evitar la depreciació exigia elevar els tipus d'interès nominals fins allà on fos necessari per desincentivar l'especulació contra la moneda nacional. Però la fragilitat evident dels sistemes financers condicionava l'alça dels tipus d'interès com a mecanisme per dissuadir l'especulació i evitar la sortida precipitada de capitals, doncs uns tipus d'interès més alts podien causar la fallida de multitud d'empreses molt endeudades a curt termini. Alhora, la devaluació de la moneda –donat el notable palanquejament financer en moneda estrangera d'empreses financeres i no financeres– invalidava la devaluació com a mecanisme d'ajust, perquè augmentava de manera dràstica i sobtada el valor del deute denominat en moneda nacional.

3.3. EL PERILL DE DEVALUAR MASSA TARD

93. Tot i que l'evidència empírica demostra que les paritats "*fixades*" en ares d'una major estabilitat de preus o com a instrument de promoció de les exportacions acaben esdevenint en última instància insostenibles, no existeix una norma clara per determinar el moment en què el règim canviari ha de dotar-se d'una major flexibilitat. En absència d'un criteri clar per identificar un tipus de canvi sobrevalorat, l'estratègia de sortida d'una paritat fixa és discrecional i depèn del criteri de les autoritats econòmiques. Però en qualsevol cas, ajornar la sortida pot infligir a l'economia seriosos costos, en termes de pèrdua de credibilitat, augment de la incertesa, alentiment de l'activitat econòmica i en alguns casos el col·lapse del sistema bancari.

94. Un aspecte cabdal de l'experiència de Mèxic de 1994 és que els mecanismes de correcció dels desequilibris es van veure sistemàticament avortats: no es devaluava, però tampoc no s'administrava una política monetària o fiscal prou contractiva com per restringir la demanda interna. I en ajornar permanentment qualsevol d'aquestes dues decisions i deixar que la cobertura de la necessitat de finançament exterior fos suportada per les reserves internacionals, el Govern va augmentar –no pas disminuir– les expectatives de devaluació. Les intervencions als mercats de divises en defensa de la banda alta i, a partir del tercer trimestre de 1994, l'expansió excessiva del crèdit intern net van retroalimentar el procés de disminució de reserves internacionals i de sortida de capitals. Possiblement per això, els mercats esperaven la devaluació en qualsevol circumstància i en conseqüència, el cost de defensar el sistema de bandes resultava cada vegada més costós, tal com plantegen els models de "*segona generació*". I així, la possibilitat que el règim canviari de Mèxic pogués ser abandonat en un futur immediat i la incertesa sobre la capacitat de l'economia per atendre les seves obligacions a curt termini en moneda estrangera van esdevenir profecies que van acabar per "*autocomplir-se*".

De fet, la devaluació es va decidir quan la dotació de reserves s'havia exhaurit i en un moment en què vencien un gran nombre de deutes a curt termini denominats en dòlars. Però, contràriament al que es podia pensar, allò que precipità el "*pànic financer*" i la fugida de capitals no fou la devaluació, en sí mateixa, sinó més aviat la defensa aferrissada d'una paritat sobrevalorada que va precedir l'atac especulatiu i que conduïa a l'exhauriment de la dotació de reserves internacionals. Des d'aquesta perspectiva, el manteniment d'una zona objectiu de tipus de canvi fins a la fi de la dotació de reserves no va augmentar la credibilitat de la política canviària, sinó que més aviat va elevar el cost de preservar el sistema i molt sovint assegurava un final amarg.

95. A l'Est d'Àsia, les autoritats econòmiques només es van decidir a apujar els tipus d'interès després del quasi exhauriment de les reserves internacionals. La política monetària restrictiva implementada no va tenir èxit, si més no en primera instància, a l'hora de restablir l'estabilitat canviària, recuperar la confiança dels inversors i frenar el flux de sortida de capitals a Tailàndia, Corea del Sud, Indonèsia i Filipines ni tampoc a Malàisia. El retard a l'hora d'elevar els tipus d'interès al començament de la crisi i la reticència a mantenir-los en uns nivells alts posteriorment van contribuir a minar la credibilitat de les autoritats econòmiques i va fer infructuosa aquella mesura. De fet, l'elevació dels tipus d'interès va sumir a les economies en una profunda recessió que, alhora, tendia a realimentar aquest procés de pèrdua de confiança dels inversors, sortida de capitals, devaluació de la moneda i caiguda de la producció real.

3.4. LA DESAPARICIÓ DEL TIPUS DE CANVI COM A INSTRUMENT DE POLÍTICA ECONÒMICA

96. Però potser l'aspecte més destacat sobre la gestió de la política canviària derivada de l'aparició de les crisis que descriuen els models de "*tercera generació*" és que quan les crisis que "*s'autogeneren*" i "*s'autoalimenten*" són una possibilitat real, el tipus de canvi perd el seu paper d'instrument d'ajust macroeconòmic per convertir-se en una font de devastació econòmica i financera.

97. Aleshores, la devaluació de la moneda tendeix a exacerbar la virulència de la crisi, perquè l'alça del tipus de canvi fa més evidents les contingències econòmico-financeres de les empreses. La depreciació redueix el rendiment esperat de les inversions en moneda nacional però sobretot i especialment, fa més onerosos els passius en moneda estrangera, i aquest extrem reforça la dinàmica perversa en virtut de la qual una situació de "*pànic financer*" transforma "*bones inversions*" en "*males inversions*".

98. La devaluació, en aquestes condicions, lluny de contribuir a restablir la competitivitat es traduirà en una disminució dràstica de la demanda agregada, un canvi abrupte en el saldo del compte corrent de la balança de pagaments, des d'un dèficit fins a un superàvit –no tant per l'augment de les exportacions sinó més aviat, per la disminució sobtada de les importacions– i la devastació econòmica i financera del teixit productiu del país.

99. És per això que, sovint, a les economies emergents les devaluacions s'associen més a una situació de recessió econòmica i menys a un escenari favorable al creixement de les exportacions, l'augment de la demanda agregada i l'expansió de l'activitat productiva. Aquest extrem explica la “*por a la flotació*” a les economies emergents i introdueix, subtilment, un doble patró de mesura als mercats financers internacionals.

100. Així, als països més desenvolupats és possible devaluar de manera controlada la moneda nacional. En canvi als països emergents qualsevol intent d'usar el tipus de canvi com a instrument d'ajust macroeconòmic per dur a terme una devaluació moderada provoca una pèrdua dràstica de la confiança en l'economia i una situació de “*pànic financer*” perquè quan els mercats financers creuen que les devaluacions són perjudicials, per una qüestió “*d'expectatives que s'autoconfirmen*”, les devaluacions acaben per convertir-se en un terrible greuge per a qualsevol d'aquells països.

4. La prevenció de les crisis canviàries: integració comercial i financera

Malgrat les possibles diferències contextuais i les particularitats de cada economia, un dels elements desencadenants característics de les crisis de Mèxic (1994) i als països emergents de l'Est d'Àsia (1997) fou el suport actiu als processos de liberalització, tant dels sistemes financers nacionals com als moviments de capitals internacionals. Tanmateix, aquest vincle causal entre globalització i vulnerabilitat financera no és una norma estricta doncs, a llarg termini, la integració econòmica solucionaria el problema que genera inicialment. De fet, la inestabilitat financera que es deriva de la mundialització de l'economia a curt termini pot ser considerada tan sols com un problema transitori perquè, molt probablement, a mig termini la integració econòmica podria acabar resolent les dificultats que provoca a través d'una doble via: el comerç i les finances internacionals.

4.1. LA IMPORTÀNCIA DE LA INTEGRACIÓ COMERCIAL EN LA REDUCCIÓ DE LA FRAGILITAT FINANCERA

101. La creixent integració de l'economia mundial ha augmentat i diversificat les oportunitats d'exportació per als països en desenvolupament, emergents i no emergents. Anàlogament, la inversió directa potencial, especialment la inversió que usa els països com a plataformes d'exportació, és actualment molt superior a la de les dècades precedents. Per això, avui en dia, existeix un ampli consens de què el creixement econòmic basat en les exportacions i, en general, una major integració comercial a nivell mundial resulta una fórmula de desenvolupament real i esperançadora per als països en desenvolupament.

102. Però alhora, l'obertura comercial a l'exterior augmenta l'exposició de les economies emergents a pertorbacions externes i internes; d'aquí que els governs, en períodes de crisi, contemplin seriosament la possibilitat de recórrer al proteccionisme com a fórmula per combatre la seva vulnerabilitat a crisis canviàries i financeres.

103. Malgrat això, el treball d'aquesta tesi doctoral evidencia que la intensificació del comerç internacional vinculada a la creixent integració dels mercats de béns i serveis a nivell mundial pot fer les crisis canviàries i financeres molt menys probables. No tant perquè la major integració comercial pugui arribar a eliminar els xocs asimètrics que afecten les economies nacionals sinó més aviat pels efectes macroeconòmics que genera.

104. Així, la integració comercial redueix la fragilitat financera dels països, perquè un volum elevat d'exportacions en relació al PIB implica que una depreciació del tipus de canvi proporcionarà una major capacitat per ingressar divises. D'aquesta manera, un major grau d'obertura comercial a l'exterior disminueix la probabilitat de reversions profundes i sobtades dels fluxs de capitals, doncs es considera que el país està en millor disposició per atendre el deute denominat en moneda estrangera. Com a conseqüència d'aquesta major capacitat i disposició per assumir els deutes externs, una economia oberta a l'exterior gaudeix, *a priori*, d'una major credibilitat davant dels mercats financers la qual cosa esdevé una protecció davant les crisis.

105. Per altra banda, la restricció externa que imposa la impossibilitat de cobrir les necessitats de finançament als mercats exteriors derivades d'un dèficit per compte corrent es pot corregir a través d'un augment de les exportacions. En aquest escenari, la magnitud de l'ajust serà menys severa quant major sigui la importància relativa de les exportacions, perquè la depreciació necessària per corregir aquella restricció externa exclusivament via exportacions serà de menor quantia a la que hauria estat necessària amb un menor grau d'obertura. Des d'aquest punt de vista, la percepció dels diferents agents que operen als mercats financers de que l'ajust serà menys costós, per una qüestió d'expectatives que "*s'autoconfirmen*", pot fer la crisi menys probable.

106. Finalment, els països més oberts al comerç internacional presenten una major probabilitat a experimentar una recuperació més ràpida després d'una crisi. Així, la devaluació nominal –quan s'acaba traduint en una devaluació real– genera una major demanda d'exportacions i estimula l'activitat productiva al sector de béns comerciàbles que acaba per absorbir part de la població aturada de l'economia. La renovada activitat productiva i la major ocupació esperonen la demanda interna i afavoreixen una millora de les expectatives de futur. L'experiència de les economies de Mèxic, primer, i, posteriorment de Tailàndia, Corea del Sud i Malàisia revelen que el creixement de les exportacions va esdevenir el "*factotum*" de la recuperació, el motor de l'economia els anys posteriors a la crisi.

4.2. LA IMPORTÀNCIA DE LA INTEGRACIÓ FINANCERA EN LA REDUCCIÓ DE LA FRAGILITAT FINANCERA

107. El segon canal a través del qual la creixent integració econòmica pot reduir el risc de crisi és, paradoxalment, la liberalització dels moviments de capitals. L'obertura financera a l'exterior està associada amb una major volatilitat dels fluxs de capitals, especialment a curt termini, però a mig i llarg termini, la integració financera pot ajudar a resoldre els problemes que inicialment genera.

108. La liberalització dels moviments de capitals pot ser una font d'instabilitat a curt termini, doncs les imperfeccions dels mercats de capitals nacionals i internacionals exposen les economies dels països emergents als efectes d'una ràpida i sobtada reversió en el flux d'entrada de capitals. Aquesta vulnerabilitat pot veure's accentuada quan la seqüència en el procés de liberalització financera no s'implementa adequadament –un extrem especialment freqüent en presència d'una estructura institucional dèbil– o si les polítiques econòmiques són inconsistentes o si els sistemes financers nacionals no estan prou desenvolupats com per assumir un gran volum de capitals financers procedents de l'estranger.

109. L'experiència particular de Mèxic (1994) i dels països de l'Est d'Àsia (1997) mostra que les crisis canviàries i la seva derivació en crisis financeres, o, alternativament, les crisis financeres i la seva derivació en crisis canviàries, han esdevingut una singularitat de les economies emergents que qüestiona les bondats de la integració comercial i financera a tenor dels costos econòmics i socials que imposa.

110. De fet, les crisis constitueixen els episodis de volatilitat més dramàtics. La proliferació de crisis canviàries i financeres pot ser considerada com una de les característiques definitòries de la intensificació de la globalització financera durant els darrers vint anys. A més, el fet que les crisis més recents hagin afectat principalment als països en desenvolupament més integrats als mercats financers internacionals ha fet que aquests fenòmens hagin esdevingut una referència de la distribució desigual dels beneficis i costos de la globalització.

111. Els costos que imposa, a curt termini, l'obertura financera a l'exterior i la desregulació del sector financer nacional en termes d'una major vulnerabilitat a les crisis que "*s'autoconfirmen*" i dels efectes que comporta, han de ser contraposats amb els beneficis potencials que es deriven d'una creixent integració financera a nivell internacional.

Així, a nivell teòric nombrosos estudis acadèmics apunten que l'obertura als moviments de capitals permet l'accés de les economies emergents als mercats financers internacionals i, per tant, incrementa les possibilitats de finançament de la inversió nacional. A més, si els capitals procedents de l'estranger prenen la forma d'inversió directa, els països es poden beneficiar d'unes transferències de tecnologia que afavoreixen l'expansió de la productivitat. Finalment, la desregulació pot contribuir a millorar l'eficiència del sistema financer nacional al llarg del temps a través de l'augment de la competència, la diversificació del risc, la millora de la transparència de les operacions i la major solvència de les entitats financeres.

A nivell empíric, notables treballs d'investigació revelen que la intensificació del flux d'entrada de capitals privats procedents de l'exterior estimulen uns nivells d'inversió més alts, generen externalitats tecnològiques, propicien el desenvolupament dels mercats financers nacionals i estan associades amb unes taxes de creixement superiors.

112. Les discrepàncies sobre les bondats dels processos de liberalització financera podrien explicar-se a partir de les diferències en l'horitzó temporal que consideren els diferents treballs. Així,

les diverses línies d'investigació se centren en l'estudi dels efectes dels processos de desregulació, bé a curt termini o bé a llarg termini, però no entren en l'anàlisi de l'evolució dels efectes de la liberalització al llarg del temps.

A més, la literatura econòmica existent ha tendit a concentrar-se en l'estudi de la liberalització dels sistemes financers nacionals, dels mercats de capitals o dels moviments de capitals però no ha ofert, fins al moment, una anàlisi integral dels processos de liberalització quan, normalment, aquests comporten la progressiva obertura de cada un d'aquests tres sectors.

113. L'anàlisi que hem realitzat en aquesta tesi doctoral indica que, amb caràcter general, l'amplitud dels períodes d'expansió dels mercats de capitals s'incrementa substancialment just després de la liberalització. Però aquesta volatilitat tendeix a estabilitzar-se a llarg termini si la liberalització perdura en el temps. Anàlogament, l'amplitud dels períodes de recessió just després que s'hagi endegat el procés de liberalització és quasi un 15 per cent superior a la situació on existien restriccions, però aquesta volatilitat es redueix en un 36 per cent respecte els períodes previs a l'obertura financera, si la liberalització es manté a llarg termini.

A nivell desagregat, podem adonar-nos que la liberalització ha tingut, a curt termini, efectes diferents sobre les economies emergents i sobre les economies més avançades. Així per una banda, si bé és cert que el procés de liberalització ha alimentat la volatilitat a curt termini als països més avançats durant els períodes d'expansió, aquesta tendència no ha estat tan marcada com a les economies emergents. Tanmateix, si les reformes, parcials o totals, implementades als diferents mercats financers perduren en el temps, la volatilitat dels mercats de capitals a llarg termini tendeix a reduir-se de manera ostensible respecte a la situació existent previ a la supressió de les restriccions: quasi en un 9,5 per cent a les economies madures i entorn al 30 per cent a les economies emergents. Per altra banda, s'observa que els processos de liberalització financera tendeixen a accentuar, a curt termini, l'amplitud dels períodes de crisi als mercats de capitals de les economies emergents, aproximadament, en un 35 per cent; però en canvi, als països més avançats la desregulació dels mercats financers, paradoxalment, contribueix a reduir la volatilitat dels mercats borsaris durant els períodes de recessió en un 15 per cent. També aquí, la persistència dels programes de reforma contribueixen a l'estabilització dels mercats de capitals a llarg termini en la mesura que l'amplitud dels períodes de crisi es redueix en un 5 per cent a les economies emergents i en un 33 per cent a les economies madures.

114. La consideració de la seqüència de desregulació dels mercats posa de manifest altres diferències importants. Així, amb caràcter general, l'obertura successiva dels diferents mercats financers accentua l'amplitud dels períodes expansius tant als països més avançats com als països emergents. En particular, a les economies més industrialitzades la desregulació del primer i del segon mercat financer amplifica les fases expansives de forma similar, entorn al 45 per cent respecte els períodes de repressió financera. A les economies emergents, l'accentuació dels períodes d'expansió dels mercats financers és molt més acusada després de la liberalització d'un primer

sector, doncs la volatilitat augmenta fins a un 71 per cent respecte els períodes previs a l'obertura financera mentre que s'incrementa "només" en un 60 per cent després de la desregulació del segon dels sectors.

En canvi, en general, les crisis són menys profundes després de l'obertura del segon sector financer. Als països més avançats, la desregulació del primer i del segon mercat augmenta de manera inapreciable l'amplitud dels períodes de crisi. En canvi, a les economies emergents la volatilitat dels mercats financers, es redueix, aproximadament, en un 45 per cent després de la primera obertura, però per contra, l'obertura del segon dels mercats financers augmenta l'amplada mitjana dels períodes de crisi un 8,5 per cent respecte els períodes de restriccions.

115. Tota aquesta evidència ens permet, d'una banda, conciliar les diferències existents entre els diversos estudis teòrics i empírics sobre els beneficis i costos del procés d'integració comercial i financera; i per una altra banda, avalaria la hipòtesi que sostenim en aquesta tesi doctoral segons la qual els mercats financers es tornen més inestables a curt termini com a conseqüència dels processos de liberalització, però a mig i llarg termini si aquestes reformes tenen èxit i es mantenen en el temps els mercats esdevenen més estables del que ho eren abans de la seva desregulació. Des d'aquesta perspectiva, la integració comercial i financera és la causa i, alhora, la solució a la vulnerabilitat de les economies emergents a una situació de "*pànic financer*" que és l'origen de les crisis que "*s'autogeneren*" i "*s'autoalimenten*" característiques de la segona meitat de la dècada dels '90 a moltes de les economies emergents d'Amèrica Llatina i de l'Est d'Àsia.

En aquest sentit, la liberalització precipitada dels sistemes financers nacionals i de les operacions del compte de capitals va augmentar la vulnerabilitat de Mèxic i de les economies de l'Est d'Àsia a una situació de "*pànic financer*" en facilitar l'aparició d'un contingent de fons a curt o molt curt termini denominats en moneda estrangera, que en absència de controls de capitals, podia fugir precipitadament davant qualsevol canvi d'expectatives i causar una restricció de liquiditat molt severa –com així va succeir–. Però també ho és que l'ajuda financera internacional i la disposició dels governs a atendre les seves obligacions en dòlars va deixar oberta la porta dels mercats financers. De fet, el manteniment de l'obertura dels mercats de capitals després de la crisi va resultar un aspecte determinant per a la ràpida recuperació de les entrades de capitals privats, especialment de la inversió directa estrangera, que van permetre la reactivació de la inversió i del consum.

116. Per tant, el debat entorn a la integració financera no hauria de reduir-se al dilema simplista: liberalitzar o no liberalitzar. Més aviat, al nostre entendre la qüestió hauria de considerar que en el procés inevitable d'integració amb els mercats internacionals, els moviments de capitals poden reportar enormes beneficis a mig termini, com així ho evidencia l'experiència històrica dels països més industrialitzats del món. Tanmateix, el procés de transició suposa haver de suportar determinats costos a curt termini més o menys significatius.

Per això, el debat hauria de centrar-se en els reptes per a la política econòmica, a l'hora de preparar a l'economia per assimilar de la millor manera aquests beneficis potencials derivats dels fluxs d'entrada de capitals i, alhora, reduir els riscos d'una sortida sobtada dels capitals. Només d'aquesta manera s'acabaran materialitzant els beneficis potencials a mig i llarg termini associats al procés de liberalització.

117. Així, alguns dels riscos inherents als processos de liberalització financera poden ser limitats a través de l'adequada seqüenciació dels diferents estadis de liberalització i la seva coordinació amb les polítiques macroeconòmiques i de reforma estructural. En particular, s'hauria de prestar atenció tant en l'ordenació de la liberalització dels moviments de capitals, especialment la inversió directa a l'estranger i els instruments financers a curt i llarg termini, com en la velocitat a la que han d'eliminar-se les nombroses restriccions als moviments de capitals.

118. En aquest sentit, l'evidència empírica suggereix que, en general, les reformes institucionals s'esdevenen després que s'hagi endegat el procés de liberalització, és a dir, els processos de liberalització parcial són els que esperonen les reformes institucionals. Aquest extrem demostra que els canvis institucionals, en la majoria d'ocasions, són la conseqüència de la desregulació dels diferents mercats financers i, per tant, donen crèdit als arguments que proporciona l'estratègia de liberalització basada en l'enfocament de "*l'economia política*" en detriment de la visió "*convencional*".

119. De fet en el nostre treball de recerca hem trobat que, tant a les economies més avançades com als països emergents, aquells mercats que s'obren a l'exterior en primera instància, són els que es desenvolupen més aviat i, per tant, són els que contribueixen a reduir la volatilitat dels diferents mercats i a afavorir l'estabilitat. Així, als països del G-7 i a Europa, l'estratègia de liberalització comença als mercats borsaris i, alhora, l'estimació economètrica revela que en aquestes economies s'aconsegueix una major estabilitat durant els períodes de crisi, quan el procés de desregulació s'inicia als mercats borsaris. De la mateixa manera, a les economies de l'Est d'Àsia, però sobretot a les d'Amèrica Llatina, l'estratègia de liberalització ha passat inicialment per la desregulació dels sistemes financers nacionals. Novament en aquest cas, els resultats de l'estimació economètrica posen de manifest que la desregulació del sector financer nacional redueix la volatilitat dels mercats de capitals durant els períodes de crisi.

120. Aquesta evidència mostra que la seqüència i el ritme de les reformes no són tant importants com la consistència i la credibilitat de les mesures que es duen a terme en cada moment. De fet, els beneficis potencials derivats del procés de liberalització financera depenen crucialment d'un seguit de requisits que inclouen la naturalesa de les polítiques macroeconòmiques instrumentades i la qualitat de l'estructura institucional.

121. Les crisis de Mèxic (1994) i de les economies emergents de l'Est d'Àsia (1997) revelen que aquests episodis poden ser considerades com a "*crisis d'èxit*", en el sentit que són, d'alguna manera, el resultat inevitable de situacions de bonances mal gestionades. Per això, la solució a les crisis que

tenen el seu origen en el compte financer de la balança de pagaments passa, necessàriament, per la seva prevenció a partir de la bona gestió de “*l'èxit econòmic*”. D'aquí que la inserció en la dinàmica dels mercats financers internacionals ha de ser gradual i prudent, a un ritme i a una seqüència adequats a la capacitat del país per dissenyar i aplicar mesures més estrictes i efectives de regulació, supervisió i salvaguarda, introduint una informació més transparent i prudent que actuï com a indicador avançat per a les autoritats econòmiques a l'hora d'administrar mesures correctores amb prou antelació com per evitar el col·lapse. Només d'aquesta manera els països seran capaços de capturar els beneficis a llarg termini, en termes de major eficiència i benestar econòmic, derivats del procés d'obertura a l'exterior.

122. Els organismes internacionals també poden ajudar els països a limitar l'abast dels costos associats als processos de liberalització financera, a partir de la reducció de la asimetria en la informació entre prestamistes i prestataris. Aquesta circumstància imposa la promoció de normes internacionals que millorin la transparència i afavoreixin la difusió de la informació de les institucions i agències públiques mundials. En aquest mateix sentit, les iniciatives destinades a incrementar la participació del sector privat en la resolució de les crisis financeres també emfasitzen la necessitat d'incloure als inversors internacionals a tenir en compte tota la informació disponible sobre els riscos de fallida.

123. Però, els majors esforços per reduir els costos derivats de la liberalització dels moviments de capitals correspon als propis països, mitjançant la implementació de les polítiques adequades a cada circumstància, prescindint de dogmatismes, i creant les condicions internes més favorables possibles. Una política macroeconòmica consistent, una normativa de regulació i supervisió del sistema financer adequada i eficient, la reducció de les garanties governamentals, una normativa legal i comptable amb un marge de discrecionalitat menor i l'augment de la transparència, poden traduir-se en la millora de l'eficiència de l'activitat del sistema financer en la seva tasca de canalitzar els capitals procedents de l'estranger cap als sectors més productius, la reducció del risc de l'activitat d'intermediació i la limitació del problema “*d'atzar moral*”.

124. Amb tot, en un context de lliure circulació de capitals, la presència d'unes variables macroeconòmiques fonamentals prou sòlides i, fins i tot d'una estructura institucional ferma, no esvaeix totalment el risc d'una crisi canviària i financera. La dinàmica del mercat i l'estabilitat macroeconòmica –contràriament del que estableixen els partidaris del “*Consens de Washington*”– no garanteixen per sí soles el desenvolupament econòmic d'un país. Els problemes que han emmarcat les crisis recents han posat de relleu la vulnerabilitat dels països emergents i certes deficiències de l'arquitectura econòmica internacional en un context de progressiva integració comercial i financera.

5. Consideracions finals

125. La creixent integració internacional que estimula el comerç internacional i la liberalització del compte financer, també accentua el grau d'interdependència econòmica dels països i aquest extrem intensifica la necessitat de cooperació internacional. Tanmateix la internacionalització de l'economia no s'ha vist acompanyada en general per l'emergència de noves institucions supranacionals amb l'efectivitat suficient com per corregir desequilibris o inestabilitats potencials. D'aquesta manera es configura una situació híbrida, aparentment sense precedents, en la que la internacionalització de l'activitat econòmica no disposa de les estructures de govern o de regulació adequades.

126. Per això, es fa necessari dur a terme les reformes adients per construir una base més sòlida que permeti capturar realment els beneficis associats a la lliure circulació de mercaderies, serveis i capitals però amb menor risc. La formulació d'una "*Nova Arquitectura Econòmica Internacional*" podria ser el pòrtic d'un nou entorn comercial i financer més realista i estimulante per a les economies emergents. Les crisis financeres que han convulsionat els mercats emergents no haurien de comportar per als països en desenvolupament la renúncia al procés d'integració comercial i financera que suposa la "*mundialització*" de l'economia.

127. Finalment, la integració de l'economia és part essencial de qualsevol estratègia que pretengui augmentar els nivells de vida d'un país. Però la globalització que alimenta els corrents internacionals de capitals, també ha de considerar la lluita contra la pobresa als països menys avançats que corren el perill de restar al marge d'aquest procés de mundialització de l'economia. Les polítiques d'estabilització macroeconòmica i de liberalització dels mercats associades al "*Consens de Washington*" en concentrar-se en el control de la inflació i l'obertura a l'exterior dels mercats de béns i serveis han deixat de banda el creixement a llarg termini i la lluita contra la pobresa. Per això, la configuració de la "*Nova arquitectura internacional*" hauria d'ampliar els objectius de desenvolupament per incloure-hi elements com el desenvolupament sostenible, el desenvolupament igualitari i el desenvolupament democràtic.