

1. Objectius

El propòsit d'aquesta tesi doctoral és analitzar la relació causal entre el procés de creixent integració comercial i financera i les crisis canviàries a les economies emergents durant la dècada dels '90, a través de l'estudi de l'experiència de les crisis de Mèxic (1994) i de l'Est d'Àsia (1997).

Són quatre les hipòtesis que planteja el nostre treball de recerca.

- a) Per a nosaltres el seguit de crisis canviàries que han afectat els països emergents són una conseqüència directa de la progressiva mundialització de l'economia. L'obertura al comerç exterior han permès la millora de la productivitat i el desenvolupament econòmic d'aquelles economies. Però, alhora, la creixent integració financera internacional en desmantellar les restriccions als moviments de capitals a nivell internacional i liberalitzar els sistemes financers nacionals, ha fet vulnerables les economies emergents a una nova tipologia de crisis: les crisis que “s'autogeneren” i “s'autoalimenten” o *self-fulfilling crises*.

Aquesta vulnerabilitat s'ha vist incrementada pel problema del “*pecat original*” de les *economies emergents*. 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 (*maturity mismatch*) i/o entre la divisa en la que estan denominades els deutes i la moneda en la que es realitzen les inversions (*currency mismatch*).

- b) Per això, les crisis que “s'autogeneren” i “s'autoalimenten” constitueixen una amenaça per al bon funcionament de les economies de lliure mercat i l'avanç de la mundialització del comerç i les finances, doncs molts dels països emergents podrien tornar-se proteccionistes davant la fragilitat financera que es deriva de la progressiva integració econòmica i les exigències de política econòmica que imposa l'obertura comercial i financera a l'exterior.
- c) La nostra recerca pretén demostrar que el vincle existent entre la liberalització comercial i financera i la vulnerabilitat observada a les *economies emergents* a crisis que tenen el seu origen al compte financer de la balança de pagaments és un fenomen transitori, en la mesura que, a mig i llarg termini, la dinàmica de la integració econòmica tendeix a reduir, paradoxalment, la volatilitat que inicialment genera.

Aquesta evidència ens permetria, 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 bàsica 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 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.

- d) Finalment, la darrera de les hipòtesis és un corol·lari de l'anterior. Així, entenem que de l'argumentació prèvia es desprèn que l'anàlisi no hauria de reduir-se al dilema: liberalitzar o no liberalitzar. Per això, al nostre entendre el debat hauria de centrar-se, més aviat, en els reptes per a la política econòmica a l'hora de preparar a l'economia per assimilar els 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.

2. Metodologia i definicions

Metodologia

La metodologia usada per elaborar aquesta tesi doctoral ha comportat un treball d'estudi de la literatura econòmica basada en l'anàlisi de llibres, manuals, articles i documents de treball elaborats pels autors més prestigiosos a nivell internacional sobre crisis canviàries però també sobre l'origen, naturalesa i conseqüències dels processos d'integració comercial i financera, i, publicats a les principals revistes nacionals com *Boletín Económico BICE*, *Cuadernos de Economía*, *Ekonomiaz*, *Nota d'Economia*, *Papeles de Economía*, *Revista de Economía* i internacionals com *American Economic Review*, *Brookings Papers on Economic Activity*, *Cahiers Économiques et Monétaires*, *Cato Policy Analysis*, *Econometrica*, *Economic Policy*, *Economics and Politics*, *Empírica*, *European Economic Review*, *Foreign Affairs*, *Foreign Policy*, *International Economic Review*, *International Finance*, *Journal of Development Economics*, *Journal of Development Studies*, *Journal of Economic Literature*, *Journal of Economic Policy*, *Journal of Economic Research*, *Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics*, *Journal of International Economics*, *Journal of International Money and Finance*, *Journal of Monetary and Economic Finance*, *Journal of Money, Credit and Banking*, *Journal of Political Economy*, *Journal of Economic Perspectives*, *Open Economics Review*, *Quarterly Journal of Economics*, *Review of Development Economics*, *Review of Economic Studies*, *Review of Economics and Statistics* i *Trimestre Económico*.

A més, hem consultat els informes econòmics en aquestes matèries de diferents bancs centrals com el *Banco de México*, els bancs centrals o autoritats monetàries de les economies emergents de l'Est d'Àsia analitzades en el nostre treball de recerca, la *Federal Reserve* dels Estats Units, *Bank of Canada*, *Bank of Japan*, *Banc Central Europeu* i *Banco de España* entre d'altres, informes econòmics, documents de treball i altres estudis d'Universitats i organismes i institucions

internacionals com el *Fons Monetari Internacional (FMI)*, el grup del *Banc Mundial, Organització Mundial de Comerç (OMC)*, el *Banco Interamericano de Desarrollo (BID)*, el *Asian Development Bank (ADB)*, *Organització per a la Cooperació i Desenvolupament Econòmic (OCDE)*, agències de les Nacions Unides com *CEPAL* i *UCTAD*, el *Bank for International Settlements (BIS)*, *National Bureau of Economic Research (NBER)*, *Centre for Economic Policy Research (CEPR)*, *Institute for International Economics*, *Fundació de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA)* i el *Instituto Complutense de Estudios Internacionales (ICEI)*.

Amb caràcter general, a cada capítol hem exposat els arguments a favor i en contra de cada temàtica, existents a la literatura econòmica, a l'hora que, paral·lelament, hem fet palesa la nostra posició avalant, matisant o qüestionant obertament algunes de les matèries exposades. Suporten les distintes exposicions amb les dades de caràcter estadístic disponibles.

A la part final, s'introdueix un model economètric per demostrar la hipòtesi central 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 financera, 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.

A nivell particular, al capítol 1 hem trobat que la metodologia de classificació del FMI sobre els règims canviaris presenta algunes llacunes, conseqüència de les diferències entre allò que els països declaren que fan i el que realment fan en relació a la seva política canviària. Aquesta divergència entre la classificació *de iure* i *de facto* dels règims canviaris redueix la transparència de la política canviària i distorsiona les implicacions de política econòmica i dels estudis de recerca basats en la informació que es desprenen d'aquesta classificació. Amb l'ànim de superar aquesta limitació, introduïm dos estudis recents de Reinhart i Rogoff (2002) i Bubula i Ötoker-Robe (2002) que construeixen una base de dades històrica sobre els règims canviaris usats a la pràctica pels diferents països considerats.

Al capítol 2, hem constatat que els treballs teòrics i empírics no han ajudat a resoldre les posicions contraposades en relació als beneficis i costos associats als processos de liberalització financera. Així, les *economies emergents* amb un notable historial de creixement econòmic –especialment els països de l'Est d'Àsia i en menor mesura, però també, Mèxic des de finals dels '80– es van veure sorpreses per recessions molt profundes quan la reversió sobtada del flux d'entrada de capitals va precipitar el col·lapse de molts sistemes bancaris nacionals. Aquest extrem qüestionava, seriosament, les bondats del procés d'integració financera. Però alhora, la literatura econòmica continua insistint en els beneficis potencials de la integració financera, en termes d'una major eficiència en l'assignació de recursos, la disminució dels costos de finançament i la promoció del creixement econòmic.

Però per nosaltres, a l'igual que per a Kaminsky i Schmukler (2002), aquestes discrepàncies podrien explicar-se a partir de les diferències en l'horitzó temporal que consideren els diferents treballs. Així, les

diverses línies d'investigació empírica 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 processos comporten la progressiva obertura de cada un d'aquells tres sectors. Per això, al capítol 12 quan s'analitzen els efectes de la liberalització financera es tenen en compte, simultàniament, tant els resultats a curt termini com els de llarg termini. Alhora, l'anàlisi també contempla els efectes de la seqüència del procés de desregulació.

Al capítol 6, presentem un model eclèctic que sistematitza la dinàmica de les "*crisis que s'autogeneren i s'autoalimenten*", a partir de la consideració dels aspectes més rellevants de les tres variants dels models de "*tercera generació*". De la mateixa manera, al capítol 7 i 8 introduïm un desenvolupament analític que ens permet qüestionar la raonabilitat dels arguments esgrimits per les autoritats econòmiques mexicanes per avalar la sostenibilitat del dèficit per compte corrent, durant la primera meitat dels anys '90.

En la mesura que la intensitat dels atacs especulatius i la magnitud de les conseqüències econòmiques de la crisi financera i canviària de l'Est d'Àsia varien 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, hem considerat convenient distingir en l'anàlisi dels capítols 9 i 10, dos grups de països. Un primer grup format per cinc economies: Tailàndia, Corea del Sud, Indonèsia, Malàisia i Filipines que presentaven majors debilitats estructurals i que a la llarga van ser les que van sofrir més intensament les conseqüències de la crisi; i un segon grup integrat per tres països: Hong Kong, Taiwan i Singapur que es van veure menys afectades per la crisi i que van superar abans els seus efectes.

Definicions

Al llarg dels capítols d'aquesta tesi doctoral usem el terme "*economia o país emergent*" en un doble sentit. Malgrat que no existeix una definició àmpliament acceptada sobre el que s'entén per "*país emergent*", nosaltres considerarem que, en sentit ampli, les "*economies emergents*" són un grup compostat per un total de 34 països en desenvolupament que resulten de la unió de les 27 economies incloses a l'*Índex de Països Emergents* de Morgan Stanley Capital International (MSCI) i de les 17 economies que aplega l'*Índex Plus de Bons dels Mercats Emergents (Emerging Markets Bond Index Plus, EMBI+)* que elabora J.P. Morgan, amb algunes excepcions. Grècia la incorporem al grup de Països Desenvolupats, tot i que no forma part del grup d'Economies Avançades de cap dels dos Índexs; de la mateixa manera, Singapur i Hong Kong els fem constar al grup d'Economies Emergents mentre els dos Índex els consideren com a Països Desenvolupats. En conseqüència, la relació nominal dels 34 països emergents en sentit ampli és la següent: Argentina, Brasil, Bulgària, Colòmbia, Corea del Sud, Egipte, Equador, Filipines, Hong Kong, Hongria, Índia, Indonèsia, Israel,

Jordània, Malàisia, Marroc, Mèxic, Nigèria, Pakistan, Panamà, Perú, Polònia, Qatar, República Txeca, Rússia, Singapur, Sri Lanka, Sudàfrica, Tailàndia, Taiwan, Turquia, Veneçuela, Xile, Xina.

Amb tot, a la majoria del text l'expressió "*economies emergents*" s'usa en un sentit més restringit, és a dir, fent referència a aquells països en vies de desenvolupament més integrats als mercats comercials i financers internacionals, i que es corresponen amb els països de l'Est d'Àsia de major dimensió (amb l'excepció de Xina i Japó) que inclouen Corea del Sud, Filipines, Hong Kong, Indonèsia, Malàisia, Singapur, Taiwan i Tailàndia i els països d'Amèrica Llatina de major dimensió com Argentina, Brasil, Mèxic i Xile.

Per altra banda, si entenem com a mercats financers (nacionals o internacionals) la suma dels mercats monetaris i dels mercats de capitals (nacionals o internacionals), les crisis canviàries són per definició crisis financeres. Però donat el paper central que juguen els atacs especulatius en tota la nostra anàlisi hem decidit distingir, explícitament, entre "*crisi canviària*" i "*crisi financera*". Des d'aquesta perspectiva, per "*crisi canviària*" entenem aquelles situacions en les que es produeix un atac especulatiu reeixit contra el tipus de canvi de la moneda nacional. Per tant, qualsevol crisi financera distinta a una "*crisi canviària*" queda englobada com a "*crisi financera*". Amb tot, en el nostre treball l'expressió "*crisi financera*" fa referència, simultàniament, a una "*crisi bancària*" – entesa com episodis de "*pànic bancari*" o també situacions de gran insolvència bancària– o una "*crisi de deute*" –és dir, situacions en les que es declara la il·liquiditat i/o insolvència, *default*, del deute públic i que motiven la seva reestructuració–. Malgrat aquesta caracterització genèrica, al capítol 11 parlem, seguint el FMI, de "*crisis financeres externes*" per referir-nos simultàniament a les crisis de deute extern i a les crisis canviàries.

3. Estructura

Aquest treball de recerca s'estructura en un total de cinc parts i dotze capítols. La primera i la segona part són de caràcter introductori, en el sentit que ens permeten centrar l'objecte del nostre treball de recerca des del punt de vista teòric i empíric. La tercera part ens serveix per analitzar, de manera sistemàtica i detallada, dos dels episodis de crisis canviàries més singulars de la dècada dels '90: la crisi de Mèxic de desembre de 1994 i la crisi de les economies emergents de l'Est d'Àsia de la segona meitat de 1997. La quarta part desenvolupa els arguments centrals de la nostra tesi doctoral. Finalment, la cinquena part recull les conclusions que es deriven de l'anàlisi realitzada al llarg del nostre estudi.

Primera part

Els treballs teòrics i empírics sobre els efectes de la integració econòmica suggereixen que l'obertura comercial a l'exterior, però sobretot l'excés de volatilitat dels mercats financers, alimentada pels processos de desregulació financera, constitueixen la principal dificultat d'aquests processos. El cost

més important d'aquesta volatilitat és la possibilitat de l'esclat de crisis canviàries i financeres, quan aquests fluxs d'entrades de capitals canvien de direcció de forma abrupta, provocant grans danys als països directament afectats i perjudicant l'estabilitat de l'economia mundial. De fet, la proliferació de crisis que "*s'autogeneren*", sovint, és considerada com una de les característiques definitòries de la intensificació de la globalització financera durant els darrers vint anys.

Per això, a la primera part d'aquest treball integrada, per quatre capítols, s'exposa com en el seguit de crisis canviàries i financeres, que han caracteritzat la segona meitat de la dècada dels '90, han representat una convulsió per al sistema econòmic internacional, de tal magnitud, que moltes idees i conviccions, que es consideraven com a vàlides fins aquell moment han començat, a ser qüestionades. De fet, des de l'adveniment de la crisi de Mèxic de desembre de 1994, però sobretot amb la crisi posterior de les economies emergents de l'Est d'Àsia de 1997 s'ha suscitat la sensació creixent que "*l'arquitectura econòmica internacional*", així com els principis rectors que han inspirat l'actuació d'aquestes institucions internacionals coneguts com a "*Consens de Washington*", han estat un dels elements propiciatoris de les diferents crisis. Com a conseqüència d'això, ha aparegut el sentiment que cal reformar el sistema financer perquè sigui menys propens a les crisis financeres o sigui, en límit, capaç de resoldre-les quan sorgeixin.

En particular, el capítol 1 posa de manifest com les crisis que "*s'autogeneren*" i "*s'autoalimenten*" han afectat, principalment, les economies dels països més integrats als mercats financers internacionals que operaven amb règims canviaris "*soft pegs*". La voluntat per conciliar una creixent mobilitat de capitals amb una certa autonomia en la gestió de la política monetària va precipitar l'adopció de "*règims intermedis*" de tipus de canvi que amb el temps es van revelar molt proclius a experimentar atacs especulatius. Al capítol 2, es descriu el renovat accés de les economies emergents als mercats de capitals internacionals durant la primera meitat de la dècada dels '90, una circumstància que, per una banda, ha contribuït a estimular el creixement econòmic, però alhora la major obertura financera ha fet més vulnerables les economies emergents a crisis que "*s'autogeneren*" i "*s'autoalimenten*", un extrem que han posat en entredit els beneficis potencials associats a la lliure mobilitat de capitals. Al capítol 3, s'analitzen els principals avantatges per als països en desenvolupament derivats de la seva creixent integració comercial als mercats internacionals durant la dècada dels '90. Amb tot, el procés d'integració econòmica no està exempt de costos. En aquest sentit, l'experiència de les crisis canviàries i financeres que han farcit els anys '90 i el seu contagi a través dels vincles comercials justifiquen la preocupació que generen aquests processos de liberalització sobre el funcionament del conjunt de l'economia. Per això, el capítol 4 suggereix que, davant l'absència d'institucions apropiades per regular uns mercats financers molt sofisticats, però inestables, es fa necessària una reforma de l'arquitectura econòmica internacional que renovi el sentit i les funcions de les organitzacions que la configuren.

Segona part

Els diferents episodis d'atacs especulatius que han caracteritzat la dècada dels '90 han estat molt singulars perquè, entre d'altres motius, han traslladat l'epicentre de l'anàlisi de les crisis canviàries 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. Tradicionalment, les crisis canviàries tenien el seu origen en els dèficits recurrents del compte corrent de la balança de pagaments. Però, la creixent integració financera derivada del procés de liberalització dels moviments de capitals i de desregulació dels sistemes financers nacionals ha originat una nova tipologia de crisi: les crisis que "*s'autogeneren*" i "*s'autoalimenten*".

Per això, la segona part d'aquesta tesi doctoral sintetitza les diferents generacions de models de crisi canviàries i dibuixa els fets estilitzats que precipiten l'abandonament d'un sistema de tipus de canvi fix. En aquest sentit es diferencien tres grans grups de teories explicatives.

Així, al capítol 5 es descriuen els models de crisis inicials, anomenats de "*primera generació*", on les crisis canviàries es generen per la pràctica de polítiques manifestament inconsistents o contradictòries amb el manteniment d'un sistema de tipus de canvi fix. Aquí, les crisis són un fenomen determinista, perquè són *merescudes* i previsibles. Amb tot, la crisi del mecanisme de canvis del SME de 1992 i la posterior crisi a Mèxic l'any 1994 van posar en entredit els models de "*primera generació*" i va precipitar l'aparició dels nous esquemes interpretatius: els models de "*segona generació*". En els models de "*segona generació*", els governs racionalment decideixen, en base a una valoració cost-benefici, si mantenen o no la defensa d'una paritat determinada de tipus de canvi. Tanmateix, en aquesta "*segona generació*", les crisis canviàries ja no són un fenomen determinista, perquè paritats que serien sostenibles de manera indefinida poden ser atacades i enfonsar-se davant d'un sentiment advers dels mercats financers.

L'adveniment de la crisi dels països emergents de l'Est d'Àsia de 1997 va qüestionar el poder explicatiu dels models de "*segona generació*" i va precipitar l'aparició dels models de "*tercera generació*". Com s'argumenta al capítol 6 aquests nous models 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 asiàtica. Tanmateix, l'evolució d'aquesta nova onada de models acaba 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 que pateixen l'atac especulatiu a una situació de "*pànic financer*". 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.

Tercera part

La tercera part del nostre treball de recerca se centra 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 (capítols 7 i 8) i la crisi de l'Est d'Àsia de finals de 1997 (capítols 9 i 10).

En aquest sentit, 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 per dos motius principals. D'una banda, 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). Per altra banda, la crisi mexicana de 1994 va precipitar, juntament amb la crisi del mecanisme de canvis del SME de 1992, l'aparició de nous esquemes interpretatius –els models de “segona generació”– que situaven l'arrel dels atacs especulatius en les expectatives que s'*autocompleixen* dels mercats financers i el comportament gregari dels seus agents en un context de gran mobilitat de capitals. D'aquesta manera, el capítol 7 descriu com a Mèxic, a principis dels anys '90, no es donaven cap dels escenaris que fessin pronosticar l'atac especulatiu contra el peso de finals de 1994 i la crisi posterior. La demanda interna i externa destacaven pel seu dinamisme i l'activitat productiva era molt intensa. 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 nivells sense precedents i el nivell d'endeutament exterior era comparable, i fins i tot inferior, al dels principals països industrialitzats. L'ús del tipus de canvi com a àncora nominal, a més del compromís del Govern amb unes finances públiques sanejades esvaïen el fantasma de la inflació. Amb tot, a l'economia mexicana existien certes fragilitats latents que, en un context d'eufòria econòmica van passar desapercebudes, però que van establir les bases de la crisi canviària i financera posterior.

Al capítol 8 es planteja com, a pesar de la solvència econòmica adquirida per Mèxic mitjançant el programa d'estabilització i de reforma estructural a començaments de la dècada dels '90, el país va veure amb estupefacció com la seva moneda era víctima d'un atac especulatiu sense que existís una incoherència evident entre les polítiques econòmiques implementades i l'objectiu d'estabilitat canviària. Amb tot, a partir del mes de març de 1994, una sortida progressiva del flux de capitals que va alterar, decisivament, el balanç entre beneficis i costos associats al manteniment del tipus de canvi fixat. Així, aquesta reversió en les entrades de capitals van convertir la sobrevaloració del peso i el dèficit per compte corrent de Mèxic que fins aleshores eren sostenibles, en un problema de primera magnitud. La possibilitat que el règim canviari de Mèxic pogués ser abandonat en un futur immediat i que el deute a curt termini no fos atès va esdevenir una profecia que va acabar per “*autocomplir-se*”. L'experiència

mexicana, revisada *ex-post*, posa de manifest que un mercat financer liberalitzat, un sistema de tipus de canvi predeterminat i un flux ingent de capitals procedents de l'exterior van revelar-se com una combinació d'elements força pertorbadora per a la consistència i credibilitat de la política macroeconòmica instrumentada a Mèxic.

Per la seva banda, la crisi canviària i financera de l'Est d'Àsia de finals de 1997 i 1998 fou també remarcable per diversos motius. En primer lloc, la crisi va afectar els països del "*miracle asiàtic*", després de tres dècades de creixement econòmic espectacular i un desenvolupament social sense precedents. Per això, la crisi de 1997 –a l'igual que, prèviament, la crisi mexicana– pot ser entesa com una "*crisi d'èxit*" causada per l'expansió prèvia del crèdit internacional i la reversió posterior del flux d'entrada de capitals. En segon lloc, la crisi asiàtica és d'alguna manera única perquè la coincidència en el temps d'una crisi canviària i una crisi bancària (*twin crisis*) van desencadenar una situació de "*pànic financer*" que va transformar les dificultats financeres d'una sèrie d'empreses, en uns països molt determinats, en una espiral violenta de devastació econòmica i financera que es va estendre al conjunt de la regió. Per altra banda, la crisi fou una nova manifestació de les limitacions dels mercats de capitals internacionals i de la seva vulnerabilitat a canvis sobtats en la confiança dels mercats. Aquí, a l'igual que en el cas de Mèxic, 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*" i una profunda crisi canviària i financera d'efectes molt aguts sobre l'activitat econòmica i financera d'aquells països.

La crisi també és remarcable perquè va donar lloc als programes de rescat financer més importants de la història econòmica. Però la manera en què el FMI va gestionar els problemes financers originats als mercats de capitals va tendir a empitjorar la crisi, perquè les seves polítiques van contribuir a transformar una manca de liquiditat transitòria en una situació d'insolvència permanent. Finalment, 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 d'abast internacional, conseqüència de la mundialització de l'economia. Per això, la crisi de l'Est d'Àsia, a banda de la seva importància com a fet històric, va deixar una seqüela important per la seva influència en el pensament econòmic sobre l'origen i les causes de les crisis canviàries i financeres.

D'aquesta manera, al capítol 9 s'argumenta que *a priori* l'experiència històrica de desenvolupament econòmic dels anys '80 i '90 a Corea del Sud, Filipines, Hong Kong, Indonèsia, Malàisia, Singapur, Tailàndia i Taiwan, coneguda com a "*miracle asiàtic*" i, caracteritzada per una dinàmica de creixement sòlida i continuada, uns nivells molt elevats d'estalvi i inversió, inflació moderada, unes finances públiques sanejades i una forta orientació de l'economia cap a l'exterior, feien *a priori* imprevisible una crisi d'aquella naturalesa i magnitud.

Amb tot, com es planteja al capítol 10, la fortalesa econòmica que dibuixaven l'evolució del creixement de la producció, de la inflació, del dèficit i deute públic, de la taxa d'atur i del deute extern 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*, afavorint la sobreinversió en projectes massa arriscats per part d'empreses financeres i no financeres, i generant un passiu fiscal contingent.

A l'hora d'explicar la crisi de l'Est d'Àsia també importa 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.

Quarta i Cinquena Part

Una de les conclusions que es desprèn de l'anàlisi realitzada als capítols anteriors sobre la naturalesa i les causes de les crisis de Mèxic 1994 però, sobretot, de l'Est d'Àsia de 1997 és que, malgrat les possibles diferències contextuais i les particularitats de cada economia, la creixent integració econòmica va predisposar aquelles economies a la crisi.

El suport actiu als processos de liberalització comercial i financera va fer que les economies emergents esdevinguessin vulnerables a situacions de "*pànic financer*" que una vegada s'han iniciat són difícils d'aturar.

En aquest context, les opcions que tendeixen a minorar aquesta fragilitat financera i que giren entorn al "*trilema*" de la política econòmica en economies obertes no resulten satisfactòries. Així, els controls de capitals o desincentivar l'endeutament en moneda estrangera a través de la lliure flotació del tipus de canvi són solucions tant més costoses quant major és el grau d'obertura comercial i financera de l'economia. Alternativament, protegir-se mitjançant sistemes de tipus de canvi fix estrictes com un *currency board* o la "*dolarització*" de l'economia, tal vegada eliminaria el risc d'una crisi canviària però podria exposar al país a un altre tipus de crisi financera.

Per això a la quarta part d'aquesta tesi doctoral es planteja que les crisis que "*s'autogeneren*" i "*s'autoalimenten*" constitueixen una amenaça per al bon funcionament de les economies de lliure mercat i l'avanç de la mundialització del comerç i les finances internacionals, doncs molts dels països emergents podrien tornar-se proteccionistes davant la fragilitat financera que imposa l'obertura comercial i financera a l'exterior dels seus mercats. Tanmateix, aquest vincle causal entre globalització i

vulnerabilitat no és una norma estricta. La inestabilitat que provoquen els processos d'integració comercial i financera a les economies emergents pot ser considerada tan sols com un problema transitori perquè, molt probablement, a mig i llarg termini, la integració econòmica podria acabar resolent els problemes que provoca inicialment a través d'una doble via: el comerç i les finances internacionals.

En aquest sentit, el capítol 11 planteja 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 econòmica pugui arribar a eliminar els xocs asimètrics que afecten les economies nacionals, sinó més aviat pels efectes macroeconòmics que genera. Així, la progressiva obertura comercial de les economies emergents en propiciar un augment progressiu de la importància relativa del seu comerç exterior, multiplica l'efectivitat d'una devaluació de la moneda nacional sobre la demanda externa. Aquesta circumstància, a més de millorar la liquiditat financera i la solvència econòmica dels països, afavoreix una major celeritat en la recuperació de l'activitat productiva.

Per la seva banda, el capítol 12 mostra que el vincle existent entre la liberalització dels diferents mercats financers i la creixent vulnerabilitat observada a les economies emergents a crisis que tenen el seu origen al compte financer de la balança de pagaments és un fenomen transitori, en la mesura que, a mig i llarg termini, la creixent integració financera paradoxalment redueix la volatilitat i fomenta una major estabilitat als mercats. De fet, trobem evidències de què 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.

La cinquena i última part està integrada per un capítol de conclusions que sumaria les principals aportacions d'aquesta tesi doctoral.

4. Agraïments

No vull acabar la meva exposició sense, primer, agrair expressament al Dr. Joaquim Novella Izquierdo, els seus valuosos comentaris, les seves crítiques constructives i les seves oportunes suggerències en la seva tasca de director, però sobretot el seu suport durant tot el temps que ha durat el meu treball de recerca.

En segon lloc, també desitjo fer constar la meva gratitud a Jordina Fàbregues García que, incansablement i amb paciència infinita, ha llegit els diversos capítols d'aquest projecte de tesi doctoral en diferents moments de la seva elaboració, ha detectat errors i m'ha expressat els seus comentaris i les seves opinions crítiques, sempre útils i encertats, que he procurat tenir en compte. Probablement sense el seu recolzament constant i incansable durant tots aquests anys, un esforç al que he d'afegir l'esperonament i estímul permanent de Roser Alcón i Artola que no m'ha deixat defallir en cap moment, aquest projecte colossal difícilment hauria arribat a materialitzar-se. A totes dues, moltes gràcies.

Canet de Mar, 17 de desembre de 2004.