

CAPÍTOL 2

Integració Financera als Països Emergents

La liberalització dels moviments de capitals i la desregulació dels sistemes financers nacionals pot aportar importants beneficis tant per a l'economia mundial com per als països en particular. Així, la supressió dels controls de capitals permet una transferència més fluïda i eficient dels recursos financers a nivell internacional que s'acaba traduint en notables millores de la productivitat. Alhora, l'accés als mercats de capitals mundials permet beneficiar-se de l'estalvi exterior, completar l'estalvi intern i assolir uns nivells d'inversió nacional que afavoreixen unes taxes de creixement superiors.

Tanmateix, la dinàmica de creixent integració als mercats de capitals pot comportar també importants costos. De fet, els diferents episodis de crisis canviàries i financeres que han farcit la segona meitat de la dècada dels '90, han afectat els països en desenvolupament que estaven immersos en processos de liberalització financera. Per això, molts autors consideren que la progressiva mundialització de l'economia és l'origen de les crisis, doncs la integració financera ha fet evidents les enormes imperfeccions dels mercats internacionals de capitals però també ha mostrat la gran vulnerabilitat de les economies emergents a canvis sobtats en la direcció del flux d'entrada de capitals procedents de l'estranger.

En aquest sentit, la successió d'onades d'expansió excessiva i situacions de pànic financer han posat de manifest que el mercat tendeix primer a créixer i després a contraure's més enllà del que es derivaria de l'evolució de les variables macroeconòmiques fonamentals. Aquesta volatilitat respon a la naturalesa de les operacions financeres i a les imperfeccions dels mercats financers, però també a l'absència d'institucions apropiades per regular un mercat financer molt sofisticat però inestable. Però tal vegada, el cost més important d'aquesta volatilitat és la possibilitat de l'esclat de crisis canviàries i bancàries quan els fluxs d'entrades de capitals es reverteixen de manera ràpida i sobtada, tot provocant grans danys als països directament afectats i reduint la taxa de creixement de la producció nacional.

El capítol s'estructura en tres apartats. A la primera part es presenten i s'analitza el procés de creixent integració dels mercats de capitals internacionals, tot considerant tant els avantatges inherents a aquest procés com l'evidència de la fragmentació d'aquells mercats a nivell mundial. La segona part analitza les causes que han induït el renovat accés de les economies emergents als mercats de capitals durant la dècada dels '90, però també s'esgrimeixen els perills de la liberalització financera per a les economies emergents i que han posat en entredit els beneficis potencials associats a la lliure mobilitat de capitals. Finalment, la darrera secció presenta les conclusions més destacades d'aquest segon capítol.

A. La integració dels mercats financers mundials

1. Els avantatges de la integració financera internacional

Com es pot comprovar al quadre 1.2, en els últims vint anys les transaccions financeres internacionals –mesurades a través del quocient d’actius i passius financers estrangers vinculats a inversions directes i en cartera respecte el PIB– han augmentat a un ritme notablement superior al del creixement del comerç internacional –mesurat a partir del grau d’obertura de l’economia–, i aquesta dinàmica ha afavorit la progressiva integració financera de l’economia mundial.

Quadre 1.2. Evolució de la integració comercial i financera

<i>En percentatge</i>	<i>Comerç Internacional</i>	<i>Finances Internacionals</i>
<i>Països industrialitzats</i>	3,9	77,3
<i>Països en desenvolupament</i>	15,4	19,9

Nota: Les dades del quadre recullen la variació percentual del grau d’obertura comercial i financera entre el període 1981-85 i el període 1997-2001.

Font: World Economic Outlook, FMI (2002).

La teoria econòmica no ofereix dubte sobre els avantatges potencials de la integració creixent del sistema financer internacional. La mobilitat de capitals possibilita l’assignació eficient dels recursos –quan els mercats mundials quantifiquen de manera apropiada els riscos i beneficis associats als diferents projectes d’inversió– perquè permet canalitzar l’estalvi mundial cap al finançament de les inversions més productives arreu del món (Eichengreen, Mussa et al., 1998) i afavoreix, d’aquesta manera, un major creixement econòmic (King i Levine, 1993).

Per a Tugores (1994), les causes que expliquen la creixent importància dels mercats de capitals internacionals són la necessitat de finançament de les operacions comercials a nivell internacional. Així, les entrades de capitals fan possible el finançament dels dèficits per compte corrent de la balança de pagaments sense haver d’experimentar una davallada significativa de la dotació de reserves de l’economia. Així, quan un país travessa una recessió temporal o un desastre natural té la possibilitat d’endeutar-se a l’exterior. De la mateixa manera, els països amb poc capital poden cobrir les seves necessitats de finançament endeutant-se als mercats internacionals, sense haver d’assumir els condicionaments que imposa un nivell d’estalvi privat insuficient.

Un altre dels beneficis potencials derivats de la progressiva integració dels mercats mundials és la disminució del risc associat a les operacions financeres internes i externes. Els fluxs de capitals poden ajudar als residents dels diferents països a reduir el risc en la mesura que

permeten una diversificació de les carteres d'inversions a nivell internacional, tot aconseguint una protecció més efectiva que la que podria obtenir-se a nivell intern (Obstfeld i Taylor, 2002). Addicionalment, pel que fa referència a l'estructura dels mercats existeixen avantatges derivats de la concentració d'un seguit de centres financers importants a nivell mundial, en termes de profunditat i amplitud dels mercats, volum d'informació, costos de mediació, etc. factors que permeten explotar tant les economies d'escala com les externalitats en la mediació –*thick market externalities*–. Per això als mercats de capitals mundials el nucli d'operacions es limita a tres o quatre places: Nova York, Londres, Frankfurt i Tokio. En aquests centres la competència és intensa i tendeix a reduir els comportaments estratègics i la ineficiència pròpia de molts mercats locals¹. En aquest sentit, la implicació de les institucions financeres als mercats mundials pot ser un vehicle important per millorar la gestió financera, promovent l'adopció de les noves tecnologies financeres i la introducció d'un major grau de competència.

Una altra bondat potencial, associada a la integració dels mercats financers internacionals, és la disciplina que imposen en la gestió de la política econòmica. El temor dels Estats a provocar una sortida massiva de capitals i l'elevació dels tipus d'interès en un context d'obertura a l'exterior evita, en teoria, la instrumentació de polítiques econòmiques inconsistentes –com per exemple, generar un nivell d'endeutament excessiu o forçar una regulació bancària inadequada–.

Finalment, la voluntat d'eludir les regulacions financeres i fiscals d'àmbit nacional seria un altre argument que justificaria la creixent mobilitat de capitals a nivell internacional. De fet, des dels anys '60 es desenvolupen els “*euromercats*” i les operacions *off-shore* com a recurs per evitar els controls domèstics sobre les transaccions financeres.

2. La fragmentació dels mercats de capitals mundials: una perspectiva històrica

Malgrat els beneficis potencials que presenta un mercat de capital mundial integrat, els mercats financers continuen estant força fragmentats com a conseqüència de la presència de riscos i per l'existència de costos d'informació i transacció (Obstfeld i Rogoff, 2000)².

¹ En aquest sentit, els canvis organitzatius i de costos originats a la Borsa de Nova York durant els anys '70 van moure a la plaça de Londres, l'any 1986, a dur a terme una reforma que millorava els procediments i reduïa els costos de mediació per a transaccions de gran quantia que es va conèixer com a *Big Bang*. Aquestes modificacions operatives van precipitar, alhora, la modernització del moltes de les borses europees i a introduir els sistemes de contractació continua informatitzats (Tugores, 1994).

² El “*risc canviari*” associat a les fluctuacions sobtades en el valor del tipus de canvi de la moneda i el “*risc país*” vinculat a situacions d'insolvència dels Estats o d'empreses privades, limitacions a la repatriació de beneficis, etc. són riscos inherents a les inversions financeres a nivell internacional difícils d'eliminar. Per altra banda, existeixen costos d'informació i de transacció a nivell local, costos de supervisió de la gestió per part dels accionistes així com d'altres traves a la lliure circulació de capitals que també dificulten la plena integració dels mercats de capitals a nivell mundial.

2.1. L'EVOLUCIÓ HISTÒRICA DELS MERCATS DE CAPITALS INTERNACIONALS

Amb tot, el panorama dels mercats financers a nivell internacional no sempre ha estat així. Fins a la Primera Guerra Mundial, els avanços en les comunicacions contribuïren, especialment, al desenvolupament i integració dels mercats de capitals mundials a les principals places financeres d'Europa, de l'hemisferi occidental, d'Oceania, d'Àfrica i de l'Orient llunyà. Així, entre 1870 i 1914, el desenvolupament del ferrocarril, dels vaixells de vapor³ i de les comunicacions com el telègraf i el telèfon, en reduir els costos de transport i facilitar les comunicacions, van esperonar la intensificació dels intercanvis a nivell internacional. Però alhora, l'expansió del comerç internacional va crear noves oportunitats d'inversió amb un període de maduració llarg i que requerien la mobilització d'importants sumes, la qual cosa va afavorir el desenvolupament dels sistemes financers nacionals i una creixent integració financera (Neal, 1990). A més, durant aquest període les transaccions financeres privades no estaven controlades explícitament pels governs, en la mesura que l'adhesió al "*patró or*" subordinava la gestió de la política monetària al manteniment del tipus de canvi fixat⁴.

Aquesta progressiva integració financera internacional es va estroncar durant la Primera Guerra Mundial. La tendència es va tornar a reprendre, tímidament, entre 1925 i 1931 per esvaïr-se definitivament amb la Gran Depressió dels anys '30 i l'esclat posterior de la Segona Guerra Mundial. De fet, durant el període d'entreguerres i fins i tot després els governs van limitar severament les operacions financeres a l'àmbit nacional, alhora que s'imposaven regulacions molt estrictes i en el límit prohibien les activitats econòmiques amb l'exterior.

D'aquesta manera, fins a principis de la dècada dels '50, els vincles econòmics internacionals entre la majoria de països eren molt dèbils i es reduïen a operacions comercials i financeres suportades per acords de caràcter bilateral. No fou fins els anys '60 i '70 quan els moviments de capitals començaren a recuperar-se plenament. Però la crisi del deute extern a molts dels països d'Amèrica Llatina a la dècada dels '80 va interrompre novament la fluïdesa en els moviments de capitals, especialment aquells que es dirigien als països en desenvolupament.

Durant la primera meitat dels anys '90 aquesta tendència vers una liberalització plena dels moviments de capitals ha acabat per consolidar-se, assolint-se un volum de transaccions financeres mai registrat fins aleshores. Tanmateix, el seguit de crisis financeres ocorregudes

³ Com assenyala Obstfeld (1998), el s.XIX va ser testimoni de les inversions en els ferrocarrils americans, en les mines d'or a Sudàfrica, en deute del Govern d'Egipte, en guano del Perú i moltes d'altres. O com destaca, Officer (1996) la construcció del cable transatlàntic l'any 1866 va reduir la durada d'una transacció intercontinental a aproximadament de deu dies (el temps que trigava un vaixell de vapor a fer el trajecte de Liverpool a Nova York) a només unes hores.

⁴ Els bancs centrals, ocasionalment, usaven la persuasió moral sobre els bancs comercials i intervenien per modificar el tipus de canvi d'exportacions i importacions. Si el banc central no podia defensar el tipus de canvi establert a través de mètodes no coercitius, el tipus de canvi es deixava flotar, com en algunes ocasions havia succeït amb països d'Amèrica Llatina (Obstfeld i Taylor, 1998).

durant la segona meitat dels anys '90 ha posat en entredit les bondats dels moviments de capitals i els avantatges de la “mundialització” de l'economia.

2.2. EVIDÈNCIA EMPÍRICA

L'evolució del flux de capitals descrita queda palesa en les xifres sobre els moviments internacionals de capitals i els preus dels actius financers.

En essència, el saldo del compte financer de la balança de pagaments⁵ ens informa de com es financen les operacions comercials del país i, per tant, el saldo del compte corrent i de la balança de capital seria un reflex de la capacitat o necessitat de finançament exterior de l'economia i per extensió dels fluxs nets de capitals que accedeixen al país en un moment determinat. Per això, les dades del quadre 1.2, relatives al saldo per compte corrent de la balança de pagaments com a percentatge del PIB valorat en termes absoluts per a 12 països, des de 1870 fins a 1996, és un indicador aproximat dels moviments nets dels capitals financers. D'aquesta manera un valor positiu del saldo del compte corrent com a percentatge del PIB mesura la proporció de l'estalvi nacional que s'inverteix a l'exterior, mentre que un valor negatiu determina la proporció d'inversió nacional finançada amb recursos procedents de l'estranger. La columna final del quadre presenta el valor mitjà dels 12 països per a períodes de temps diferents.

L'anàlisi de les dades ve a corroborar tota l'argumentació anterior. Els fluxs d'inversió internacional van assolir un valor màxim del 3 per cent del PIB abans de 1914. Els dèficits registrats durant els períodes de guerra corresponen més a l'endeutament dels Estats que a un estalvi privat negatiu. A partir d'aleshores el registre va disminuir fins a un 1,2 per cent del PIB durant els anys '30. Només a partir dels anys '70 els valors comencen a recuperar-se.

⁵ A partir de 1993, la balança de pagaments s'estructura de la següent manera: $BP = (BCC + BK) - CF$. On BCC i BK simbolitzen el compte corrent i la balança de capitals, respectivament, mentre que CF representa el compte financer de la balança de pagaments. En general, el primer terme de l'expressió $(BCC + BK)$ recull pròpiament les operacions comercials del país amb la resta del món, mentre que al segon dels termes, CF, es registren les operacions financeres del país –bàsicament, entrades i sortides de capitals més la variació de reserves–.

Quadre 2.2. Dimensió dels moviments nets de capitals financers (1870-2002)

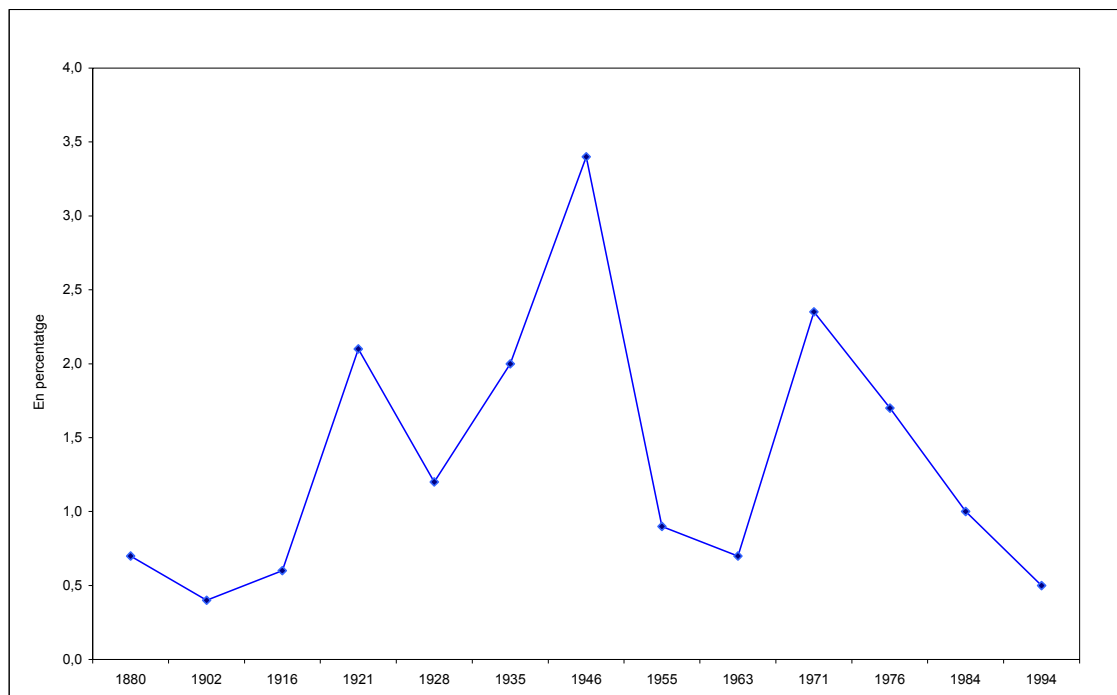
<i>Període</i>	<i>Mitjanes percentuals, en valor absolut, del quocient del saldo del compte corrent respecte el PIB.</i>												
	<i>Argentina</i>	<i>Austràlia</i>	<i>Canadà</i>	<i>Dinamarca</i>	<i>França</i>	<i>Alemanya</i>	<i>Itàlia</i>	<i>Japó</i>	<i>Noruega</i>	<i>Suècia</i>	<i>Regne Unit</i>	<i>Estats Units</i>	<i>Mitjana</i>
1870-89	18,7	8,2	7,0	1,9	2,4	1,7	1,2	0,6	1,6	3,2	4,6	0,7	3,7
1890-1913	6,2	4,1	7,0	2,9	1,3	1,5	1,8	2,4	4,2	2,3	4,6	1,0	3,3
1914-18	2,7	3,4	3,6	5,1	-	-	11,6	6,8	3,8	6,5	3,1	4,1	5,1 ^a
1919-26	4,9	4,2	2,5	1,2	2,8	2,4	4,2	2,1	4,9	2,0	2,7	1,7	3,1
1927-31	3,7	5,9	2,7	0,7	1,4	2,0	1,5	0,6	2,0	1,8	1,9	0,7	2,1
1932-39	1,6	1,7	2,6	0,8	1,0	0,6	0,7	1,0	1,1	1,5	1,1	0,4	1,2
1940-46	4,8	3,5	3,3	2,3	-	-	3,4	1,0	4,9	2,0	7,2	1,1	3,2 ^a
1947-59	3,1	3,4	2,3	1,4	1,5	2,0	1,4	1,3	3,1	1,1	1,2	0,6	1,9
1960-73	1,0	2,3	1,2	1,9	0,6	1,0	2,1	1,0	2,4	0,7	0,8	0,5	1,3
1974-89	1,9	3,6	1,7	3,2	0,8	2,1	1,3	1,8	5,2	1,5	1,5	1,4	2,2
1990-96	2,0	4,5	4,0	1,8	0,7	2,7	1,6	2,1	2,9	2,0	2,6	1,2	2,3
1997-02	4,8	4,1	1,7	1,6	2,2	1,1	1,1	2,5	11,2	4,3	1,7	3,3	3,3

Nota: ^{a)} Mitjana que no incorpora alguns països.

Font: Obstfeld (1998). Les dades per al període 1997-02 són elaboració pròpia, a partir del *International Financial Statistics* del FMI.

En aquest mateix sentit, la gràfica 1.2 ofereix un altre indicador de la mobilitat de capital basat en les desviacions estàndards del diferencial de tipus d'interès a un any entre actius financers venuts a Nova York i venuts a Londres.

Gràfica 1.2. Desviació típica dels diferencials de rendibilitat (1880-1994)



Font: Obstfeld (1998)

El diferencial de tipus d'interès, i per tant la seva volatilitat, seria igual a zero si la mobilitat de capital entre els dos centres fos perfecta; tanmateix aquests valors poden desviar-se de zero per l'existència de costos d'informació i transacció, risc polític i altres barreres a la lliure circulació de capitals, tot i que a la pràctica les diferències entre els instruments financers dels Estats Units i la Gran Bretanya escollits per establir aquesta comparació també podrien explicar aquestes diferències.

En qualsevol cas, durant el període del "*patró or*" els diferencials de tipus d'interès entre Nova York i Londres presentaven relativament poques fluctuacions. Les primeres diferències comencen a fer-se manifestes durant la Primera Guerra Mundial, especialment a començaments de la dècada dels '20. A partir d'aleshores, entre els anys '30 i els anys '50 els diferencials de rendiment s'amplien i no comencen a reduir-se fins la segona meitat dels anys '50 i començaments dels '60, quan Nova York i Londres es consoliden com a places financeres mundials. Els *gaps* de tipus d'interès s'eixamplen, novament i de manera pronunciada des de finals de la dècada dels '60 per tornar a caure a partir de 1971. D'aleshores ençà, la variabilitat dels tipus d'interès disminueix progressivament fins a arribar a situar-se en valors molt baixos a principis de la dècada dels '90, similars als del període del "*patró or*", a finals del s.XIX.

B. El procés d'integració financera als països en desenvolupament

1. L'evolució dels fluxs de capitals durant la dècada dels '90

En l'anàlisi dels moviments de capitals privats adreçats als països en desenvolupament durant la dècada dels '90 es poden distingir dos períodes ben definits. El primer període, que arranca l'any 1989 i s'estén fins 1996, constitueix l'etapa històrica de gran aflluència de capitals estrangers. El segon període s'inicia el 1997 i abasta gairebé tota la segona meitat de la dècada dels '90. Aquesta segona etapa es caracteritza per la reversió sobtada en el flux d'entrada de capitals procedents de l'estranger, conseqüència de la creixent inestabilitat financera que imposen els diferents episodis de crisis canviàries i financeres que sacsegen les economies emergents durant la segona meitat de la dècada dels '90.

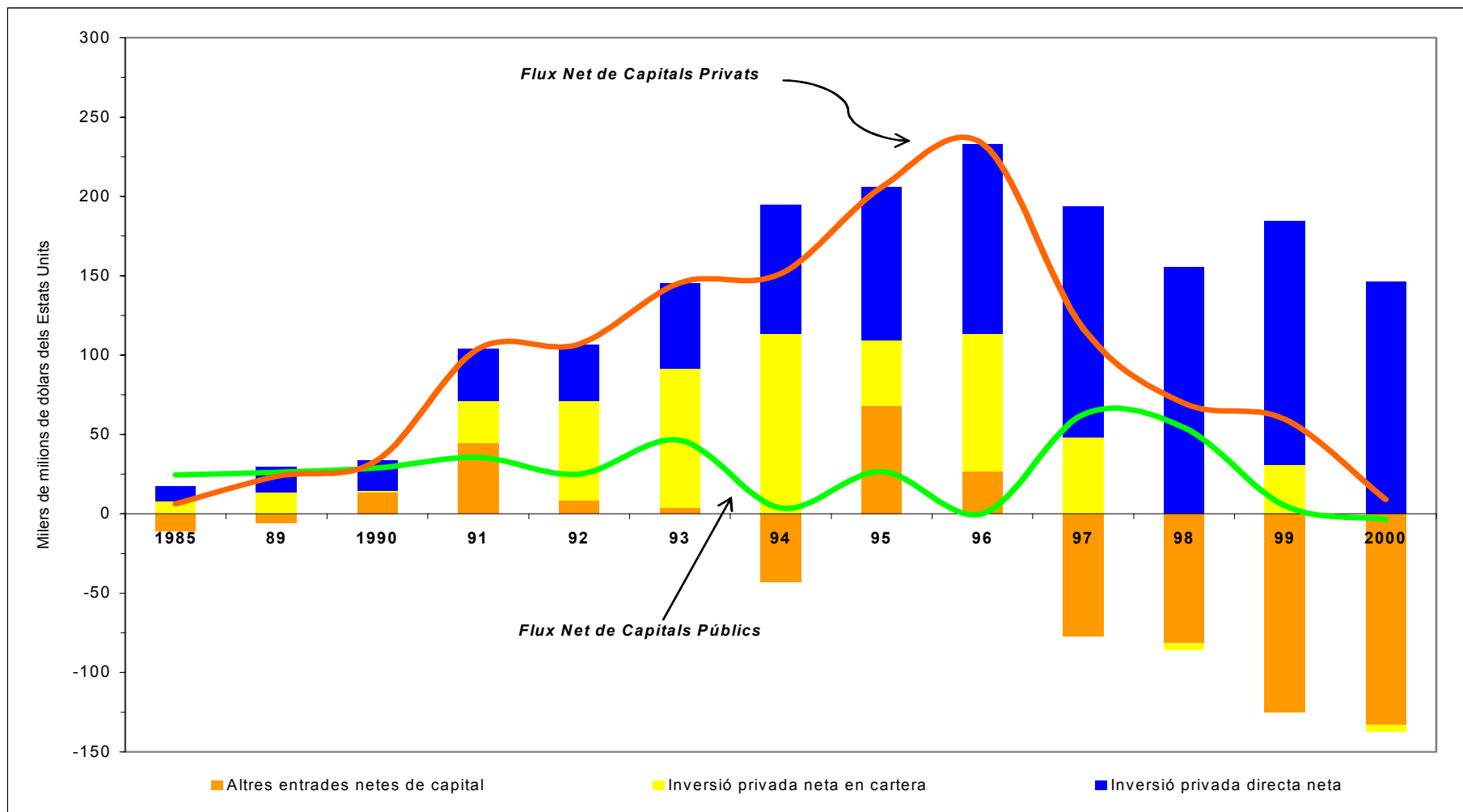
1.1. EL PERÍODE D'ENTRADES MASSIVES DE CAPITALS FINANCERS

D'acord amb les dades del FMI, l'any 1989 marca l'inici de l'escala dels fluxs de capitals privats dirigits als països en desenvolupament. Aquell any les entrades netes de capitals privats que es dirigien als països en desenvolupament, emergents i no emergents, era de 23.700 milions de dòlars. En només en els set anys, el renovat accés de les economies emergents als mercats de capitals es consolida, de tal manera que, l'any 1996 les entrades netes de capitals suposaven 233.200 milions de dòlars, quasi 10 vegades el valor de 1989.

La composició de les entrades netes de capitals privats estrangers ha canviat significativament respecte la dècada dels '80. Els crèdits bancaris sindicats i la inversió directa eren l'instrument financer dominant en els moviments de capitals entre 1978-82. Per contra, tal com il·lustra la gràfica 2.2, entre 1989 i 1996, aproximadament, el 60 per cent del total d'entrades netes de capitals privats prenen la forma d'inversions en cartera (36 per cent) o bé de crèdits i dipòsits bancaris en moneda estrangera (23 per cent) mentre que les inversions directes procedents de l'estranger (IDE) representaven el 40 per cent del total.

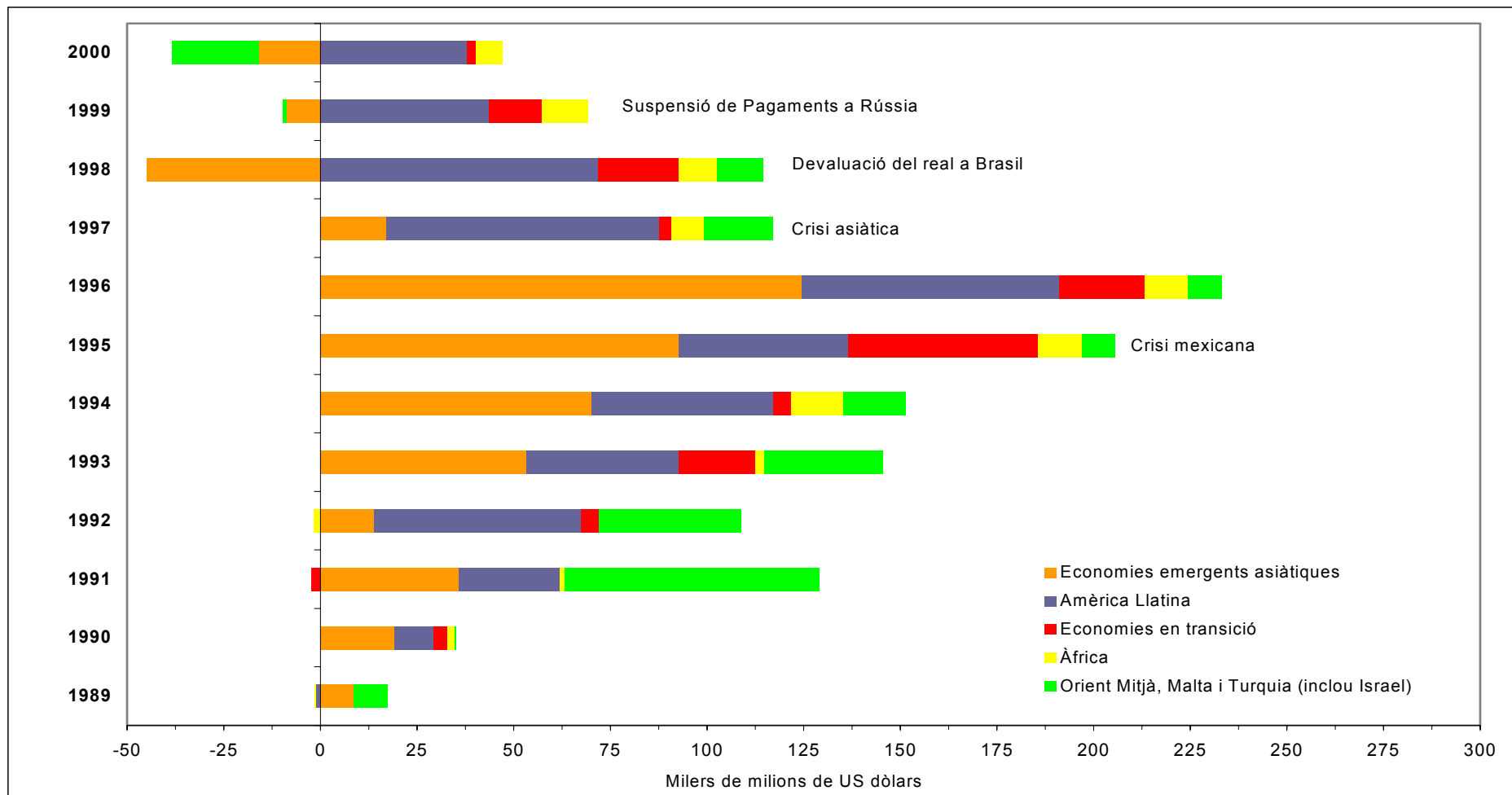
Quant a la distribució geogràfica d'aquest flux creixent de capitals, la gràfica 3.2 posa de manifest que durant el període 1989-96 les entrades netes de capitals que es dirigien principalment a les economies asiàtiques –aproximadament un 40 per cent del total– i als països d'Amèrica Llatina –entorn al 25 per cent del total–. Inicialment, bona part d'aquests capitals es destinaven a les economies sud-americanes, especialment Mèxic i en menor mesura Argentina; però després de la crisi mexicana de 1994-95 i els seus efectes sobre Brasil i Argentina, els fons començaren a destinar-se a les, aparentment, cada cop més segures economies asiàtiques.

Gràfica 2.2. Composició de les entrades netes de capitals financers als països en desenvolupament



Font: Elaboració pròpia a partir de World Economic Outlook Database (FMI).

Gràfica 3.2. Distribució geogràfica de les entrades netes de capitals privats als països en desenvolupament



Font: Elaboració pròpia a partir de World Economic Outlook Database (FMI).

Els fluxs de capitals vers Amèrica Llatina es concretaven sobretot en inversions en cartera –41,5 per cent– i crèdits bancaris a curt termini –28,6 per cent–, que en conjunt representaven en, aproximadament, uns 31.000 milions de dòlars, aproximadament un 70 per cent del flux net de capitals procedents de l'estranger durant el període de 1989-96; però l'elevat percentatge d'inversió a curt termini va esdevenir una font d'inestabilitat per la regió entre 1991-94 i va acabar alenant la crisi del peso a Mèxic l'any 1994 i el posterior "*efecte Tequila*". D'aquesta manera, l'any 1995, la inversió en cartera neta a Sud-amèrica fou negativa i, en general, el flux total de capitals també es va reduir de forma abrupta. Els fluxs de capitals a la regió va refer-se a partir de 1996 i van contribuir a establir un nou registre a les entrades de capitals, a les economies emergents aquell mateix any.

A l'Est d'Àsia, amb caràcter general, les entrades de capitals prenen la forma d'inversions directes; tanmateix una anàlisi més detallada ens permet observar un comportament diferencial entre els països que van experimentar de forma directa la crisi de 1997 i la resta de països asiàtics. Així, durant els anys previs a la crisi asiàtica de 1997, els crèdits bancaris i la inversió en cartera per als països que la van experimentar directament, representaven un 80 per cent del finançament extern. D'aquesta manera, Tailàndia, Indonèsia, Malàisia, Filipines i Corea del Sud van registrar entrades de capitals en forma de crèdits bancaris per valor de 116.500 milions de dòlars en conjunt i durant el període 1989-96 i en forma d'inversions en cartera per un total de 102.600 milions de dòlars. A la resta de països asiàtics que no es van veure afectats directament per la crisi de 1997 com Singapur, Taiwan i Hong Kong, la font principal de finançament exterior provenia de la inversió directa: 168.500 milions de dòlars entre 1990-96 i que constituïa un 60 per cent del total de finançament exterior d'aquestes economies.

Quant a la resta de països en desenvolupament trobem que els fluxs de capitals a l'Orient Mitjà durant el període 1989-96 s'han mostrat molt volàtils. En termes mitjans, les entrades netes de capitals privats han sumat una quantia anual de 23.800 milions de dòlars aproximadament –amb un valor mínim de 200 milions de dòlars quan la cotització del preu del cru va tocar fons als mercats internacionals l'any 1990 i un valor màxim de 65.800 milions de dòlars durant la invasió de Kuwait i l'alça del preu del petroli l'any 1991–. Aquests fons procedents de l'exterior representen un 25 per cent del total d'entrades i sortides de capitals dels països en desenvolupament. La major part d'aquestes entrades netes de capitals privats es concretaven en crèdits bancaris –43,8 per cent– i en menor mesura inversions en cartera –33 per cent–.

L'evolució dels moviments de capitals vers les economies en transició entre 1989 i 1996 també han estat molt erràtics però, en general, les entrades netes de capitals privats s'han situat entorn els 10.000 milions de dòlars anuals –aproximadament un 10 per cent del total– amb algunes puntes associades a situacions d'inestabilitat en d'altres i en les que els inversors tendien a

refugiar-se en aquestes economies. Els principals components d'aquests fluxs nets de capitals privats han estat la inversió en cartera i els crèdits bancaris que constituïen el 66 per cent, tot i que la inversió directa malgrat tenir una importància relativa bastant menor ha experimentat una tendència alcista constant.

Finalment, s'ha d'assenyalar que la inversió a l'Àfrica, en qualsevulla de les seves formes, durant aquest primer període ha estat més aviat marginal: representava menys d'un 3 per cent de les entrades netes de capitals als països en desenvolupament.

1.2. LA REVERSIÓ EN EL FLUX D'ENTRADA DE CAPITALS

Des de 1997 i especialment l'any 1998, les entrades netes de capitals privats cap als països en desenvolupament es va reduir ostensiblement com a conseqüència de les sortides massives de capitals que precipiten la crisi de les economies de l'Est d'Àsia de l'estiu de 1997 i, en menor mesura però també, la crisi mexicana de finals 1994 i l'*efecte Tequila* posterior. D'aquesta manera, el 1998 les entrades netes de capitals eren de 69.600 milions de dòlars un nivell un 40 per cent per de sota dels valors de 1997 i un 70 per cent inferior a les xifres de 1996, com es pot comprovar a la gràfica 2.2. Aquesta reversió sobtada en la direcció del flux de capitals privats es perllonga durant els anys posteriors, encara que no de forma tan pronunciada. El 1999 el flux net de capitals privats totalitza 59.600 milions de dòlars mentre que l'any 2000 sumaven un total de 29.400 milions de dòlars, valor que en termes mitjans era lleugerament superior als de principis de la dècada dels '90.

La fugida de capitals es fa més evident si s'analitza tant l'evolució de la inversió en cartera com la partida dels crèdits bancaris del compte financer de la balança de pagaments durant el període 1996-00. Així, la inversió neta en cartera es redueix a la mínima expressió l'any 1998 per tornar a recuperar-se durant 1999. En aquest sentit, la inversió neta en cartera durant la segona meitat dels anys '90 es va situar, aproximadament, en uns 31.600 milions de dòlars per al conjunt de països emergents, xifra que constitueix un 13,7 per cent del total del finançament net rebut de l'exterior i que contrasta amb el 36 per cent de la primera meitat dels '90. La caiguda d'aquest component mostraria d'alguna manera l'augment del risc país associat a una inversió en una economia emergent. Ara bé, la principal explicació d'aquesta caiguda en les entrades netes de capitals privats la trobem en la disminució del finançament bancari a les economies emergents. En aquest sentit, la partida de "*crèdits bancaris i altres*"⁶ il·lustraria plenament la reversió en el flux de capitals associada a la negativa de les entitats de crèdit estrangeres a renegociar els préstecs als països asiàtics durant la crisi de 1997.

⁶ La partida "*Crèdits bancaris i altres*" del compte financer considera crèdits bancaris sindicats, efectes comercials i dipòsits bancaris.

D'aleshores ençà, el flux net de capitals ha continuat declinant com a conseqüència de l'acceleració del procés de devolució dels crèdits bancaris denominats en moneda estrangera en unes poques grans economies, de la disminució de l'exposició externa de les entitats financeres i no financeres –especialment a Àsia–, així com l'impacte positiu associat a la reducció dels preus del petroli sobre la liquiditat dels països de l'Orient Mitjà. De fet, l'amortització d'aquests préstecs vindria a explicar bona part de les sortides de capitals registrades entre 1997 i 2000 per un valor mitjà aproximat de 78.000 milions de dòlars, un 32 per cent dels moviments de capitals dirigits a les economies emergents. En qualsevol cas, aquestes sortides de capitals comencen a fer-se menys pronunciades des de finals de 1998, però sobretot a partir de 1999, malgrat els episodis de crisi a Brasil (1998) i altres països de l'Europa Oriental (1998) i a Rússia (1999). Un altre fet rellevant derivat d'aquesta sortida massiva i sobtada de capitals és que, des de 1997, es produeixen canvis en la composició del flux d'entrada de capitals. Ara la inversió directa de l'estranger torna a ocupar el paper preponderant tant en termes absoluts com en termes relatius. La IDE suma en promig uns 143.000 milions de dòlars i passa a representar un 54 per cent dels moviments de capitals del període. Amb tot, en els últims anys el nivell d'inversió directa procedent de l'estranger s'ha mostrat estacionari, disminuint lleugerament durant els períodes de crisi, entre mitjans de 1997 i principi de 1998, però presenta en conjunt una tendència alcista entre 1992 i 2000.

Després de la crisi de 1997 el flux de capitals que es destinaven a les economies asiàtiques va caure des dels 124.600 milions de dòlars de 1996 fins als 17.000 milions de dòlars de 1997 com a conseqüència de la sortida massiva de capitals –aproximadament 51.600 milions de dòlars– associada principalment a la no renovació dels crèdits bancaris. La disminució dels fluxs nets de capitals entre les economies de l'Est d'Àsia durant 1997 fou molt més pronunciada que la vinculada a l'*efecte Tequila* entre els països sud-americans l'any 1995. La causa la trobem en què la crisi mexicana fou aturada de manera efectiva pels paquets de rescat financer que el FMI va atorgar a Mèxic a finals de gener de 1995 i a Argentina el mes de març del mateix any. Per contra, la crisi asiàtica es va estendre de Tailàndia a Filipines i Indonèsia i des d'allí a Hong Kong, Malàisia, Singapur, Taiwan i Corea del Sud sense que la mediació del FMI pogués evitar el contagi de la crisi. Com a conseqüència, els crèdits bancaris i la inversió en cartera van disminuir de manera ostensible.

Però, realment les dificultats financeres derivades de la crisi de l'Est d'Àsia es van fer sentir durant 1998. Les sortides netes de capitals dels cinc països afectats per la crisi asiàtica mesurades en termes d'amortitzacions de crèdits bancaris i d'inversions en cartera van augmentar des dels 16.100 milions de dòlars als 43.300 de 1998. Aquest procés es va acabar fent extensiu a la resta de països asiàtics que van registrar sortides netes de capitals –mesurades

en termes d'inversions en cartera i crèdits bancaris— per valor de 26.700 milions de dòlars l'any 1997 i de 61.500 milions de dòlars l'any 1998. Tanmateix aquesta reversió en les entrades de capitals va començar a fer-se menys pronunciada a partir de 1999 però especialment durant l'any 2000.

Paradoxalment, la inversió directa a la regió asiàtica no va disminuir durant aquest període, circumstància que reflectia la confiança dels inversors en les perspectives de futur d'aquelles economies o bé, alternativament, la impossibilitat de desmobilitzar de manera immediata aquelles inversions. En qualsevol cas, s'observa que la inversió directa entre 1996-2000 es va mantenir constant entorn uns nivells de l'ordre dels 55.200 milions de dòlars, és a dir, aproximadament, un 43 per cent dels fluxs de capitals d'aquesta regió.

A Amèrica Llatina, el volum d'entrades de capitals van disminuir entre 1998 i 2000 com a conseqüència de la crisi asiàtica, primer, i posteriorment la situació de Brasil i d'Argentina i de la crisi russa de 1999. En un principi, les economies sud-americanes van esdevenir un cert refugi durant la crisi asiàtica i per això les entrades netes de capitals privats assoliren un nivell màxim de 71.700 milions de dòlars l'any 1997 —un 58,7 per cent del moviment total de capitals a les economies emergents—. Però la suspensió de pagaments del deute públic a Rússia (1998) i la devaluació del real brasiler (1999) van precipitar una reducció de les inversions en cartera a les economies emergents que va afectar molt negativament el flux de capitals adreçat a Amèrica Llatina. Així les entrades de capitals a partir de 1998 comencen a disminuir paulatinament fins a situar-se en els 37.900 milions de dòlars de l'any 2000, gairebé la meitat dels valors assolits l'any 1996 i 1997. A l'igual que a les economies asiàtiques destaca la importància creixent de la inversió directa procedent de l'estranger. En aquest sentit, la inversió directa durant la segona meitat de la dècada dels '90 es va situar en uns nivells de l'ordre dels 58.000 milions de dòlars, aproximadament un 61,3 per cent del total del flux net de capitals privats dirigits a la regió.

Finalment, si es descompten el flux net de capitals privats adreçats a Àsia i Amèrica Llatina, les entrades netes de capitals financers destinats a la resta de països en desenvolupament durant la segona meitat de la dècada dels '90 van romandre per sobre els valors assolits l'any 1996. En particular, a les economies en transició, les entrades netes de capitals privats també van caure a causa de la crisi russa, a l'igual que els fluxs de capitals cap a Àfrica. En canvi, els capitals financers destinats a Orient Mitjà van augmentar substancialment, per la necessitat de finançament extern que va imposar sobre aquells països la caiguda dels preus del petroli.

2. Les causes del renovat accés dels països emergents als mercats financers durant la dècada dels '90

La magnitud de les entrades netes de capitals financers privats vers els països en desenvolupament emergents durant els anys '90 ha generat l'aparició d'un nombre significatiu d'estudis teòrics i empírics⁷ que identifiquen els elements determinants d'aquesta tendència. Aquests estudis, normalment, distingeixen dues grans categories de factors explicatius: *push* i *pull factors*. Els *push factors* són una denominació genèrica que aplega un conjunt de causes –especialment canvis en l'estructura dels mercats financers nacionals i internacionals– que expliquen les sortides de capitals dels països d'origen. Per altra banda, els *pull factors* es refereixen al seguit de circumstàncies que van convertir les economies emergents en un pol d'atracció dels capitals financers privats estrangers. Són, bàsicament, polítiques macroeconòmiques i de reforma estructural implementades a les economies emergents, però també esdeveniments de caire no estrictament econòmic que han augmentat la credibilitat i solvència d'aquests països.

2.1. PUSH FACTORS

L'escala i la composició dels fluxs de capitals cap a les economies emergents durant la dècada dels '90 s'ha vist 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 que limitaven la lliure circulació de capitals a nivell internacional, la revolució en l'àmbit de la informàtica i de les telecomunicacions així com la diversificació de la cartera d'inversions i la recerca d'uns majors rendiments per part dels inversors de les economies madures (Williamson i Mahar, 1998).

2.1.1. La liberalització dels moviments de capitals

Per a Bacchetta i van Wincoop (1998) el factor fonamental que explica l'augment de les entrades de capitals a les economies emergents és l'onada de liberalitzacions financeres i de reformes estructurals que s'han produït tant a les economies industrialitzades com als països en desenvolupament. Aquesta tendència venia inspirada per la filosofia del "*Consens de Washington*"⁸, una sèrie de mesures per liberalitzar les transaccions internacionals durant la

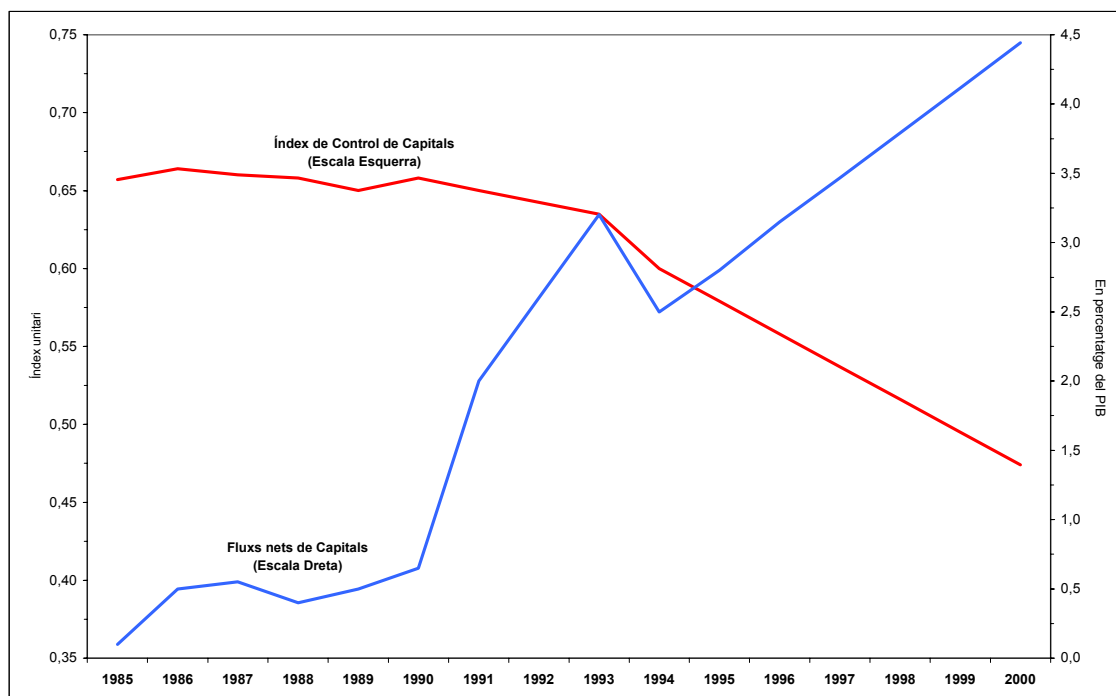
⁷ Per una anàlisi empírica més detallada de les causes sobre els moviments de capitals durant els anys '90 veure Calvo, Leiderman i Reinhart (1993), Fernández-Arias i Montiel (1996), Agénor i Hoffmaister (1996), Banc Mundial (1997), Bacchetta i van Wincoop (1998) i Williamson i Mahar (1998).

⁸ Com s'explica al capítol 4 d'aquesta tesi doctoral, el terme "*Consens de Washington*" fou utilitzat per primera vegada per John Williamson per descriure el criteri imperant a finals dels anys '80 i principis de la dècada dels '90 segons el qual, les economies havien de descansar més en el lliure funcionament dels mercats. Les recomanacions consideraven, en l'àmbit de política interna, la privatització i la desregulació, i en termes de política exterior, l'obertura a l'exterior dels mercats nacionals, altament regulats. Aquesta idea es basava en l'opinió que les economies de mercat han de participar en el sistema econòmic i financer internacional

primera meitat de la dècada dels '90, en part com a conseqüència de l'experiència de les crisis de deute sobirà de principis dels anys '80.

La gràfica 4.2 reproduïx l'índex de controls de capitals –construït per Bartolini i Drazen (1997a) i basat en la informació per a 163 països que proporciona l'*Exchange Arrangements and Exchange Restriccions* del FMI– i el compara amb l'evolució de les entrades netes de capitals a les economies emergents⁹.

Gràfica 4.2. Controls de capitals i entrades nets de capitals a les economies emergents



Font: FMI, *Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restriccions i World Economic Outlook*

La gràfica il·lustra com les restriccions sobre els moviments de capitals es van reduir de manera ostensible des de finals dels anys '80; una tendència inversament proporcional a la mostrada pels fluxos de capitals i que suggereix que l'entrada massiva de capitals als països emergents no és casual i podria explicar-se perfectament a partir de la supressió de les traves a la lliure mobilitat de capitals.

Òbviament, el ritme i l'extensió d'aquestes mesures difereixen notablement entre països. Així, alguns han eliminat les restriccions que limitaven els moviments de capitals, altres han endegat programes de reforma econòmica que incideixen també sobre aspectes dels mercats financers o bé d'altres han autoritzat la inversió directa en diferents sectors industrials. Amb tot, a la

per beneficiar-se d'una major competència. Així, va prendre força la idea que primer hauria de liberalitzar-se el compte corrent, per després continuar amb una liberalització, relativament ràpida, de les operacions del compte financer de la balança de pagaments.

⁹ Tres variables fictícies (variables *dummy*) per cada país i per cada any serveixen per reflectir si el país estableix restriccions sobre les operacions del compte financer, si el país utilitza tipus de canvi múltiples o bé si imposa dipòsits obligatoris sobre les exportacions. L'índex que resulta per cada país i per cada any s'obté sumant els valors de les tres variables fictícies –que prenen un valor de 0 o de 1– i dividint entre tres. Els valors mitjans oscil·len entre 0 i 1. Zero (0) suposa l'absència de restriccions mentre que

majoria de països, aquests processos de liberalització financera han estat només parcials, i aquesta circumstància ha viciat d'alguna manera la naturalesa dels capitals privats que afluïen a l'economia per cobrir les necessitats de finançament del país.

En aquest sentit, la gràfica 5.2 recull l'evolució del grau d'obertura dels diferents mercats financers tant a les economies emergents com als països més avançats entre 1973 i 1998 a partir d'un Índex de Liberalització Financera¹⁰ (ILF) elaborat per Kaminsky i Schumkler (2002). Aquest índex, que mesura el grau de liberalització de les operacions del compte financer de la balança de pagaments, del mercat borsari i del sector financer nacional, pot prendre valors entre 1 i 3. Un valor igual a 1 significa que aquell mercat està plenament liberalitzat mentre que un valor de 3 suposa un nivell de restriccions extrem.

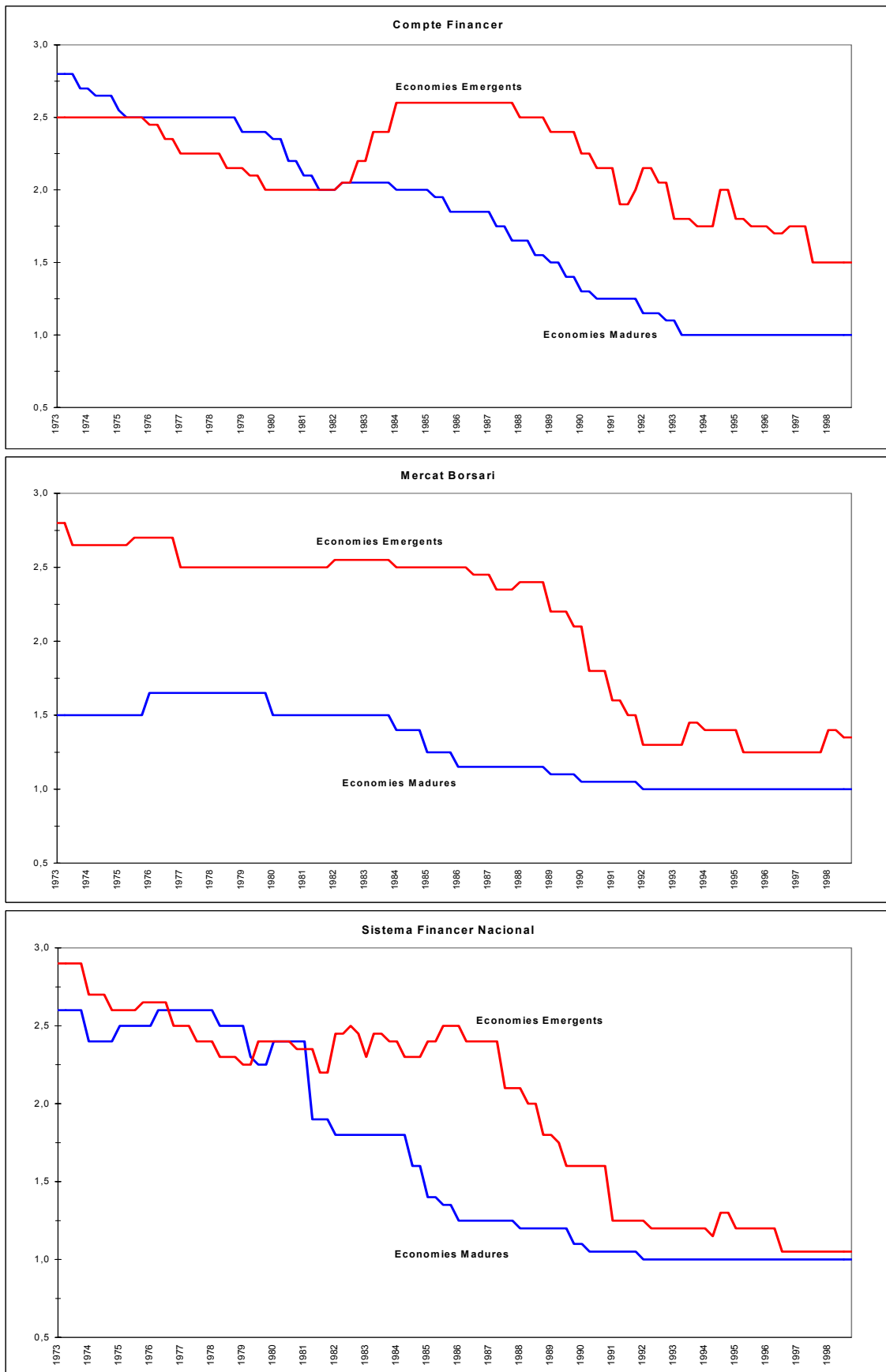
Com es pot comprovar, els mercats financers dels països més industrialitzats són els que han mostrat un major grau d'obertura durant els darrers 25 anys. Així, el valor mitjà del ILF per als països més avançats de la mostra és de 1,7 mentre que per a les economies emergents el valor mitjà és de 2,3. Amb tot, l'evolució de l'índex de liberalització posa de manifest, tant als diferents mercats financers com a les distintes regions, una disminució progressiva de les restriccions; en aquest sentit, el valor mitjà de l'índex va passar d'un valor inicial de 2,5 als països més avançats i de 2,9 per als mercats emergents l'any 1973, a uns valors d'1 i d'1,2 a finals de la dècada dels '90.

Com a conseqüència d'aquest procés de liberalització dels diferents mercats, el creixement dels moviments de capitals financers des de les economies més avançades cap a les economies emergents fou espectacular. Amb tot, aquesta tendència no ha seguit una evolució homogènia a totes les regions. Així, la dinàmica de liberalització als mercats madurs ha estat un procés gradual i ininterromput. En canvi, a les economies emergents el procés d'integració ha travessat diverses fases: l'incipient obertura dels mercats financers a la dècada dels '70 es va veure truncada arran de la crisi del deute a Amèrica Llatina de principis dels anys '80. A partir dels anys '90 es van tornar a rebaixar novament les restriccions que obstaculitzaven el lliure funcionament dels mercats financers.

u (1) determina la presència absoluta de la totalitat de controls de capitals relacionats anteriorment. El valor agregat de l'índex de control de capitals és la mitjana dels valors de l'índex de cada país en cada any.

¹⁰ L'estudi es basa en una mostra de 28 països classificats en quatre grups: els països del G-7 (Alemanya, Canadà, Estats Units, França, Itàlia, Japó i Regne Unit); els països de la zona asiàtica (que inclou Corea del Sud, Filipines, Hong Kong, Indonèsia, Malàisia, Taiwan i Tailàndia); el grup europeu (que exclou els països integrants del G-7 i incorpora Dinamarca, Espanya, Finlàndia, Irlanda, Noruega, Portugal i Suècia); i el grup d'Amèrica Llatina (que considera els països més grans de la regió com Argentina, Brasil, Colòmbia, Mèxic, Perú, Xile i Veneçuela). Les fonts d'informació provenen de les publicacions del FMI: *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriccions* i *Recent Economic Developments Country Reports*, la publicació *Emerging Markets Database* de la CFI i la publicació de l'OCDE *Economic Surveys*. També s'usen diferents informes del *The Economist Intelligence Unit*, del Banc Mundial, i dels bancs centrals de diversos països.

Gràfica 5.2. Evolució del procés de liberalització financera a diferents mercats i grups de països



Font: Kaminsky i Schmukler (2002)

En particular, resulta interessant destacar que els mercats borsaris dels països desenvolupats han estat liberalitzats en primera instància, com així ho testimonia el fet que ja des de començaments dels anys '70 l'ILF en aquest sector ja se situava entorn a un valor d'1,5. Durant aquesta època, aproximadament, el 80 per cent dels països més avançats havien liberalitzat, si més no parcialment, els seus mercats borsaris; per contra, el sector financer nacional i el compte financer presentaven notables restriccions. D'aquí que a l'inici de la dècada dels '70, el valor mitjà de l'índex per a qualsevol dels dos sectors fos de 2,5.

No va ser fins a començaments dels anys '80 quan es comencen a registrar, de forma tímida els primers avanços cap a la liberalització tant dels moviments de capitals com de l'operativa dels sectors financers nacionals, tot situant el valor mitjà de l'índex entorn a 2.

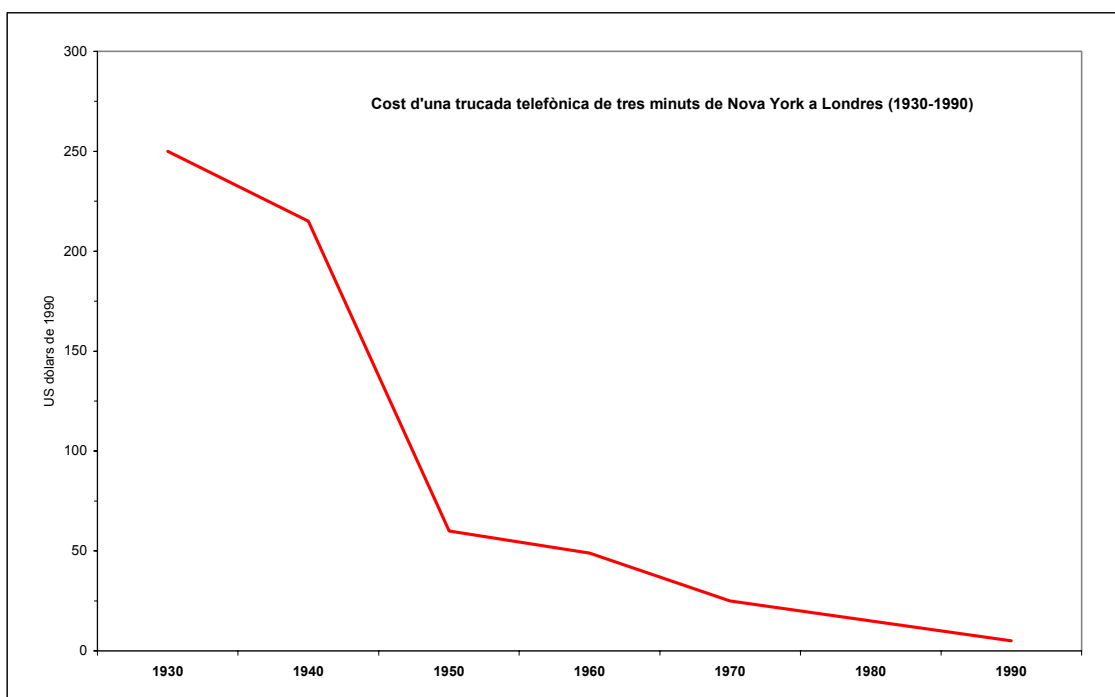
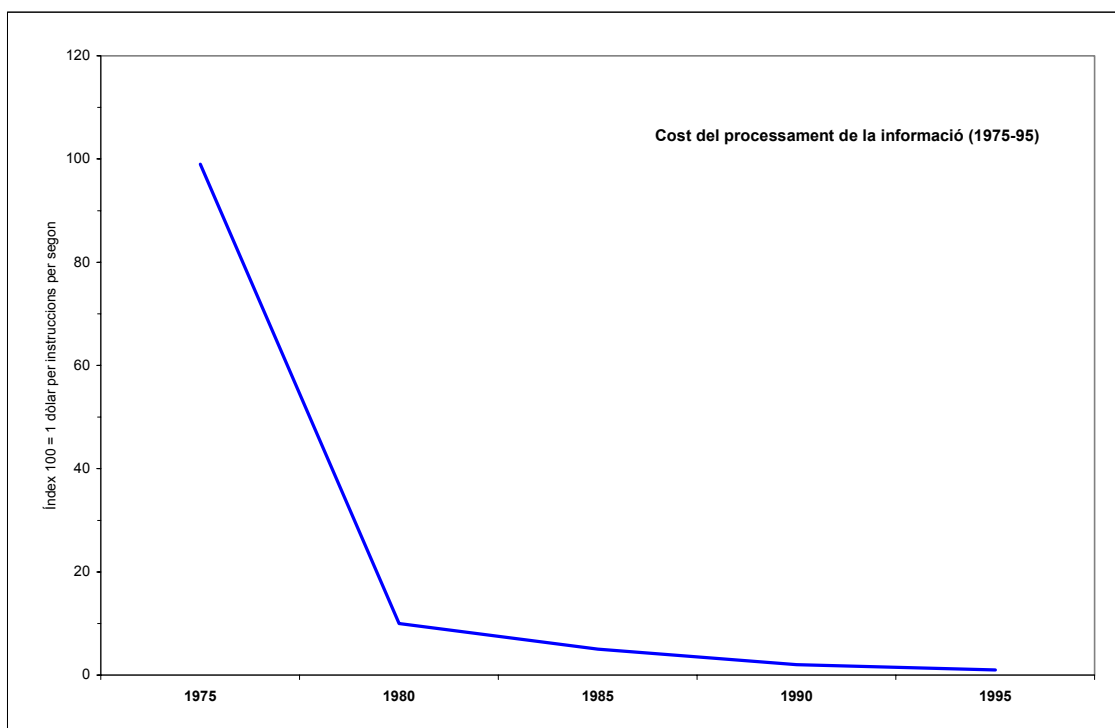
A partir d'aleshores, els sistemes financers nacionals dels països més industrialitzats experimenten una ràpida desregulació a resultes de la qual l'índex se situa en 1,25 a finals dels '90 i en 1 l'any 1992. Alhora, aquest procés es veu reforçat per la desaparició dels controls sobre els moviments de capitals entre els països membre de l'antiga Comunitat Europea a finals dels '80 i a la posterior creació de la Unió Econòmica i Monetària (UEM). D'aquesta manera, des de principis de 1993 l'obertura del compte financer als mercats madurs era plena, destacant les economies de Canadà, Holanda i el Regne Unit pel seu major grau d'obertura financera entre els països més industrialitzats.

En canvi a les economies emergents el procés de liberalització dels diferents mercats financers ha seguit una evolució molt distinta. A començaments dels '70, només una petita proporció dels països havia dut a terme reformes i, per això, les restriccions als mercats financers dels països emergents eren molt severes, com així ho palesa que el valor mitjà de l'ILF oscil·lés entre 2,5 i 3 en funció del sector. Però durant la segona meitat dels anys '70, moltes de les economies emergents van liberalitzar la indústria bancària i les operacions del compte financer, fins i tot, en major mesura que molts països industrialitzats. Mentre tant, els mercats borsaris restaven al marge d'aquest procés. Però aquestes reformes van durar poc en el temps, perquè la crisi del deute de 1982 va obligar a restablir els controls als moviments de capitals i a imposar noves restriccions a l'operativa de les entitats financeres, especialment a Mèxic, Argentina i Xile. En conjunt, aquestes restriccions als mercats de capitals es van mantenir fins a finals dels '80, moment en què diversos factors –que se citen a continuació– van impulsar una segona onada de reformes, adreçades a promoure la creixent integració financera de les economies d'Amèrica Llatina i de l'Est d'Àsia. Fruit d'aquesta tendència les limitacions tant al sector financer nacional com als mercats de capitals es van reduir a la mínima expressió –l'ILF mitjà valia 1,25 per als mercats borsaris i 1,15 per al sistema financer– mentre es mantenien certes restriccions sobre el compte financer, especialment als països d'Amèrica Llatina.

2.1.2. La revolució tecnològica en l'àmbit de la informàtica i de les telecomunicacions

Un altre factor estructural important que ha afavorit els moviments de capitals arreu del món és la revolució de les telecomunicacions i la informàtica. Els avenços en aquestes àrees han permès reduir de manera molt significativa els costos d'informació i transacció als mercats financers.

Gràfica 6.2. Cost de processament de la informació (1975-1995)



Font: Banc Mundial (1997).

Paral·lelament, la major mobilitat de capitals ha alimentat tant la innovació financera com la liberalització i desregulació de les transaccions financeres nacionals i internacionals, tot afavorint la progressiva integració dels mercats de capitals mundials (Banc Mundial, 1998).

La revolució tecnològica en l'àmbit de la informàtica podria il·lustrar-se a través de l'evolució de la velocitat de processament de la informació entre 1975 i 1995 que mostra la part superior de la gràfica 6.2; el cost de processament de la informació a través d'ordinadors, mesurats en dòlars per segon, ha caigut des d'un valor 100 l'any 1975 a un valor de 0,01 l'any 1995 i a 0,001 actualment. Aquest increment en la capacitat de processament de dades ha multiplicat la informació disponible per les institucions financeres, ha augmentat la capacitat dels inversors i dels creditors en la gestió de les seves carteres d'inversió i ha permès disposar d'estudis més acurats sobre els mercats i el risc associat a cada operació.

La millora en la tecnologia de telecomunicacions ha completat els canvis en les tecnologies de la informació, en la mesura que ha possibilitat la més ràpida transmissió de la informació entre diferents mercats i un millor control sobre operacions financeres disperses geogràficament. Així per exemple, la part inferior de la gràfica 6.2, posa de manifest aquest avenç de les telecomunicacions a partir de l'evolució del cost d'una trucada telefònica de tres minuts entre Londres i Nova York durant el període 1930-90. En aquest sentit, el cost d'una trucada telefònica de Nova York a Londres era de 250 dòlars l'any 1930, de 50 dòlars el 1960 i de menys d'1 dòlar avui en dia.

Per a Eichengreen, Mussa et al (1998) aquests canvis tecnològics han afectat positivament el flux de capitals dirigits a les economies emergents, perquè han incrementat l'eficiència dels mercats de valors en la tasca de processament i de gestió i en l'emissió de bons i accions, facilitant la sindicació dels crèdits bancaris i proporcionant als inversors i prestamistes dels mercats internacionals productes derivats amb què cobrir-se del risc canviari, del risc de tipus d'interès i del risc d'insolvència¹¹.

2.1.3. La diversificació de les carteres de valors

Una de les conseqüències de la mundialització de l'economia ha estat la progressiva internacionalització de les carteres de valors de les diferents empreses públiques i privades dels països emergents, resultat de la desregulació financera nacional i internacional, de la innovació financera i de les millores en la tecnologia i en la informàtica. De fet, entre finals de la dècada

¹¹ El desenvolupament dels mercats de derivats s'explica, en bona part, pel progrés a l'àmbit de la informàtica i de les telecomunicacions, que ha facilitat el procés de formació de preus en aquests mercats. Tot i que les opcions han existit com a instrument financer des de fa molt de temps, no és fins 1973 –quan el *Chicago Board of Trade* va fundar el *Chicago Options Exchange*– que apareix un mercat organitzat on intercanviar opcions sobre un seguit de valors. La tècnica de *Black-Scholes* i les seves millores posteriors han incrementat la precisió en la determinació de preus així com en la gestió del risc financer.

dels '80 i la primera meitat dels anys '90 hem assistit a un augment substancial de les transaccions de bons i accions entre els “*mercats madurs*” i les economies emergents¹².

Quadre 3.2. Emissions de bons, accions i préstecs sindicats a les economies emergents

<i>Milers de milions de dòlars</i>	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Bons	13.946	24.394	62.671	56.540	57.619	101.926	127.942
<i>Àfrica</i>	311	724	170	2.116	1.947	1.648	9.358
<i>Àsia</i>	4.072	5.908	21.998	29.897	25.307	43.144	45.532
Països afectats per la crisi	3.160	4.031	11.039	15.908	19.254	31.472	24.753
Resta de països asiàtics	912	1.877	10.959	13.989	6.053	11.672	20.779
<i>Economies en transició</i>	2.077	4.829	9.658	3.543	6.583	7.408	16.217
<i>Orient Mitjà, Malta i Turquia (inclou Israel)</i>	400	0	2.052	2.993	710	2.570	2.671
<i>Amèrica Llatina</i>	7.086	12.933	28.793	17.991	23.072	47.156	54.164
Altres passius de renda fixa	499	1.348	2.294	4.710	6.064	9.358	10.015
<i>Àfrica</i>	0	0	0	0	58	0	0
<i>Àsia</i>	459	1.253	2.166	4.638	5.987	9.358	9.831
Països afectats per la crisi	302	483	1.123	2.252	2.941	4.724	3.710
Resta de països asiàtics	157	770	1.043	2.386	3.046	4.634	6.121
<i>Economies en transició</i>	0	0	0	0	0	0	0
<i>Orient Mitjà, Malta i Turquia (inclou Israel)</i>	0	0	0	0	19	0	158
<i>Amèrica Llatina</i>	40	95	128	72	0	0	26
Préstecs bancaris sindicats	41.653	31.464	40.696	56.979	82.972	90.729	123.585
<i>Àfrica</i>	4.274	2.534	1.139	672	6.783	3.183	4.557
<i>Àsia</i>	15.688	15.097	26.984	38.118	46.707	56.201	58.933
Països afectats per la crisi	8.504	7.050	13.196	16.182	25.396	27.986	25.675
Resta de països asiàtics	7.184	8.047	13.788	21.936	21.311	28.215	33.258
<i>Economies en transició</i>	7.253	3.438	4.340	7.003	9.644	12.576	18.487
<i>Orient Mitjà, Malta i Turquia (inclou Israel)</i>	11.090	5.834	1.924	7.670	7.707	6.465	10.755
<i>Amèrica Llatina</i>	3.348	4.561	6.309	3.516	12.131	12.304	30.853
Accions	5.574	7.247	11.915	18.038	11.193	16.414	24.802
<i>Àfrica</i>	143	154	215	574	542	781	1.118
<i>Àsia</i>	952	2.914	5.156	12.130	8.864	9.789	13.241
Països afectats per la crisi	485	991	1.478	4.233	5.133	3.061	1.702
Resta de països asiàtics	467	1.923	3.678	7.897	3.731	6.728	11.539
<i>Economies en transició</i>	81	21	186	641	570	1.289	2.945
<i>Orient Mitjà, Malta i Turquia (inclou Israel)</i>	506	281	336	89	256	894	2.395
<i>Amèrica Llatina</i>	3.892	3.877	6.022	4.604	961	3.661	5.103

Font: BEL, DCBEL database, Capital Data i World Economic Outlook Database

¹² Com s'ha comentat a la introducció d'aquesta tesi doctoral l'expressió “*Mercats madurs*” o *mature markets* és una denominació genèrica que, per oposició al terme “*mercats emergents*” o *emerging markets*, fa referència als mercats financers de les economies més avançades.

En aquest sentit, el quadre 3.2 evidencia la presència creixent d'una major varietat d'accions i altres actius financers denominats en moneda estrangera a les economies emergents, un extrem que per altra banda denota dos canvis estructurals fonamentals dels darrers temps als mercats financers internacionals: el paper cada cop més significatiu dels inversors institucionals i el procés de desintermediació financera.

Les institucions financeres com fons d'inversió, fons de pensions, companyies d'assegurances i *hedge funds* han esdevingut els grans demandants dels actius financers emesos a les economies emergents durant la dècada dels '90. Aquesta tendència s'explica per la voluntat d'augmentar el rendiment de les carteres de valors i alhora aconseguir beneficiar-se d'una major diversificació del risc d'inversió. Aquests inversors institucionals han optat, generalment, per operacions directes, instrumentades a través de la compra de bons o d'accions, en detriment del finançament indirecte a través de crèdits sindicats; com a conseqüència d'aquesta dinàmica, les economies emergents han experimentat un procés creixent de desintermediació financera i de *titulització* dels fluxs de capitals (Bailliu, 2000).

Aquest procés de desintermediació financera i la "*titulització*" –*securitization*– que se'n deriva s'explica fonamentalment perquè, en termes relatius, el cost d'endeutar-se als mercats de valors ha resultat menor al cost d'endeutar-se amb entitats de crèdit. En aquest sentit, l'aparició i desenvolupament de mercats a termini –*Over The Counter, OTC*– i mercats de derivats –futurs i opcions– és atribuïble a la voluntat dels gestors de carteres d'obtenir una millora de la cobertura del risc o alternativament augmentar el seu grau d'exposició en determinats tipus d'actius financers (Nunnenkamp, 2001).

2.2. PULL FACTORS

Mentre els canvis estructurals als mercats financers internacionals han atorgat major rellevància als inversors institucionals i han facilitat l'accés de les economies emergent als mercats de capitals mundials, altres estudis empírics sobre els determinants dels fluxs de capitals cap els països en vies de desenvolupament i en transició durant els anys '90 han emfasitzat el paper de les polítiques macroeconòmiques i de reforma estructural així com alguns episodis de caire no estrictament econòmic.

Així, alguns analistes han suggerit que després d'un període on l'accés als mercats de capitals internacionals per part de les economies emergents era reduït, la implementació de reformes estructurals i de polítiques econòmiques coherents van afavorir les primeres entrades de capitals; aquestes entrades de capitals, alhora, contribuïen a validar l'actuació macroeconòmica dels països emergents.

En aquest context, un seguit d'esdeveniments conjunturals com la caiguda dels tipus d'interès als Estats Units entre 1990 i 1994, l'apreciació del ien japonès així com la resolució de la crisi del deute l'any 1989 amb l'articulació del *Pla Brady* i la caiguda del mur de Berlín van tendir a reforçar de manera molt important aquest flux creixent de capitals financers cap als països emergents.

2.2.1. Les millores dels valors econòmics fonamentals dels països emergents

Per alguns analistes com Fernández-Arias i Montiel (1996), el flux creixent de capitals que ha caracteritzat bona part dels anys '90 no s'hagués produït sense la presència d'unes millores significatives en els valors macroeconòmics fonamentals de moltes economies emergents. Aquesta milloria ha estat especialment palesa en variables com la inflació, el dèficit públic, el volum d'exportacions i el nivell d'endeutament exterior, tal com s'il·lustra al quadre 4.2.

Un esdeveniment macroeconòmic significatiu dels últims anys ha estat el procés de desinflació a la majoria dels països en desenvolupament emergents. En conjunt, la inflació va caure substancialment des de valors mitjans del 46,4 per cent entre 1983-92 fins a nivells entorn del 6 per cent entre 1999 i 2000. Aquesta davallada ha estat especialment significativa a l'àrea d'Amèrica Llatina, on el creixement dels preus va disminuir des de nivells de l'ordre del 200 per cent anual a començament dels anys '90 a valors mitjans del 8 per cent anual a finals de la dècada.

Aquesta disminució en el ritme de creixement dels preus és atribuïble, d'una banda, a xocs d'oferta positius –associats a la reducció dels preus de les primeres matèries, en especial el petroli–, però també revela l'acceptació generalitzada entre els països emergents de què l'objectiu final del banc central ha de ser el control de la inflació i l'estabilitat monetària, que les polítiques macroeconòmiques prudentes són beneficioses però, sobretot que la política fiscal no ha de confiar en el “*senyoriatge*” i l'ús de la inflació com un impost.

Com a conseqüència d'això, els dèficits fiscals en aquestes economies no van augmentar excessivament o fins i tot van caure en termes mitjans des de nivells entorn al 3,3 per cent del PIB entre 1983-92 a valors de l'ordre del 2,5 per cent del PIB entre 1993-2000.

Paral·lelament, el volum d'exportacions de béns i serveis per aquest grups de països, ha augmentat a un ritme del 6 per cent anual durant el període 1983-92, incrementant-se fins l'11 per cent en termes mitjans entre 1993-00. Aquest ràpid creixement de les exportacions es va traduir en la disminució progressiva de la ràtio del deute extern respecte les exportacions des del 219 per cent durant el període de 1989-93, fins a situar-se en el 142,3 per cent de l'any 2000.

Quadre 4.2. Principals indicadors macroeconòmics de les economies emergents

	<i>Promig 1983-92</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>
<i>PIB real (variació percentual)</i>									
<i>Creixement Mundial</i>	3,5	2,3	3,7	3,6	4,0	4,2	2,8	3,6	4,7
<i>Països en desenvolupament</i>	4,7	6,4	6,7	6,1	6,5	5,8	3,6	3,9	5,8
<i>Àfrica</i>	2,0	0,4	2,3	3,0	5,5	3,1	3,5	2,5	2,8
<i>Àsia</i>	7,3	9,4	9,7	9,0	8,3	6,5	4,0	6,2	6,8
<i>Nous Països Industrialitzats</i>	8,2	6,5	7,7	7,5	6,3	5,8	-2,4	7,9	8,2
<i>Orient Mitjà, Malta i Turquia (inclou Israel)</i>	3,5	3,5	0,3	4,2	5,1	5,1	4,1	1,1	5,9
<i>Amèrica Llatina</i>	2,3	4,0	5,0	1,8	3,6	5,3	2,3	0,1	4,1
<i>Economies en transició</i>	0,2	-8,9	-8,6	-1,4	-0,6	1,6	-0,8	3,6	6,3
<i>Índex de Preus al Consum (en percentatge)</i>									
<i>Economies Avançades</i>	4,6	3,1	2,4	2,6	2,4	2,1	1,5	1,4	2,3
<i>Països en desenvolupament</i>	46,4	49,2	55,4	23,2	15,4	9,9	10,5	6,8	5,9
<i>Àfrica</i>	22,1	39,0	54,7	35,3	30,2	14,2	10,6	11,6	13,5
<i>Àsia</i>	9,9	10,8	16,0	13,2	8,2	4,8	7,7	2,5	1,9
<i>Nous Països Industrialitzats</i>	4,3	4,6	5,7	4,6	4,3	3,4	4,4	-	1,2
<i>Orient Mitjà, Malta i Turquia (inclou Israel)</i>	22,9	29,4	37,3	39,1	29,6	27,7	27,6	23,3	19,1
<i>Amèrica Llatina</i>	170,2	194,6	200,3	36,0	21,2	12,9	9,8	8,8	8,1
<i>Economies en transició</i>	42,4	635,8	274,2	133,8	42,5	27,4	21,8	43,9	20,1
<i>Dèficit Públic en percentatge del PIB</i>									
<i>Economies Avançades</i>	-	-4,3	-3,7	-3,3	-2,7	-1,5	-1,7	-0,9	0,3
<i>Economies Emergents</i>	-	-3,3	-2,8	-2,6	-2,1	-2,4	-3,8	-4,2	-3,0

	Promig 1983-92	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Comerç Internacional									
Exportacions (variació percentual anual)									
<i>Economies avançades</i>	5,8	2,9	8,6	8,4	6,1	10,5	3,9	5,2	11,6
<i>Economies emergents</i>	5,9	9,4	11,3	10,9	9,3	13,3	4,9	4,7	15,0
Importacions (variació percentual anual)									
<i>Economies avançades</i>	6,5	1,3	9,4	8,7	6,4	9,3	5,9	7,7	11,5
<i>Economies emergents</i>	3,3	10,7	6,8	19,6	9,4	10,6	-1,4	1,7	16,1
Relació Real d'Intercanvi (variació percentual anual)									
<i>Economies avançades</i>	1,1	1,6	0,5	0,3	-0,8	-0,6	1,6	-	-2,6
<i>Economies emergents</i>	-3,2	-3,3	1,4	2,2	2,8	-0,9	-6,6	4,7	7,0
Deute Extern^a									
Països en desenvolupament	-	218,8	199,6	181,3	168,0	161,0	186,1	178,0	142,3
<i>Àfrica</i>	-	271,9	281,0	253,1	228,2	216,0	243,6	228,4	177,2
<i>Àsia</i>	-	157,3	140,1	127,5	121,7	116,8	126,3	123,4	98,7
<i>Orient Mitjà, Malta i Turquia (inclou Israel)</i>	-	195,5	192,3	174,6	154,2	155,7	206,3	187,3	144,8
<i>Amèrica Llatina</i>	-	288,0	272,3	251,5	236,6	224,2	257,6	253,8	209,7
<i>Economies en transició</i>	-	130,6	125,1	106,6	106,6	104,2	115,5	130,7	107,6

Nota: ^{a)} Deute total a final d'any com a percentatge de les exportacions de béns i serveis de l'any indicat.

Font: World Economic Outlook, FMI.

La millora en els principals indicadors macroeconòmics s'ha traduït en nivells de creixement notables, especialment als països de l'Est d'Àsia i Amèrica Llatina. Així, durant la primera meitat dels anys '90, la variació anual del PIB real de les economies asiàtiques va situar-se entorn el 9 per cent. Aquest ritme d'expansió es va veure interromput per la crisi canviària i financera de 1997. Però a partir d'aleshores, la recuperació econòmica de la zona ha estat evident, com així ho avalen nivells de creixement de l'ordre del 6 per cent anual, inferiors als de períodes precedents però, en qualsevol cas, superiors a la mitjana de creixement mundial. L'evolució de l'activitat productiva a Amèrica Llatina s'ha mostrat especialment erràtica com a conseqüència de les crisis financeres que han afectat diferents regions emergents durant la dècada dels '90. Després d'assolir unes taxes de creixement entorn al 4 per cent anual durant el primer terç dels '90, la crisi mexicana de 1994 i l'impacte posterior sobre les economies de Brasil i Argentina va alentir el cicle d'expansió econòmica a valors del 2 per cent anual. Quan la regió començava a refer-se amb ritmes de creixement de la producció real del 3,6 per cent l'any 1996 i del 5,3 per cent l'any 1997, la seqüència de crisis canviàries i financeres de l'Est asiàtic de 1997, Brasil 1998 i Rússia de 1999, a més de les dificultats cròniques d'Argentina, van tornar a debilitar ostensiblement el creixement de la regió.

Malgrat aquestes dificultats conjunturals, la millora en les condicions macroeconòmiques del país associades a la implementació de reformes estructurals i la instrumentació de polítiques econòmiques coherents van afavorir un clima d'estabilitat que alimentava les entrades de capitals; aquestes entrades de capitals, alhora, contribuïen a validar l'actuació macroeconòmica dels països emergents perquè ajudaven a relaxar les restriccions de liquiditat, incentivaven l'augment de la inversió interna i per extensió estimulaven el creixement econòmic. Les "*noves condicions macroeconòmiques*" es traduïen en millors *ratings* de qualificació del deute per algunes de les economies emergents i intensificaven el flux creixent de capitals cap a aquells països (BIS, 1998a)¹³.

2.2.2. La disminució dels tipus d'interès

Els canvis en les condicions macroeconòmiques a nivell mundial també han estat un altre element determinant a l'hora de justificar el flux creixent de capitals cap a les economies emergents.

En aquest sentit, la caiguda progressiva dels nivells d'inflació als principals països industrialitzats entre 1990 i 1998 –des de valors mitjans de l'ordre del 4 per cent fins a valors entorn del 2 per cent– va tenir el seu reflex en la disminució dels tipus d'interès a curt termini i a

¹³ Molts inversors institucionals són reticents a mantenir actius financers que no superin un determinat estàndard de qualitat o de solvència creditícia. De fet, entre finals de l'any 1989 i el primer trimestre de 1997, el nombre de països emergents amb qualificació creditícia de l'agència Moody's es va multiplicar gairebé per cinc, d'11 a 52, qualificacions que, per altra banda, han anat millorant amb el pas del temps.

llarg termini. En particular, els tipus d'interès a curt termini van caure des del 7,3 per cent l'any 1987 fins al 4,3 per cent entre 1994 i 1996 mentre que els tipus d'interès a llarg termini passaven del 8 per cent l'any 1987 a un valor mitjà del 6,3 per cent durant el període 1994-96.

Aquesta davallada dels tipus d'interès a les economies avançades va moure els inversors institucionals a cercar places més rendibles i a col·locar els seus fons a les economies emergents. Alhora, com s'ha comentat prèviament, l'incentiu d'una major rendibilitat es veia reforçat per la necessitat de diversificar la cartera d'inversions a nivell internacional.

D'aquesta manera, l'augment del flux de capitals cap a les economies emergents, especialment cap a Amèrica Llatina, coincideix amb la caiguda dels tipus d'interès als Estats Units durant la dècada dels noranta. Per Calvo, Leiderman i Reinhart (1993 i 1996) els moviments de capitals cap a Amèrica Llatina estan altament correlacionats amb la conjuntura econòmica dels Estats Units i demostren que un dels factors importants en la determinació d'aquests fluxs de capitals són els tipus d'interès nord-americans a curt termini: quan la taxa d'interès d'Estats Units baixa, augmenten els fluxs vers Amèrica Llatina i a l'inrevés. De fet, la major intensitat de les entrades de capitals en els països sud-americans –període 1989-94– coincideix amb les taxes d'interès més baixes als Estats Units.

2.2.3. L'apreciació del ien japonès

Per Ito (1999) un dels factors que explica l'afluència de capitals cap als països emergents de l'Est d'Àsia i, per extensió, el creixement econòmic espectacular d'aquelles economies dels últims vint anys és la tendència secular a l'apreciació del ien japonès, especialment durant la dècada dels '80. Són dos els canals a través dels quals opera el mecanisme causal que vincula l'apreciació de la divisa japonesa i el creixement econòmic dels països asiàtics: la millora de la competitivitat i la deslocalització de la producció.

Per una banda, l'apreciació del ien japonès feia més competitius als mercats internacionals – especialment als mercats de Japó i dels Estats Units– els béns de la resta de països asiàtics¹⁴, és a dir, la depreciació de les divises asiàtiques respecte el ien oferia a les empreses dels països de l'Est d'Àsia un avantatge competitiu en les seves exportacions, que estimulava la demanda agregada del país i per extensió el creixement del PIB. Així, durant aquest període les exportacions asiàtiques van créixer a ritmes de l'ordre del 20 al 30 per cent mentre que la producció nacional ho va fer en promig al 9 per cent.

Per altra banda, l'apreciació del ien va forçar moltes empreses japoneses a desplaçar la producció de molts dels seus components fora del Japó. La recerca de destinacions on existissin

¹⁴ Per exemple, els vaixells, l'acer i els semiconductors són productes que competeixen directament amb els articles japonesos als mercats mundials. Tot i que no competeixen directament en termes de qualitat si ho fan quant a la categoria de producte.

treballadors qualificats amb salaris relativament baixos va moure les companyies manufactures japoneses a instal·lar-se principalment a Àsia (Krugman, 1999a). Les transferències de tecnologia juntament amb l'aprenentatge en la gestió d'empreses que oferien els japonesos va fomentar la millora en la productivitat en les manufactures. De fet, alguns dels productes que s'elaboraven al Sud-est asiàtic van esdevenir prou competitius com per ser exportats als Estats Units, Japó i a la resta del món.

Així, l'apreciació del ien japonès van ser un xoc extern que va afavorir la inversió directa a l'Est d'Àsia entre 1994-96. Aquesta inversió directa, que provenia del Japó principalment però també d'altres països, va dotar aquella regió de capacitat productiva –via transferència tecnològica– i de capacitat d'exportació. Alhora, aquestes entrades de capitals posaven a l'abast dels països un volum ingent de recursos per finançar els diferents projectes d'inversió. El nivell d'estalvi era certament elevat en molts dels països d'Àsia, especialment a Malàisia i Singapur, però en qualsevol cas insuficient per poder cobrir tota la necessitat de finançament que el nou context econòmic exigia. En aquest punt, les entrades de capitals procedents de l'estranger van possibilitar la inversió nacional, tant pública com privada, contribuint decisivament al desenvolupament econòmic de la regió.

D'aquesta manera, els fluxs de capitals cap a Àsia es van traduir en un augment de la inversió, la major inversió afavoria un major creixement i el major creixement tendia a reforçar les entrades de capitals inicials. Aquest cicle virtuós d'entrades de capitals i creixement de la producció podria explicar bona part del “*miracle asiàtic*” i el model de creixement econòmic basat en la promoció de les exportacions (Stiglitz, 2000).

2.2.4. El pla Brady, la resolució de la crisi del deute i la caiguda del mur de Berlín

Un altre factor important del renovat accés de les economies emergents als mercats de capitals mundials fou la resolució de “*la crisi del deute*”.

La “*crisi del deute*” és una denominació genèrica que fa referència a la crisi que es desencadena a partir de la suspensió del pagament del deute extern a Mèxic l'any 1982 i que, posteriorment, s'acaba estenent a la resta de països en vies de desenvolupament, especialment els sud-americans. Aquest deute era producte de préstecs bancaris sindicats¹⁵ que es van concedir als països en vies de desenvolupament a partir de la segona meitat dels anys '70.

Per Calvo (2001), aquests préstecs que figuraven com a anotacions comptables als llibres de les entitats de crèdit internacionals no tenien un mercat secundari efectiu, en bona part, perquè el seu pagament depenia de qui era el creditor. Repartits entre molts creditors petits, aquell deute

¹⁵ Una part important d'aquests fons provenien del reciclatge dels anomenats “*petrodòlars*” –dòlars acumulats pels productors de petroli arran dels preus exorbitants de mercat dels anys '70.

probablement no seria atès, però en mans d'uns pocs bancs amb accés al poder polític del G7 la història podia ser ben diferent.

El *Pla Brady* fou un esquema que va traduir aquells assentaments comptables en actius financers anomenats "*Bons Brady*". Per tal d'augmentar l'atractiu d'aquests bons, se'ls va recolzar amb un col·lateral: bons del Tresor dels Estats Units. Aquestes modificacions tècniques van fer possible l'aparició d'un mercat secundari efectiu. Els "*Bons Brady*" van tenir un gran èxit i avui en dia formen part de les carteres de molts inversors internacionals. De fet, el valor de mercat d'aquells bons se situava a l'entorn dels 20.000 milions de dòlars l'any 1990 mentre que el seu valor el 1997 era de 100.000 milions de dòlars.

Però realment, la veritable importància dels "*Bons Brady*" és que van establir les bases per al desenvolupament dels mercats de capitals a les economies emergents –especialment els que van patir de forma directa el problema del deute entre els quals hi eren molts dels països llatinoamericans–. El motiu és que el funcionament dels mercats de capitals depèn molt de la *informació* que es disposi sobre els deutors corresponents. Una vegada es compta amb aquesta informació, és més fàcil per un deutor emetre passius financers i col·locar-los als mercats. Els "*Bons Brady*" permetien que els inversors obtinguessin la informació necessària sobre els Estats que emetien aquells bons sobirans, les condicions macroeconòmiques del país, l'orientació de la política fiscal, el signe de la política monetària, l'estabilitat política i altres característiques institucionals, bàsiques en la formació de les expectatives d'inversió.

Addicionalment, aquesta informació resultava també valuosa alhora d'avaluar els projectes d'inversió al sector privat d'aquests països, en la mesura que la capacitat de pagament depèn no només de la bondat dels projectes d'inversió que es financen amb aquests bons privats, sinó també de l'orientació de la política econòmica del país.

La resolució de la crisi del deute llatinoamericana juntament amb la caiguda del mur de Berlín i la posterior desintegració dels sistemes comunistes van fer que la inversió al Tercer Món semblés menys arriscada que abans per la seguretat del món occidental, van fer que la inversió en aquells països recuperés la seva respectabilitat (Krugman, 1999a). Els fons d'inversió van adoptar un nou nom per al que prèviament s'havia denominat Tercer Món o països en vies de desenvolupament: "*mercats emergents*", la nova frontera de les oportunitats financeres.

3. Els perills de la liberalització financera per a les economies emergents

Els arguments sobre la bondat dels moviments de capitals han estat posats en entredit arran del seguit de crisis canviàries i financeres que han afectat les economies emergents durant la dècada dels '90. De fet, un dels aspectes rellevants de les experiències de Mèxic 1994 i de les economies de l'Est d'Àsia de 1997, però que es podia fer extensiva a d'altres casos, és que les crisis van afectar a països emergents que estaven immersos en processos de liberalització exterior i de desregulació financera interna.

Paradoxalment, la progressiva integració econòmica va predisposar aquelles economies a la crisi, perquè en forçar la dissolució dels controls i altres restriccions per afavorir el comerç i les finances internacionals va augmentar el seu grau d'exposició a l'eventualitat d'una crisi canviària i financera (Hinarejos i Varela, 2003). En particular, la dinàmica de creixent integració als mercats de capitals i el conseqüent augment de l'ús d'instruments negociables i líquids 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. Per això es podria afirmar que, d'alguna manera, les crisis canviàries i financeres que van afectar Mèxic primer i l'Est d'Àsia després van ser una conseqüència de la progressiva mundialització de l'economia (Stiglitz, 2000).

En aquest sentit, la liberalització de les operacions del compte financer de la balança de pagaments i la desregulació dels sistemes financers nacionals ha propiciat l'emergència de crisis que "*s'autoconfirmen*".

En un món caracteritzat per l'elevada mobilitat de capitals, les crisis poden esdevenir-se més ràpidament perquè una modificació de les expectatives dels mercats o en el sentiment dels inversors poden precipitar un canvi ràpid i sobtat en la direcció de les entrades netes de capitals privats i desfermar una crisi canviària menys predictible i més severa que en el passat a causa del risc de contagi. Aquesta evidència posa de manifest que els mercats financers poden ser un mecanisme de transmissió d'una mala situació econòmica però que, també, poden jugar un paper pro-actiu en el procés de fugida de capitals i desinversió i l'explosió d'una "*crisi canviària i financera*", que es veu reforçada per l'existència d'un cert grau de "*gregarisme*" i magnificada per la presència d'un "*efecte contagi*".

3.1. L'APARICIÓ D'UNA NOVA TIPOLOGIA DE CRISIS

La crisi de Mèxic de 1994 però, sobretot, la crisi de les economies emergents 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.

Tradicionalment, les crisis canviàries tenien el seu origen en els dèficits recurrents del compte corrent de la balança de pagaments, però, com es discutirà en capítols posteriors, 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 durant la dècada dels '90: les crisis que “s'autogeneren” i “s'autoalimenten”.

En aquest nou tipus de crisi –que té el seu origen en el compte financer de la balança de pagaments¹⁶– es combinen, simultàniament, crisi canviària i crisi financera. De fet, l'atac especulatiu contra la moneda nacional i la depreciació ulterior és més un símptoma que un aspecte fonamental en la gestació d'una crisi financera molt més àmplia i profunda. Per Krugman (2000) són tres els aspectes determinants de les crisis que “s'autogeneren” i “s'autoalimenten”: la vulnerabilitat de les economies 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*); l'existència de desajustos en els balanços del sector financer i del sector empresarial associats a la presència de molts passius denominats en moneda estrangera; i la psicologia dels inversors que seguint la seva racionalitat individual poden alenar el pànic financer i precipitar la crisi.

Per altra banda, en un món caracteritzat per una elevada mobilitat de capitals, una modificació de les expectatives dels mercats o en el sentiment dels inversors poden precipitar un canvi ràpid i sobtat en la direcció de les entrades netes de capitals privats i desfermar una crisi canviària. Per això, les crisis poden esdevenir-se més ràpidament que en el passat, però a més són menys predictibles i més severes que en el passat 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” o crisis del compte financer, característiques dels models de “*segona*” i “*tercera generació*” poden desencadenar-se amb molta rapidesa a causa de la gran mobilitat dels fluxs 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.

¹⁶ Per això, Calvo (1998) donat que las crisis s'expliquen, fonamentalment, a partir del compte financer –abans compte de capital– de la balança de pagaments, les anomena “*crisis del compte de capital*” en contraposició a les anteriors crisis que solien desencadenar-se a partir del compte corrent de la balança de pagaments.

3.2. LA VULNERABILITAT A UNA SITUACIÓ DE “PÀNIC FINANCER”

Un dels trets distintius de les crisis financeres recents de les economies emergents ha estat la vulnerabilitat dels països a una reversió sobtada en les entrades de capitals, caracteritzada com a “frenada sobtada” o *sudden stop* derivada d’una situació de “*pànic financer*”

El risc d’una crisi canviària precipitada per una reversió en la direcció del flux de capitals és major quant major és la proporció de les obligacions, públiques i privades, a curt termini i major és l’asincronia entre el període de maduració d’actius i el període de venciment dels passius, perquè aleshores l’economia serà més vulnerable a un canvi en la direcció dels moviments de capitals.

En aquest sentit, per a Dooley (1997) les reserves de divises internacionals poden ser usades pels creditors internacionals com una mesura de la capacitat de les autoritats econòmiques per actuar com a prestamista d’última instància de les entitats nacionals amb deute extern¹⁷. Si el país compta amb una dotació de reserves que excedeix el valor del deute extern a curt termini, els creditors individuals tenen una garantia raonable de què els seus actius estan protegits davant una “*fugida*” d’altres creditors. En conseqüència, tendiran a recomposar les seves carteres d’inversions de manera ordenada i sempre d’acord amb l’evolució de les condicions macroeconòmiques i financeres. Per contra, uns nivells de reserves reduïts en relació al deute extern a curt termini o dels passius del sector bancari nacional poden ser un indicador de la vulnerabilitat financera del país. Uns sistemes de regulació i supervisió bancària poc desenvolupats constitueixen també una situació de risc, perquè els agents dels mercats financers poden considerar-ho com una limitació a la voluntat de les autoritats monetàries a defensar amb fermesa la paritat fixada quan l’ocasió ho requereixi.

En un escenari en què els inversors tinguin la sensació –a tenor de la dotació de reserves internacionals i altres informacions– que la recuperació de les seves inversions es pot veure amenaçada en cas de problemes, la probabilitat que es doni una situació de “*pànic financer*” és molt més alta i aleshores, si aquest extrem s’acaba confirmant, l’economia experimentarà una sortida de capital desorbitada.

Com es pot apreciar al quadre 5.2, a mitjans de 1994, les reserves externes de Mèxic suposaven, aproximadament, el 60 per cent del deute extern a curt termini. Aquest també era el cas d’alguns dels països de l’Est d’Àsia com Tailàndia, Malàisia i Indonèsia on el grau de cobertura de les reserves se situava entre el 30 i el 70 per cent poc abans de l’esclat de la crisi l’any 1997.

¹⁷ Quan la moneda nacional pot ser convertida lliurement en moneda estrangera, la ràtio entre la M_2 i les reserves internacionals proporciona una mesura alternativa del grau de cobertura de la dotació de reserves.

Quadre 5.2. Evolució de la cobertura de deute extern curt termini per part de les reserves internacionals

<i>En percentatge</i>	Finals de 1990	Mitjans de 1994	Finals de 1996	Finals de 1997	Mitjans de 1998
Indonèsia	55	58	53	47	65
Corea del Sud	73	62	50	142	123
Malàisia	475	397	241	34	176
Tailàndia	151	101	83	67	93
Xina	335	228	333	422	467
Argentina	65	75	72	65	66
Brasil	34	142	136	104	131
Xile	148	198	192	164	151
Mèxic	55	58	72	105	109
Rússia	n.a.	n.a.	43	40	32

Nota: Reserves Internacionals igual a reserves totals menys or; el deute a curt termini es defineix com els crèdits de tots els bancs que reporten informació al BIS vis-a-vis als països relacionats i amb un període de venciment de fins a 1 any..

Font: Bank for International Settlements (BIS).

Per a Krugman (1999d) a les economies emergents de l'Est d'Àsia i d'Amèrica Llatina la major mobilitat de capitals va originar una expansió monetària i creditícia que es va traduir, en un principi, en un augment del consum i de la inversió molt significatiu i en un major creixement econòmic. Però, ràpidament, l'excés de liquiditat va fomentar també l'especulació als mercats borsaris i immobiliaris, afavorida per la manca d'una supervisió bancària i financera efectiva i per l'existència d'una sèrie de garanties que les autoritats governamentals oferien, implícitament o explícita, i que estimulaven les inversions amb una prima de risc elevada¹⁸.

D'aquesta manera, la posició financera de moltes economies emergents era d'extraordinària fragilitat, sobretot a Tailàndia, Indonèsia i Corea del Sud durant els primers mesos de 1997 com a conseqüència de l'aparició d'un contingent de fons a molt curt termini, denominat en moneda estrangera conseqüència d'uns mercats financers incomplets (*"pecat original"*); o prèviament a Mèxic, a l'últim trimestre de l'any 1994, després de la conversió del deute públic en *Tesobonos*, bons del tresor mexicà a curt termini indexats al dòlar dels Estats Units.

¹⁸ Corsetti, Penseti i Roubini (1998) assenyalen que, per exemple, a Tailàndia, els préstecs a societats financeres no estaven subjectes al tipus de garanties formals que avalen els dipòsits a les societats de préstec immobiliari a altres països, però els prestamistes estrangers confiaven en el suport financer del govern tailandès si s'esdevenia la crisi. A Indonèsia, la típica transacció equívoca era un préstec directe d'un banc estranger a una societat controlada per una de les persones afins (familiars) del president Suharto. A Corea del Sud, els grans prestataris eren bancs controlats eficaçment pels *chaebol*, els enormes conglomerats que dominen l'economia del país.

A la majoria de països, aquesta fragilitat va passar inadvertida mentre es mantenia l'entrada de capitals però quan, per diverses circumstàncies, els capitals procedents de l'exterior van deixar d'afluir de manera sobtada –*sudden stop*–, els problemes de liquiditat i de solvència van fer-se evidents. Així a la crisi mexicana, l'element desencadenant és la incapacitat del Govern per refinançar els *Tesobonos*. A Indonèsia és el sector privat el que presenta restriccions financeres i econòmiques molt significatives, mentre que a Corea del Sud i Tailàndia la crisi s'esdevé per la negativa dels bancs estrangers a renegociar els passius a curt termini d'uns bancs nacionals molt endeutats en moneda estrangera.

Les dificultats financeres del Govern en el cas de Mèxic i d'algunes societats i bancs en el cas de l'Est d'Àsia van acabar provocant una progressiva disminució de la confiança dels inversors en l'economia i, per un efecte “*contagi*”, es van transmetre a altres països de la regió. Aquests problemes financers es van multiplicar, encara més, durant la crisi, perquè la reversió ràpida i sobtada en les entrades de capitals va provocar una contracció molt notable de la demanda agregada que dificultava el servei normal del deute públic i privat.

Per acomodar la restricció financera que imposava la “*frenada sobtada*” i evitar el col·lapse del sistema financer, els bancs centrals, normalment, van decidir injectar diners a l'economia, circumstància que estimulava la pèrdua de reserves en un sistema de tipus de canvi fix i la depreciació de la moneda nacional o bé, un augment de la inflació en un règim de tipus de canvi flexible. A la pràctica ambdues coses van passar: al principi es perdien reserves internacionals de manera massiva perquè els governs volien mantenir fixa la paritat de la moneda, però un cop exhaurida la dotació de divises, la possibilitat de defensar el tipus de canvi desapareixia la qual cosa comportava grans devaluacions i, en alguns casos com Mèxic, més inflació.

Les conseqüències d'aquestes crisis foren una gran depreciació real de la moneda, la devastació financera del sector empresarial, una contracció de la producció nacional i regional i un canvi abrupte i sense precedents en el valor i el signe del saldo de la balança de pagaments per compte corrent, uns costos que eren més significatius quant major era el grau d'integració de les economies emergents als mercats financers internacionals.

Però veritablement, la singularitat dels *sudden stops* és que s'han revelat com un fenomen exclusiu i característic de les economies emergents i, tal vegada per això, als països més industrialitzats les crisis financeres no tenen efectes tan devastadors sobre la producció i l'ocupació com als països emergents. Aquest extrem introdueix un doble patró de mesura als mercats financers internacionals que dificulta la gestió de la política monetària i canviària doncs, les devaluacions s'associen a un context de recessió econòmica i inestabilitat i explica la “*por a la flotació*” que descriuen Calvo i Reinhart, 2000a.

3.3. *ELS EFECTES DE L'ASIMETRIA EN LA INFORMACIÓ: EL GREGARISME*

El “*gregarisme*” o *herding* defineix el comportament seguidista de molts inversors que s’observa als mercats de divises i que posa de manifest les imperfeccions dels mercats financers. Així per exemple, les dificultats d’algunes entitats financeres en alguna economia emergent va causar seriosos problemes de liquiditat als mercats de capitals internacionals i sovint forçà a operadors importants –*especialistes*– a liquidar les seves posicions en d’altres països emergents, o simplement, no acudir a les noves emissions de bons de països emergents. Aquesta circumstància deixà el mercat quasi exclusivament als petits inversors. La informació asimètrica creà una *percepció errònia* que va moure als petits inversors a seguir un comportament “*gregari*” respecte les accions dels grans operadors. D’aquesta manera, es va acabar generant una situació perversa en la que tots els agents que operaven en els mercats financers intentaven desfer les seves posicions a les economies emergents, per tal de maximitzar el rendiment de les seves carteres d’inversions o alternativament minimitzar el risc.

Una primera argumentació que justifica aquesta conducta aparentment irracional dels agents que operen als mercats de divises se centra en l’efecte “*furgó de cua*” o *bandwagon effects*. Sovint l’anàlisi del funcionament del mercat de divises es planteja en termes de mercats de competència perfecta on la inexistència d’externalitats i l’absència de comportaments estratègics permet igualar, a través dels moviments del tipus de canvi, l’oferta i demanda de divises. Tanmateix, els mercats financers en general i, els de divises en particular, presenten notables “*ineficiències*” que provenen bàsicament de l’asimetria en la informació que disposen els diferents agents a l’hora d’adoptar les seves decisions (Stiglitz, 2000). L’efecte “*furgó de cua*” s’emmarca en aquest plantejament i s’explica a partir de les diferències en la quantitat o la qualitat de la informació dels inversors. Aquestes diferències en la informació generen incertesa i mouen als agents a adoptar una estratègia “*seguidista*” que tendeix a replicar el comportament dels agents, suposadament, més ben informats.

Krugman (1999d) planteja el cas de tres inversors A, B i C que operen als mercats de divises i que disposen de diferents tipus d’informació. Així, l’inversor A té accés a notícies sobre les accions futures en matèria de política canviària del govern; l’inversor B disposa d’un especial coneixement sobre l’operativa del mercat de divises on s’intercanvia la moneda nacional; finalment, l’inversor C disposa d’informació acurada sobre la posició financera externa de l’economia. En aquest escenari, si l’inversor A sap que el banc central renunciarà a defensar la paritat de la moneda nacional, molt probablement abandonarà les seves posicions en moneda nacional i adquirirà divises, perquè és l’estratègia més favorable per maximitzar el rendiment de la seva cartera d’inversions; si l’inversor B sap que l’inversor A ha comprat divises, ell també procedirà de la mateixa manera, encara que la seva informació sigui neutral o lleugerament

positiva. Donades aquestes condicions, l'inversor C pensarà que l'actuació dels inversors A i C respon a la disposició d'alguna mena d'informació privilegiada a la que ell no hi té accés, i per tant tendirà a imitar el comportament dels altres dos inversors¹⁹.

Una segona argumentació, complementària a l'anterior, de la conducta “gregària” dels inversors la podem plantejar en termes del problema “*principal – agent*” que també gira entorn a la asimetria en la informació.

Aquí l'explicació se centra en el fet que moltes de les inversions financeres són gestionades per agents i no pas pels seus principals. En la mesura que la retribució d'aquests “*agents mediadors*” s'estableix sobre la base de la comparació del rendiment de les carteres d'inversions d'altres “*agents mediadors*”, els gestors tenen un incentiu molt notable a actuar com els “*altres agents*”, tot i disposar d'informació que indiqui que l'evolució que segueix el mercat és errònia. Les històries de l'estil “*principal-agent*” podrien ser una explicació de la passivitat o de l'autocomplaença observada pels agents just abans dels períodes de crisi a Mèxic però també a Tailàndia. Així, els mediadors financers estaven menys preocupats respecte l'adveniment d'una crisi potencial del que ho haurien d'haver estat perquè actuaven de la mateixa manera que ho feien tots els altres gestors, de fet de la mateixa manera que estaven actuant el conjunt dels mercats financers.

3.4. EFECTE CONTAGI

L'efecte “*contagi*” descriu la propagació d'una crisi canviària que esclata en un país determinat i que, a través dels mercats de capitals, els intercanvis comercials o altres vies més subtils, s'estén als països del seu entorn més immediat. Aquesta expansió de la crisi canviària tendeix a magnificar el procés de fugida de capitals i de desinversió, però alhora valida el canvi d'expectatives i reforça l'estratègia dels grans operadors²⁰.

Masson (1998) proporciona una relació de les vies a través de les quals es pot donar l'efecte contagi: perturbacions reals i monetàries, lligams comercials, vincles financers i el sentiment dels mercats.

Per a Eichengreen, Rose i Wyplosz (1996) perturbacions reals i monetàries freqüents com un increment dels tipus d'interès mundials, una caiguda de la demanda agregada mundial, una

¹⁹ Aquesta pauta d'actuació, per Chari i Kehoe (2001) explicaria perquè sovint la moneda nacional, davant d'un canvi d'expectatives dels mercats, tendeix a sobre-reaccionar, és a dir, a depreciar-se més del que ho hauria fet en absència d'aquella modificació del sentiment dels inversors.

²⁰ Alternativament, l'efecte “*contagi*” pot adquirir una dimensió positiva que pot resultar beneficiosa per a l'economia. Així, durant l'onada d'optimisme que va seguir les reformes de Mèxic i Argentina de començaments de la dècada dels '90, els països que havien endegat poques reformes o que no havien practicat cap reforma, com Brasil, es van beneficiar de l'onada expansiva de l'època; de la mateixa manera, l'aparent miopia dels mercats respecte el risc asiàtic sembla haver-se vist alimentat per un sentiment d'optimisme generalitzat respecte les economies asiàtiques.

caiguda dels preus de les primeres matèries o grans variacions en la cotització de les principals divises internacionals poden ser un element cabdal a l'hora d'explicar les tensions simultànies sobre el tipus de canvi de determinades monedes als mercats de divises. En aquest cas, l'esclat de la crisi prové de la interacció entre la pertorbació real o monetària i l'evolució dels valors fonamentals (Sachs, Tornell i Velasco, 1996b).

Glick i Rose (1998) presenten un ampli estudi empíric relatiu a economies emergents i països desenvolupats mostrant que el contagi de les crisis es pot explicar satisfactòriament a partir dels lligams comercials entre països. Així, quan un país experimenta una crisi financera marcada per una depreciació notable de la seva moneda, altres països poden veure's afectats pels "*vincles comercials*", és a dir, la millora de la competitivitat que pot experimentar el país que sofreix la crisi. Amb tot, si el col·lapse del tipus de canvi duu associat, com passa sovint, una caiguda en l'activitat econòmica i la reducció de les importacions del país, l'efecte renda que se'n deriva pot deprimir la demanda d'exportacions dels seus socis comercials (Gerlach i Smets, 1994).

Els "*vincles financers*" poden ser un altre canal de contagi. L'esclat de la crisi en un o més països pot induir als inversors a recomposar la seva cartera d'inversions per gestionar acuradament el risc, per qüestions de liquiditat o altres motius. Des d'aquesta perspectiva, alguns països poden experimentar una sortida de capitals, amb independència de quina sigui la seva situació macroeconòmica, simplement perquè els seus actius són considerats de major risc previ a l'esclat de la crisi, o perquè estan correlacionats positivament amb el país en crisi (Kodres i Pritsker, 1998). Els inversors, també, poden veure's induïts a vendre actius per altres raons, com la necessitat de disposar de més liquiditat després que la crisi hagi reduït el valor actual dels actius en cartera dels inversors (Goldfajn i Valdes, 1997). O bé, els inversors poden desprendre's dels actius més nombrosos de la seva cartera, perquè, senzillament, aquesta major amplitud facilita les operacions de venda.

Drazen (1998) explica el "*contagi*" de la crisi entre països entre els quals no existeix cap vincle econòmic apreciable, a partir de la percepció d'un seguit de països com a un grup de característiques comunes. En aquest sentit, l'atac especulatiu contra la moneda d'un país pot funcionar com un "*efecte crida*" que indueix als mercats financers a reconsiderar la situació macroeconòmica d'altres països (Goldstein, 1998). Aleshores, una vegada els inversors observen com un país, amb unes determinades singularitats, ha abandonat la defensa de la seva paritat, automàticament, fruit d'un exercici d'analogia, revisen a la baixa les seves estimacions dels altres països amb una idiosincràsia aparentment similar²¹ i tendiran a desfer les posicions obertes en aquell país. De la mateixa manera, els països amb una situació macroeconòmica poc

²¹ Krugman (2000) assenyala que la crisi del deute de 1982, ràpidament es va estendre des de Mèxic cap a tota la zona d'Amèrica Llatina. Un país com Filipines no es va veure afectat en primera instància tot i que les seves polítiques i la càrrega del deute eren bastant pitjors que les de Mèxic, Brasil i Argentina. No fou fins quasi bé un any més tard que el país va entrar en crisi, quan els inversors van decidir que l'antiga colònia espanyola era de fet més un país llatí que no pas un país asiàtic.

sòlida o en presència de vulnerabilitats financeres poden ser susceptibles, també, als efectes del “*contagi*” derivats d’un canvi en el sentiment dels mercats o un increment de l’aversió al risc.

El contagi regional de la crisi de Mèxic de 1994 i entre els països de l’Est d’Àsia podria ser explicat de manera raonable a partir dels vincles comercials i de l’efecte “*crida*”. Així, l’any 1995 la devaluació del peso mexicà va precipitar la pèrdua de confiança en l’economia i inicià el cercle viciós d’esfondrament financer que, posteriorment, es va estendre a Argentina i Brasil, propiciant el que després es va conèixer com a “*efecte Tequila*” perquè, més enllà dels lligams comercials, per als mercats financers els països d’Amèrica Llatina compartien una mateixa cultura. De la mateixa manera, durant la crisi de l’Est d’Àsia de 1997, Tailàndia, Filipines i Indonèsia així com Malàisia i Corea del Sud eren casos similars per als inversors els quals consideraven els problemes d’una economia asiàtica com a males notícies per a les altres. No importaven quines fossin les diferències entre tots aquells països, perquè a l’imaginari col·lectiu tots formaven part del “*miracle asiàtic*”.

En canvi, per Krugman (1999a) el “*contagi*” des dels països asiàtics cap a Amèrica Llatina i Rússia l’any 1997 sembla haver-se donat a través dels *vincles financers*: els bancs asiàtics van patir pèrdues en les seves operacions domèstiques i van començar a desfer les seves posicions en bons d’alt rendiment de Rússia i Brasil per millorar la seva situació de liquiditat. La caiguda en el preu dels bons en aquests països fou, aleshores, transmesa a altres mercats emergents a través dels moderns sistemes de gestió del risc i d’aquesta manera, la volatilitat dels mercats financers d’un país automàticament es traduïa en un augment del risc de mercat i del risc de crèdit en un altre país.

De la mateixa manera, Calvo (2001) considera el cas de la crisi russa de 1998 com un dels episodis de “*contagi*” més clars. Rússia representava menys de l’1 per cent de la producció mundial i no era una potència comercial ni financera. El seu volum de comerç amb les economies emergents era insignificant. Tanmateix, la insolvència del seu deute extern durant el mes d’agost de 1999 va tenir un impacte negatiu molt significatiu sobre el preu dels bons de tots els mercats emergents, fet que va forçar les diferents autoritats econòmiques a elevar les seves taxes d’interès per tal de recuperar la credibilitat en l’economia i la confiança dels inversors.

Per tal vegada, la principal de les implicacions en termes de política econòmica que es deriva d’aquesta anàlisi és que amb la liberalització plena dels moviments de capitals, les economies emergents són, sovint, a mercè del que succeeix més enllà de les seves fronteres i no és suficient reduir els dèficits fiscals, endegar projectes de reforma estructural o practicar polítiques econòmiques consistents temporalment per evitar el “*contagi*” d’una crisi canviària o financera.

3.5. LA MAJOR COMPLEXITAT EN LA RESOLUCIÓ DE LES CRISIS

Una altra característica de les crisis recents derivada del procés de liberalització financera és la major implicació del sector privat, tant dels creditors com dels deutors. Les crisis 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.

En els anys '80, les crisis es limitaven, a la majoria de casos, al deute públic i només afectaven a un nombre 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 intermediats pel sistema bancari.

C. Conclusions

Amb l'eliminació de les traves als moviments internacionals de capitals a finals dels anys '80 i principi dels '90, va aparèixer un consens entre les autoritats econòmiques de què la mobilitat de capitals resultava summament beneficiosa per als països en desenvolupament. Aquesta idea responia a la creença econòmica principal que la lliure circulació de capitals possibilita l'assignació eficient dels recursos, perquè permet canalitzar l'estalvi mundial cap al finançament de les inversions més productives arreu del món i afavoreix, d'aquesta manera, un major creixement econòmic.

A més, la progressiva integració dels mercats mundials permet una millor diversificació del risc associat a les operacions financeres internes i externes, alhora que imposa una certa disciplina en la gestió de la política econòmica. Finalment, pel que fa referència a l'estructura dels mercats existeixen avantatges derivats de la concentració d'un seguit de centres financers importants a nivell mundial en termes de profunditat i amplitud dels mercats, volum d'informació, costos de mediació, etc., factors que permeten explotar tant les economies d'escala com les externalitats en la mediació.

Fins a principis de la dècada dels '50, els vincles econòmics internacionals entre la majoria de països eren molt dèbils i es reduïen a operacions comercials i financeres suportades per acords de caràcter bilateral. A partir dels anys '60 i '70 els moviments de capitals començaren a recuperar-se plenament. Però poc temps després, la crisi del deute extern a molts dels països d'Amèrica Llatina, a la dècada dels '80, va interrompre novament la fluïdesa en els moviments de capitals, especialment aquells que es dirigien als països en desenvolupament. No ha estat fins la primera meitat dels anys '90 quan la liberalització plena dels moviments de capitals ha acabat per consolidar-se, assolint-se un volum de transaccions financeres mai registrat fins al moment. Amb tot, els mercats financers internacionals continuen estant força fragmentats per la dificultat d'eliminar completament el risc canviari i el risc-país i per l'existència de costos d'informació i transacció significatius.

En l'anàlisi dels moviments de capitals privats adreçats als països en desenvolupament durant la dècada dels '90 es poden distingir dos períodes ben definits. El primer període, que arranca l'any 1989 i s'estén fins 1996, constitueix l'etapa històrica de gran aflluència de capitals estrangers. En només set anys, el renovat accés de les economies emergents als mercats de capitals es consolida, de tal manera que, l'any 1996 les entrades netes de capitals suposaven 233.200 milions de dòlars, quasi 10 vegades el valor de 1989. Durant aquesta etapa, aproximadament, el 60 per cent del total d'entrades netes de capitals privats prenen la forma d'inversions en cartera (36 per cent) o bé de crèdits i dipòsits bancaris en moneda estrangera (23

per cent) mentre que les inversions directes procedents de l'estranger (IDE) representaven el 40 per cent del total. Bona part d'aquest flux de capitals es dirigien principalment a les economies asiàtiques –aproximadament un 40 per cent del total– i als països d'Amèrica Llatina –entorn al 25 per cent del total–. La resta de països en desenvolupament anaven adreçats a l'Orient Mitjà (22 per cent), economies en transició (10 per cent), mentre que els recursos adreçats a l'Àfrica tenien una importància marginal.

El segon període s'inicia el 1997 i abasta gairebé tota la segona meitat de la dècada dels '90. Aquesta segona etapa es caracteritza per la reversió sobtada en el flux d'entrada de capitals procedents de l'estranger, conseqüència de la creixent inestabilitat financera que imposen la crisi de les economies de l'Est d'Àsia de l'estiu de 1997 i, en menor mesura però també, la crisi mexicana de finals 1994 i l'*efecte Tequila* posterior. Aquesta fugida de capitals es fa més evident si s'analitza tant l'evolució de la inversió en cartera com la partida dels crèdits bancaris del compte financer de la balança de pagaments durant el període 1996-00. Com a conseqüència d'aquesta sortida massiva i sobtada de capitals la inversió directa de l'estranger va recuperar el seu protagonisme.

Aquest augment en l'escala dels moviments de capitals des dels països industrialitzats cap a les economies emergents durant els anys '90 s'explica, d'una banda, la progressiva liberalització de les operacions financeres derivada de la supressió dels controls de capitals que limitaven el lliure accés als mercats financers internacionals a moltes de les economies emergents amparades per la filosofia del "*Consens de Washington*", la diversificació de la cartera d'inversions i la recerca d'uns majors rendiments als mercats emergents. Per una altra, la revolució de les telecomunicacions i la informàtica també ha contribuït a reduir de manera molt significativa els costos d'informació i transacció als mercats financers, la qual cosa ha reforçat la sensibilitat dels inversors als diferencials de tipus d'interès, però alhora ha incentivat la innovació financera i la progressiva integració dels mercats de capitals.

Aquests canvis als mercats financers internacionals han atorgat major rellevància als inversors institucionals i a les operacions de finançament directes través de la compra de bons o d'accions, en detriment del finançament indirecte a través de crèdits sindicats que han afavorit un procés creixent de desintermediació financera i de *titulització* dels fluxs de capitals i l'accés dels països emergents als mercats de capitals mundials.

Altres estudis sobre els determinants dels fluxs de capitals cap els països en desenvolupament emergents suggereixen que la millora en les condicions macroeconòmiques del país, associades a la implementació de reformes estructurals i la instrumentació de polítiques econòmiques coherents van afavorir un clima d'estabilitat que va alimentar les primeres entrades de capitals; aquestes entrades de capitals, alhora, contribuïen a validar l'actuació macroeconòmica dels

països emergents perquè ajudaven a relaxar les restriccions de liquiditat, incentivaven l'augment de la inversió interna i per extensió estimulaven el creixement econòmic

En aquest context, un seguit d'esdeveniments conjunturals com la caiguda dels tipus d'interès als Estats Units entre 1990 i 1994, l'apreciació del ien japonès així com la resolució de la crisi del deute l'any 1989 amb l'articulació del *Pla Brady* i la caiguda del mur de Berlín van tendir a reforçar de manera molt important aquest flux creixent de capitals financers cap als països emergents.

Els arguments sobre la bondat dels moviments de capitals han estat posats en entredit arran del seguit de crisis financeres que han afectat les economies emergents durant la dècada dels '90. Paradoxalment, la progressiva integració econòmica va predisposar les economies emergents a la crisi, perquè en forçar la dissolució dels controls i altres restriccions, per afavorir el comerç i les finances internacionals, van augmentar el seu grau d'exposició a l'eventualitat d'una crisi canviària i financera. De fet, la liberalització de les operacions del compte financer de la balança de pagaments i la desregulació dels sistemes financers nacionals ha propiciat l'emergència de crisis que "*s'autogeneren*" i "*s'autoalimenten*".

Aquesta evidència posa de manifest que els mercats financers poden ser un mecanisme de transmissió d'una mala situació econòmica però que, també, juguen un paper actiu quan precipiten un atac especulatiu per explotar una situació de "*crisi financera*", que tendeix a agreujar el procés de fugida de capitals i desinversió i que es veu reforçada per l'existència d'un cert grau de "*gregarisme*" i magnificada per la presència d'un "*efecte contagi*".

Però veritablement, la singularitat dels *sudden stops* és que s'han revelat com un fenomen exclusiu i característic de les economies emergents i, tal vegada per això, als països més industrialitzats les crisis financeres no tenen efectes tan devastadors sobre la producció i l'ocupació com als països emergents que no es dona als països més avançats. Aquest extrem introdueix un doble patró de mesura als mercats financers internacionals que dificulta la gestió de la política monetària i canviària doncs, les devaluacions s'associen a un context de recessió econòmica i inestabilitat i explica la "*por a la flotació*". Per tal vegada, la principal de les implicacions en termes de política econòmica que es deriva d'aquesta anàlisi és que amb la liberalització plena dels moviments de capitals, les economies emergents són, sovint, a mercè del que succeeix més enllà de les seves fronteres i no és suficient reduir els dèficits fiscals, endegar projectes de reforma estructural o practicar polítiques econòmiques consistents temporalment per evitar el "*contagi*" d'una crisi canviària o financera.