

Quarta Part

Integració Comercial i Prevenció de les Crisis Canviàries

Integració Financera i Prevenció de les Crisis Canviàries

CAPÍTOL 11

Integració Comercial i Prevenció de les Crisis Canviàries

Com s'ha descrit als capítols precedents, les crisis que “s'autogeneren” i “s'autoalimenten” constitueixen una amenaça per al bon funcionament de les economies de lliure mercat i l'avanç de la mundialització del comerç i les finances, doncs molts dels països emergents podrien tornar-se proteccionistes davant la fragilitat financera que imposa l'obertura comercial i financera a l'exterior dels seus mercats.

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

En particular, la intensificació del comerç internacional vinculada a la creixent integració dels mercats de béns i serveis a nivell mundial pot fer les crisis financeres molt menys probables. No tant perquè la major integració econòmica pugui arribar a eliminar els xocs asimètrics que afecten les economies nacionals, sinó més aviat pels efectes macroeconòmics que genera. Així, la progressiva obertura comercial de les economies emergents en propiciar un augment progressiu de la importància relativa del seu comerç exterior, multiplica l'efectivitat d'una devaluació de la moneda nacional sobre la demanda externa. Aquesta circumstància, a més de millorar la liquiditat financera i la solvència econòmica dels països, afavoreix una major celeritat en la recuperació de l'activitat productiva.

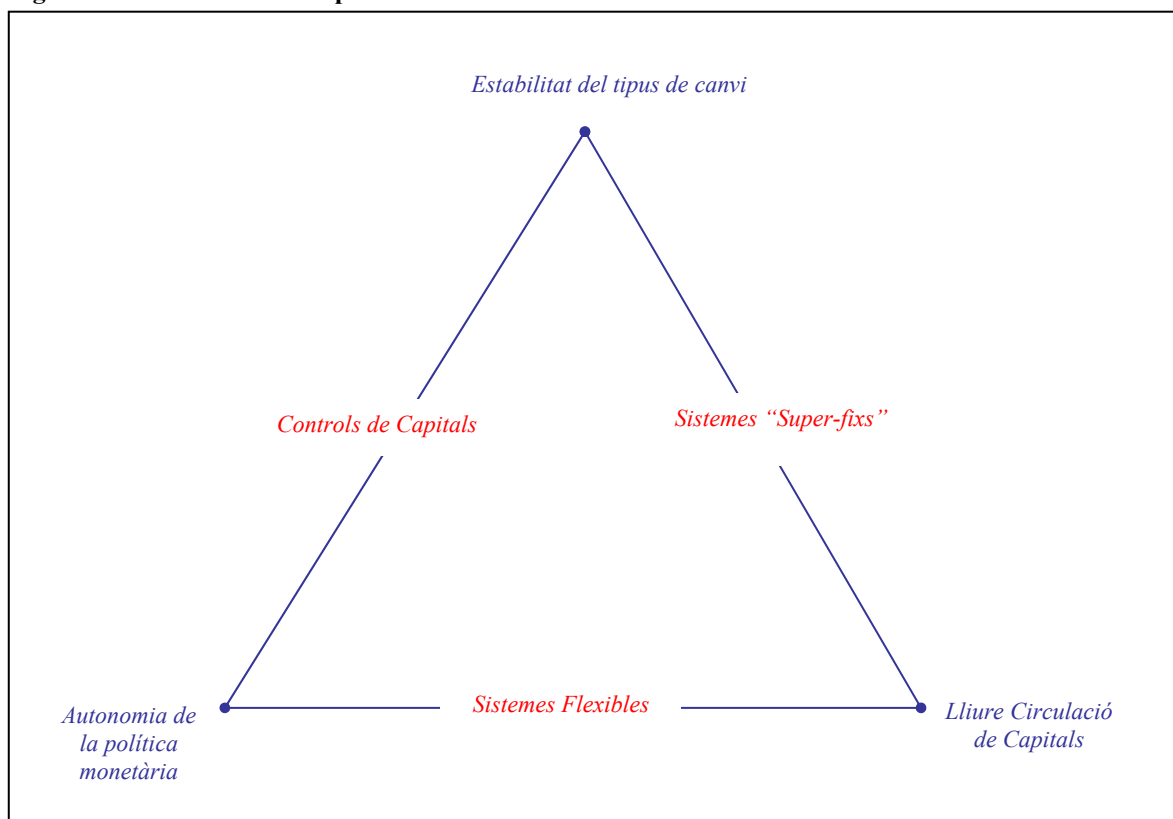
El capítol s'estructura en tres parts. A la primera secció s'analitzen les propostes que proven de resoldre el “trilema” de la política econòmica que plantegen les crisis que “s'autogeneren” i “s'autoalimenten” i que, o bé preconitzen la necessitat d'una bipolarització dels règims canviaris, o bé suggereixen la necessitat d'imposar límits a les entrades de capitals o a les sortides de capitals. A la segona part s'argumenta que la intensificació del comerç internacional vinculada a la creixent integració dels mercats de béns i serveis a nivell mundial pot fer les crisis canviàries i financeres molt menys probables. Finalment, la darrera de les seccions presenta les principals conclusions del capítol.

A. Les propostes que giren entorn al “trilema” de la política econòmica

Una de les conclusions que es desprèn de l’anàlisi realitzada als capítols anteriors sobre la naturalesa i les causes de la crisi de Mèxic 1994 però, sobretot, de l’Est d’Àsia és que la creixent integració financera va predisposar aquelles economies a la crisi. La progressiva liberalització dels moviments de capitals va fer que les economies emergents esdevinguessin vulnerables a una nova tipologia de crisi financera i canviària caracteritzada per un procés de sortida de capitals que “s’autoconfirma” que acaba desencadenant una sèrie de problemes financers i econòmics per a les empreses que una vegada s’han iniciat són difícils d’aturar.

Per a Krugman (2000) són tres els aspectes determinants d’aquest tipus de crisi: la vulnerabilitat dels països a les sortides de capitals degut a l’existència d’un volum molt significatiu d’inversions a curt o molt curt termini –*hot money*–; la vulnerabilitat financera de les empreses associada 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. Qualsevol iniciativa per a prevenir les crisis que “s’autogeneren” i “s’autoalimenten” hauria d’incidir en algun o alguns d’aquests tres factors.

Figura 1.11. El trilema de la política econòmica a les economies obertes



Font: Krugman i Obstfeld (2001)

En aquest sentit, la figura 1.1 il·lustra les tres propostes que es poden considerar i que giren entorn al “*trilema*” de la política econòmica a les economies obertes : (a) aquelles que pretenen desincentivar l’endeutament en moneda estrangera, tot permetent la lliure flotació del tipus de canvi; (b) aquelles que, contràriament, intenten eliminar el risc d’una crisi canviària a través d’un *currency board*, o a través de la “*dolarització*” de l’economia; i (c) aquelles que imposen límits a les entrades de capitals o a les sortides de capitals.

1. La tendència a la bipolaritat dels règims canviaris

El fet més rellevant dels diferents episodis de crisis canviàries i financeres que han caracteritzat la dècada dels ‘90 ha estat, més que la seva proximitat i freqüència en el temps, la seva magnitud. Les crisis canviàries han estat més severes que en el passat, i aquest extrem s’ha traduït en importants costos per a la població dels països implicats. En un món caracteritzat per l’elevada mobilitat de capitals, qualsevol modificació en la composició de la cartera d’inversions a nivell internacional que afecti les economies emergents es tradueix en amplis moviments de capitals (Krugman, 1999d). Aquests canvis sobtats en la direcció dels fluxs financers amplifiquen els ajustos dels tipus de canvi i dels tipus d’interès i converteixen els països emergents en economies molt vulnerables a qualsevol pertorbació externa i, fins i tot, interna.

En aquestes circumstàncies, un seguit d’autors com Velasco (2000), Chang i Velasco (2000), Fischer (2001) i Ghosh, Gulde i Wolf (2003) han assenyalat la necessitat d’introduir canvis importants en el funcionament dels sistemes canviaris dels països emergents després dels diferents episodis de crisi que han sacsejat les economies de Mèxic (1994), de l’Est d’Àsia (1997), Rússia (1998) i Brasil (1999). D’aquesta manera, els “*règims intermedis*” i, especialment els *soft pegs*, han perdut crèdit en benefici de posicions més extremes que configuren la “*visió bipolar*” o *two-corners approach*¹.

Segons aquest enfocament les paritats ajustables o els tipus de canvi intervinguts són difícils de mantenir quan existeix una elevada mobilitat de capitals. En aquest escenari, la supervivència del règim canviari exigeix que la paritat sigui defensada amb gran determinació o que el tipus de canvi s’ajusta periòdicament en resposta a les forces de mercat (Eichengreen, Mason et al., 1999). Aquestes condicions només poden ser satisfetes per dos règims extrems: els sistemes fixos estrictes com el *currency board* o la “*dolarització*” o, alternativament, per sistemes més flexibles (Calvo, 1999 y 2000). El corollari d’aquesta argumentació és que els països amb un elevat grau d’integració financera haurien d’abandonar els règims intermedis i situar-se en algun d’aquests dos extrems de l’espectre canviari.

De fet, per als defensors d'aquest plantejament, les crisis no són una conseqüència inevitable de la naturalesa canviant de l'economia mundial sinó que depenen en moltes ocasions de la credibilitat del sistema de tipus de canvi amb què opera el país. En conseqüència, la selecció del règim canviari resulta determinant perquè condiciona el grau d'exposició de l'economia a reversions sobtades en la direcció dels fluxs d'entrada capitals² o *sudden stops*.

Des d'aquesta perspectiva, Summers (2000) estableix que “... *per economies amb accés als mercats de capitals internacionals, l'elecció d'un sistema de tipus de canvi adequat a les condicions de l'economia comporta, cada cop més, prescindir de situacions intermèdies i optar per solucions extremes com els tipus de canvi flexibles o els tipus de canvi fix, reforçats si és necessari amb la renúncia a la pràctica d'una política monetària independent*”.

Amb caràcter general, els informes de les institucions financeres internacionals semblen advocar més aviat per sistemes flexibles Eichengreen, Masson et al (1998), Masson (2001), Edwards (2000) mentre que un nombre considerable d'acadèmics com Savastano (1996), Calvo (1999), Hausmann et al (1999) i Ghosh, Gulde i Wolf (2000) es mostren fermament partidaris de la constitució de *currency boards* o de la *dolarització* de l'economia. A la pràctica, que un país adopti un sistema de tipus de canvi fix o flexible depèn de les seves característiques estructurals en termes de flexibilitat del mercat laboral, grau de translació de les variacions del tipus de canvi a preus, de l'història d'inflació o del nivell de *dolarització* del sistema financer.

1.1. LA NECESSITAT DE LA LLIURE FLOTACIÓ DEL TIPUS DE CANVI COM A MECANISME DE COBERTURA A L'EXPOSICIÓ EXTERIOR

Recentment, la literatura econòmica s'ha centrat en les implicacions que l'augment dels fluxs internacionals de capital i la major integració dels mercats financers mundials causen sobre l'elecció del sistema canviari. Una conclusió habitual, però no plenament compartida, és que els sistemes flexibles minimitzen els costos d'aquestes perturbacions sobre l'economia nacional però també sobre el sistema financer internacional.

Però paradoxalment, tal com assenyala Krugman (2000) el fonament dels arguments a favor dels sistemes flexibles per als països emergents no es basa en els aspectes macroeconòmics tradicionals, segons els quals aquests règims permeten la instrumentació d'una política monetària autònoma, aïllen l'economia de les perturbacions exteriors i faciliten la pràctica de polítiques de demanda actives³.

¹ Veure capítol 1 d'aquesta tesi doctoral.

² De la mateixa manera s'expressa Calvo (2000) que, en una de les poques justificacions teòriques per bandejar els règims intermedis, estableix que en un món amb creixent mobilitat de capitals i agents financers no sempre ben informats, les economies emergents estan subjectes a rumors que condueixen en moltes ocasions a pànics injustificats.

³ Per a més informació veure capítol 1 d'aquesta tesi doctoral.

Més aviat, el raonament gira entorn al biaix cap a l'endeutament en moneda estrangera que introdueixen els sistemes de tipus de canvi fix i que és l'origen de les crisis que “*s'autogeneren*” i “*s'autoalimenten*” (Goldstein, 1998). L'evidència que es deriva de l'anàlisi de l'experiència de la crisi de l'Est d'Àsia avalaria aquesta hipòtesi, en posar de manifest que les empreses, en països emergents on el sistema de tipus de canvi estava “*fixat*”, mostren una predisposició inusual a l'endeutament en moneda estrangera perquè els beneficis evidents d'endeutar-se a l'exterior i a un tipus d'interès més baixos prevalien sobre els costos que suposaria una eventual devaluació de la moneda nacional, més quan la paritat fixada era aparentment creïble i existia la garantia –implícita o explícita– d'un rescat de “*males inversions*”⁴.

Si els sistemes de tipus de canvi fix introdueixen un biaix cap a l'endeutament en moneda estrangera, aleshores els sistemes flexibles ofereixen una certa assegurança contra les crisis financeres perquè fan més perceptible el risc canviari i eviten aquell endeutament excessiu en moneda estrangera.

Amb tot, per a Krugman (2000) l'estratègia de desincentivar l'endeutament en moneda estrangera a través de l'adopció d'un sistema de tipus de canvi flexible és revela com una estranya política indirecta. L'única motivació per preferir aquesta alternativa a d'altres opcions més directes, com els controls de capitals, és que realment existeixi una “*miopia desastrosa*” a causa de l'existència d'un problema de “*risc moral*”.

El segon argument a favor dels sistemes flexibles emana de l'experiència dels països industrialitzats amb aquest tipus de règim canviari i constitueix un corol·lari de la primera justificació. Així, als països més industrialitzats –on, majoritàriament, la política canviària es defineix a través de sistemes de lliure flotació– és possible absorbir grans entrades de capitals, sense esdevenir simultàniament, més vulnerables a una crisi canviària que “*s'autoconfirma*”. L'aspecte determinant d'aquesta història és que en aquest tipus de països les empreses no presenten massa passius en moneda estrangera. En aquest escenari, la depreciació de la moneda nacional no causa excessives dificultats econòmiques i financeres a les empreses nacionals i, aleshores, l'economia pot beneficiar-se de la flexibilitat del tipus de canvi com mecanisme que, en teoria, isola l'economia de les pertorbacions que puguin ocórrer als països del seu entorn.

Des d'aquesta perspectiva, la conveniència per a les economies emergents d'adoptar sistemes flexibles es basa en l'esperança que aquesta mena de règims acabin amb el doble patró de mesura dels mercats de divises, i, permetran recuperar el tipus de canvi com a instrument d'ajust macroeconòmic. És a dir, aquesta estratègia confia en què si les economies emergents permeten que el valor de les seves monedes fluctuï lliurement al mercat de divises al llarg del temps

⁴ Calvo (1999) justifica aquesta tendència a l'endeutament excessiu en moneda estrangera a partir de l'asimetria en la informació entre prestamistes estrangers i prestataris nacionals.

aconseguiran desenvolupar mercats financers prou amplis i profunds. Aleshores, les empreses nacionals podrien obtenir recursos als mercats de capitals sense haver de recórrer a l'endeutament a curt termini en moneda estrangera⁵.

Davant d'aquests plantejaments, durant molts anys s'ha estat argumentant que les economies emergents no podien adoptar de manera satisfactòria un sistema flexible per diverses raons. Un primer motiu d'aquesta inconveniència es basa en la naturalesa de les exportacions dels països emergents. En la mesura que aquestes economies tendeixen a exportar primeres matèries i/o manufactures, el preu de les quals es determina als mercats mundials, la major volatilitat associada a un sistema de tipus de canvi flexible resultaria excessivament gravosa per l'estabilitat dels seus fluxs comercials. En aquest sentit, Rose (2000) i el propi FMI (2002) troben que el progressiu avanç de la integració econòmica ha sotmès els règims de lliure flotació a una pressió creixent, en la mesura que aquests sistemes provoquen un augment de la inestabilitat financera que es tradueix en la disminució del comerç internacional i de la inversió directa de l'estranger. Una vegada més, la voluntat de capturar els beneficis potencials de la integració econòmica empenyen als països lluny de les polítiques que farien menys probables les crisis (Krugman, 2000).

Anàlogament, Calvo (1999 i 2000) i Calvo i Reinhart (2000a) han posat de manifest que en un món amb una gran mobilitat de capital, informació incompleta i un elevat endeutament en moneda estrangera la gestió de la política monetària i canviària està molt condicionada pel "*fear of floating*". Aquesta "*por a la flotació*" s'explica perquè els moviments del tipus de canvi, però particularment les depreciacions de la moneda nacional, tendeixen a afectar negativament la inflació i l'endeutament de les empreses. D'acord amb aquestes consideracions, els sistemes flexibles a les economies emergents només ho són nominalment. En realitat, molts dels països emergents que notifiquen al FMI operar amb un sistema flexible, a la pràctica es comporten com si operessin en el marc d'un sistema de tipus de canvi fix, procurant a través de les intervencions als mercats de divises i/o modificacions dels tipus d'interès evitar les àmplies fluctuacions del tipus de canvi⁶.

Una altra causa que es planteja per justificar la inconveniència dels sistemes flexibles considera que les economies emergents no disposen dels requisits institucionals necessaris per desenvolupar una política monetària en un règim de tipus de canvi flexible (Summers, 2000). L'adopció d'un sistema flexible suposa la renúncia a l'àncora nominal externa que comporta la paritat fixa. En absència d'una àncora externa, la gestió de la política monetària necessita alguna altra referència. Però la instrumentació d'una política monetària basada en objectius d'inflació

⁵ Aquesta argumentació planteja un problema de "*causació inversa*" sobre quina és la importància del règim canviari en la constitució d'aquesta "*flexibilitat benigna*".

⁶ Aquest extrem explicaria la divergència observada entre la classificació *de iure* i *de facto* del *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriccions* del FMI que es posava de relleu al capítol 1 d'aquesta tesi doctoral.

–*inflation targeting*– resulta problemàtica a les economies emergents a causa de la inestabilitat de la demanda de diners i de l'absència d'uns mercats financers nacionals prou amplis i profunds. Per això, de vegades s'ha tendit a completar l'ancora nominal interna amb una d'externa més o menys estricta. Els casos d'Israel i Xile han il·lustrat durant diversos anys aquesta circumstància. En aquests casos, la dualitat d'àncores nominals perseguia facilitar una transició gradual des de la referència interna a l'externa, alhora que es dotava de credibilitat la política monetària basada en objectius d'inflació. Però l'experiència recent de les economies de Brasil i Mèxic –països on el tipus de canvi ha mostrat durant certs períodes de temps una volatilitat excessiva– mostra també que les autoritats econòmiques dels països emergents que defineixen l'estratègia de la seva política monetària en termes d'objectius d'inflació no poden ignorar per complet l'evolució del tipus de canvi més quan aquesta és una variable que no es comporta de forma tan estable com a les economies més industrialitzades.

Finalment, per alguns economistes com Eichengreen i Hausmann (1999) i Ghosh, Gulde i Wolf (2000) l'adopció de sistemes de tipus de canvi fix per a les economies emergents és una necessitat imperiosa que es deriva de la desconfiança en el funcionament d'uns mercats financers incomplets. Per aquests autors, el “*pecat original*” de les economies emergents és massa important com per arribar a ser resolt a partir de la simple adopció d'un sistema de tipus de canvi flexible⁷.

1.2. L'ALTERNATIVA DELS SISTEMES SUPER-FIXS

Quan la presència de restriccions institucionals o operatives limita la capacitat del país per operar amb un sistema flexible o per instrumentar una política monetària basada en una àncora interna, la defensa d'una determinada paritat per part del banc central no serà creïble i el règim canviari esdevindrà una font d'inestabilitat que alimentarà la volatilitat del tipus de canvi als mercats de divises. Però per a Calvo (1999) aquesta manca de credibilitat pot corregir-se institucionalitzant el compromís amb una paritat determinada a través de la creació d'un *currency board*. En el límit, si es dona una profunda “*dolarització*” del sector privat, mantenir una moneda nacional pròpia és més un cost que un avantatge. En aquestes condicions seria millor adoptar com a moneda pròpia alguna de les grans divises internacionals.

Hanke i Schuler (1994) i Hausmann et al. (1999) consideren que els sistemes de tipus de canvi “*super-fixs*” –*currency board* i “*dolarització*”– són una garantia de credibilitat, disciplina i transparència perquè proporcionen una àncora nominal externa creïble.

⁷ De fet, Eichengreen i Hausman (1999), entenen que el desenvolupament dels mercats financers s'explica a partir de la imposició de barreres proteccionistes. Aquesta circumstància suggereix l'argument de la “*indústria financera naixent*” segons el qual no és recomanable una liberalització prematura del compte financer de la balança de pagaments.

De fet, el compromís ferm amb una paritat determinada que es deriva de l'adopció d'un d'aquests dos sistemes fa altament improbable una devaluació, un reajust de la paritat o un abandonament del règim de manera sobtada, excepte en circumstàncies extremes⁸. A més, si la naturalesa de les pertorbacions que provenen de l'exterior no és independent del sistema canviari adoptat i els països amb règims de tipus de canvi més creïbles afronten pertorbacions més suaus, aleshores els sistemes de tipus de canvi "*super-fixs*" seran menys propensos al "*contagi*" (Calvo 1999). D'aquesta manera, la reducció de l'especulació i del risc de devaluació es tradueixen en una menor volatilitat del tipus de canvi i uns tipus d'interès menors i més estables als que existirien en d'altres circumstàncies. La combinació d'una major credibilitat i una major estabilitat financera acaben per configurar un entorn favorable al comerç exterior, a la inversió estrangera i al creixement sostingut a llarg termini.

Tanmateix, l'adopció d'algun d'aquests dos sistemes "*super-fixs*" no és una garantia automàtica ni immediata de credibilitat. De fet, la consecució d'aquesta credibilitat passa per complir un seguit de condicions relatives a la solvència fiscal, a la funció de "*prestamista d'última instància*" i a la solidesa del sistema bancari⁹. Els partidaris de la *dolarització* identifiquen Panamà com una prova evident de les virtuts d'aquest sistema en la lluita contra la inflació. Amb tot, un estudi rigorós de la història monetària de Panamà elaborat per Edwards (2000) suggereix que la *dolarització* no assegura la solvència fiscal i la prudència pressupostària. De fet, l'acord monetari de Panamà ha pogut subsistir al llarg del temps gràcies a la tutela quasi permanent del FMI¹⁰. Aquest recurs constant als recursos del FMI s'explica per la incapacitat de les autoritats econòmiques de controlar les seves finances públiques¹¹. En el cas d'Argentina, l'elecció d'una paritat errònia i la inèrcia inflacionista que perpetuaven unes polítiques fiscals i pressupostàries inconsistentes temporalment van derivar en la progressiva sobrevaluació del tipus de canvi real. La creença que el país arrossegava un important desequilibri en el seu tipus de canvi real va erosionar les expectatives dels agents econòmics sobre la competitivitat futura de l'economia i sobre el grau de credibilitat del sistema. Aquest extrem, amb el decurs del temps, va esdevenir un factor d'inestabilitat¹². Per això, Edwards (2000) assenyala que, a pesar de la

⁸ El col·lapse del *currency board* d'Argentina l'any 2001 seria l'exemple més significatiu de l'abandonament del sistema en condicions extremes.

⁹ En aquest sentit, el compromís amb unes finances públiques sanejades invalida el recurs a la devaluació com a mecanisme per reduir el valor real del deute públic. Aquest extrem suposa la renúncia al "*senyoriatge*" –un dels aspectes més positius d'aquests sistemes– i la disposició a instrumentar polítiques fiscals anti-cíclics. Alhora, la funció de prestamista d'última instància ha de ser delegada a alguna altra institució, com per exemple, un consorci de bancs estrangers amb els quals es contracten crèdits contingents, un país estranger a través d'un tractat monetari o una institució multilateral. Finalment, el sistema bancari ha de ser prou sòlid com per minimitzar la freqüència de les crisis bancàries. Per a més informació veure capítol 1 d'aquesta tesi doctoral.

¹⁰ Durant el darrer quart de segle, Panamà ha estat el país de l'hemisferi nord que més ha usat la condicionalitat del FMI.

¹¹ Entre 1973 i 1998 el dèficit fiscal en termes mitjans es va situar entorn al 4% del PIB i només en els últims anys ha estat quan el país ha pogut dur a terme una consolidació fiscal significativa.

¹² Des de 1996, Argentina va incórrer de manera recurrent en grans dèficits fiscals i va superar sistemàticament els objectius de consolidació fiscal establerts pels successius programes del FMI. Aquesta circumstància es va traduir en un ràpid creixement del deute públic i en un increment de les necessitats de finançament exterior. Aquests dos factors, juntament amb la passivitat demostrada en les reformes estructurals de determinades àrees com la legislació del mercat laboral i la relació entre les províncies i

constituïció del *currency board*, el risc canviari mai no va arribar a desaparèixer del tot i, en conseqüència, els tipus d'interès reals, cinc anys després de l'adopció d'aquell sistema, continuaven sent relativament alts i volàtils. A diferència d'Argentina, Panamà va eliminar de manera satisfactòria el risc d'una devaluació, un fet que es va veure reflectit en un menor cost en la captació dels capitals als mercats internacionals. En aquest sentit, entre 1997 i 1998, el diferencial o *spread* dels bons de Panamà era de 464 punts bàsics mentre que el dels bons *Brady* d'Argentina era de 710 punts bàsics.

Els sistemes “*super-fixs*”, especialment la *dolarització*, poden arribar a eliminar el risc associat amb “*l'asincronia de divises*” –*currency mismatch*– però no el risc derivat de “*l'asincronia de venciment*” –*maturity mismatch*. A més, en la mesura que aquests sistemes limiten la capacitat de l'autoritat monetària com a prestamista d'última instància, necessàriament, es deriva un augment de la vulnerabilitat a una crisi canviària, doncs l'opció de rescatar a institucions amb problemes desapareix una vegada existeix una moneda única¹³. Tampoc no desapareix el risc-país, i en conseqüència, a països com Panamà l'*spread* dels bons del Tresor dels Estats Units respecte els bons *Brady* de Panamà es van mostrar bastant volàtils i van experimentar importants alces en resposta als xocs polítics i als esdeveniments externs –com per exemple la crisi russa de 1998. A més resulta significatiu que aquest diferencial hagi estat superior al registrat per Xile, un país que ha anat incrementant amb el pas del temps el grau de flexibilitat del seu sistema canviari.

Segons la tradició del model Mundell-Fleming, una de les limitacions d'aquests sistemes de tipus de canvi “*super-fixs*” és que les pertorbacions externes tendeixen a veure's amplificades, perquè quan les autoritats econòmiques decideixen fixar, d'una manera o altra, el valor del tipus de canvi obliguen als mercats a ajustar les pertorbacions reals via preus. Però en la mesura que, sovint, preus i salaris són rígids a la baixa i donat que és difícil articular canvis artificials en els preus relatius, aquestes pertorbacions generen recessió econòmica i una elevada desocupació. La magnitud d'aquests efectes depèn de l'estructura econòmica del país i, en particular, del grau de flexibilitat del mercat laboral¹⁴. Alguns autors han argumentat que aquests costos han estat exagerats i que, de fet, els canvis en els preus relatius entre els béns comerciats i no comerciats es poden aconseguir a través de “*devaluacions simulades*”, és a dir, a través de la

el Govern federal, minaren permanentment la credibilitat de les polítiques instrumentades i van afectar negativament en l'estabilitat econòmica del país.

¹³ No sembla políticament realista, imaginar que la *Reserva Federal* o el *Banc Central Europeu* estiguin disposats a oferir garanties incondicionals al subministrament d'aquests fons a les economies dolaritzades o euritzades.

¹⁴ Després de l'adopció del *currency board* i d'una ràpida reducció en el nivell d'inflació, Argentina va experimentar una gran recuperació del creixement econòmic que es va estendre entre els anys 1991 i 1994. L'any 1995 com a conseqüència de l'efecte “*tequila*”, el país va entrar en una severa recessió, amb nivells de creixement negatius del 3 per cent. L'economia es va recuperar entre 1996 i 1997 per tornar a entrar en recessió durant 1998-99 amb les crisis canviàries de Rússia i Brasil, i, pels dubtes creixents sobre la sostenibilitat dels dèficits fiscal i exterior. El 1999, el PIB va reduir-se en un 4 per cent mentre que l'any 2000 el creixement econòmic va ser positiu però molt modest. La combinació d'aquestes pertorbacions externes amb debilitats estructurals –inclosa una

imposició d'aranzels a la importació i subsidis a l'exportació¹⁵. Calvo (1999) va més enllà quan afirma que l'existència de rigideses nominals dels preus pot arribar a ser un avantatge, perquè actua com un estabilitzador automàtic que esmorteix les fluctuacions del cicle econòmic.

Malgrat això, Edwards i Susmel (2000 i 2001) en una anàlisi del “contagi” de la volatilitat a Argentina, Brasil, Hong Kong, Mèxic i Xile troben que Argentina havia estat el país més seriosament afectat per aquest contagi de la volatilitat d'entre els cinc països considerats. L'estudi també revela que Hong Kong, el país més reverenciat entre els que operen amb uns sistemes “*súper-fixs*”, també es va veure subjecte a un important contagi de la volatilitat durant el període considerat.

Finalment, el *currency board*, a l'igual que qualsevol altre sistema de tipus de canvi fix en presència d'uns mercats de capitals incomplets, estimula l'emissió de títols de deute expressats en moneda estrangera. En aquest escenari, una possible devaluació –com el cas recent d'Argentina ha demostrat– és encara més recessiva. Krugman (2000) contrasta aquesta situació amb l'experiència de Brasil, on la devaluació de començaments de 1999 va tenir uns efectes clarament expansius. Tot i que la devaluació del real va ser humiliant pel Govern, els seus efectes van ser benignes a diferència del que va passar, inicialment, a Tailàndia o Indonèsia l'any 1997. L'explicació més plausible és que les empreses brasileres no tenien molts passius expressats en dòlars, de tal manera que l'efecte pro-competitiu derivat de la devaluació predominava sobre “*l'efecte balanç negatiu*” i, aleshores, els moviments del tipus de canvi funcionaven com a mecanisme d'ajust macroeconòmic.

2. *La prevenció de la fugida de capitals*

La majoria de crisis canviàries que han caracteritzat la dècada dels '90 a les economies emergents han estat, invariablement, el resultat de reversions sobtades en el flux d'entrades de capitals. En conseqüència, un nombre creixent d'analistes i acadèmics com De Gregorio, Edwards i Valdes (2000), Chanda (2000), Williamson (2000) i Stiglitz (2000) i d'institucions internacionals com el Banc Mundial i el FMI s'han mostrat partidaris de limitar la lliure mobilitat de capitals com a mecanisme de prevenció de crisis futures¹⁶.

En el debat entorn a aquesta qüestió s'acostuma a distingir entre controls sobre les sortides i controls a les entrades de capitals. Aquests controls normalment poden adoptar dues modalitats:

legislació laboral molt rígida – es va traduir amb un increment molt important de la taxa d'atur, que excedia el 17 per cent entre 1995 i 1996 i se situava entorn el 15 per cent durant el període 1999-00.

¹⁵ Des d'un punt de vista pràctic existeixen seriosos inconvenients a aquesta pràctica perquè vulnera les normes de l'OMC. A més, l'ús de la política comercial per provocar canvis en els preus relatiu comporta importants implicacions de política econòmica. Sobre l'equivalència d'aquesta mena polítiques comercials i les devaluacions del tipus de canvi veure Edwards (1998).

¹⁶ Una altra forma d'impedir aquesta fugida de capitals és negociar una moratòria de pagaments amb els bancs estrangers, a l'estil de Corea del Sud. La renegociació del deute és una política intermèdia que, a diferència dels controls de capitals, no compromet ni foragita les inversions potencials futures. El seu inconvenient és que només considera com a única sortida de capitals la que es deriva dels crèdits bancaris.

restriccions quantitatives, a l'estil dels instaurats a Malàisia a finals de 1998, que limiten els fluxs d'entrada o de sortida de capitals per evitar la volatilitat excessiva del tipus de canvi; i gravàmens, a l'estil dels controls aplicats a Xile des de 1991, que actuen com un impost i que persegueixen canviar l'estructura temporal dels fluxs de capitals procedents de l'estranger (OCDE, 1998a).

Addicionalment, molts països han adoptat regulacions prudencials per reduir l'exposició al risc canviari de les entitats de crèdit i, indirectament, incidir sobre els fluxs de capitals procedents de l'estranger. En aquest sentit, els controls de capitals directes sobre les posicions en moneda estrangera dels bancs són probablement la millor manera d'acotar el risc canviari quan els mercats financers privats són incomplets, perquè eviten que els bancs acceptin qualsevol tipus de dipòsit en moneda estrangera o que concedeixin préstecs en moneda estrangera, o que duguin a terme la compensació dels pagaments internacionals i la liquidació de comptes.

Però a pesar del suport creixent als controls a les entrades de capitals existeixen pocs treballs empírics que hi facin referència. De fet, els partidaris d'aquesta opció prenen com a paradigma els controls de capitals practicats a Xile durant la dècada dels '90. Així Stiglitz (2000) comentava que *"...hem de contemplar mesures que desincentivin les entrades de capital especulatiu a molt curt termini –hot money– per facilitar, alhora, els fluxs de capital a llarg termini, i és evident que l'enfocament xilè o alguna altra versió han tingut aquesta voluntat"*. O més recentment, el *"Fòrum de Política Asiàtica"* ha recomanat els controls sobre les entrades de capitals en forma de *"dipòsits de reserves no remunerats"* –*unremunerated reserve requirements*, URR– o l'obligació d'una permanència mínima per a les entrades de capitals. Tailàndia i Malàisia van usar mesures de control durant la crisi de l'Est d'Àsia de 1997, per bé que amb distinta duració i eficàcia. Xina, també, va preservar de manera exitosa el seu règim canviari durant la crisi asiàtica amb l'ajut de controls de capitals a llarg termini, tot contribuint a l'estabilitat de la regió i de l'economia internacional.

2.1. ELS CONTROLS A LES SORTIDES DE CAPITALS

Bhagwati i Srinivasan (1999) i Rodrick (1998) consideren que en la història econòmica no hi ha una evidència clara que mostri el caràcter decisiu de la llibertat de moviments de capitals sobre el desenvolupament econòmic; és més entenen que la reversió sobtada en el flux d'entrada de capitals a les economies emergents és un element altament desestabilitzador¹⁷. Per això, aquests autors proposen l'establiment de controls a les sortides de capitals per poder recuperar l'autonomia de la política monetària i gaudir d'un tipus de canvi més estable.

¹⁷ En aquest sentit, argumenten que perquè la lliure circulació de capitals afavoreixi una assignació òptima dels recursos financers es requereix que la informació que disposen els diferents agents que operen als mercats financers sigui completa i general. Donat que aquestes condicions normalment no es compleixen als mercats internacionals es produeix una asimetria en la informació que

L'evidència empírica mostra que els controls a les sortides de capitals només resulten efectius quan s'apliquen de manera exhaustiva al conjunt de mercats financers del país i tenen un caràcter temporal. Amb tot, la imposició de controls de capitals sobre les sortides de capitals, molt possiblement, distorsiona el funcionament dels mercats perquè, d'una banda, estimula als diferents agents financers a cercar fórmules enginyoses per superar les limitacions¹⁸ i, per una altra, redueix el flux d'entrades de capitals per la por dels inversors estrangers a no poder repatriar el principal i els interessos o dividendes de les seves inversions. Per això, sovint s'argumenta que els controls sobre les sortides de capitals són, en general, menys efectius que les restriccions sobre les entrades de capitals –especialment quan s'introdueixen durant un episodi de crisi¹⁹– i el grau d'obertura del país és important (Ariyoshi et al., 2000, Dooley, 1996 i Edwards, 1999).

Però l'experiència de Tailàndia i, sobretot, de Malàisia, malgrat ser unes referències aïllades, proporcionen dos exemples positius en l'ús de controls per evitar una sortida de capitals.

En aquest sentit, des del moment en què es va produir l'atac especulatiu contra el *baht*, les autoritats econòmiques de Tailàndia van imposar un control de canvis amb la clara voluntat de limitar les tensions als mercats de divises sense haver d'elevat excessivament els tipus d'interès. Per a Edison i Reinhart (1999) els controls de canvis no van evitar la devaluació del *baht*, però el fet que els tipus d'interès dels mercats monetaris interns no augmentessin tant com els tipus dels mercats *off-shore* prova l'efectivitat de la mesura, malgrat que les restriccions no foren massa exhaustives. El control de canvis només es va usar durant un període relativament curt i a finals del mes de gener de 1999 ja no era operatiu.

A Malàisia, el control de capitals instaurat el setembre de 1998 –més d'un any després de l'esclat de la crisi de l'Est d'Àsia– no estava directament relacionat amb el moment àlgid d'un atac especulatiu sinó que, més aviat, perseguia aïllar el país –normalment, amb un grau alt d'incertesa política interna– de les turbulències derivades de la crisi de Rússia, l'agost de 1998, que van provocar la depreciació del *ringgit* i una forta alça dels tipus d'interès que perjudicaven la reactivació de l'economia que s'havia produït durant la primera meitat de l'any (Hinarejos i Varela, 2003). En aquesta conjuntura, les autoritats econòmiques van introduir uns controls de capitals que perseguien restringir la retirada d'inversions en cartera, tot supeditant la repatriació dels beneficis derivats de la venda d'actius financers per part de no-residents a un període de 12 mesos (Stiglitz, 2002). Aquests controls eren molt complerts i s'estenien a la totalitat de mercats financers nacionals, una particularitat que va multiplicar la seva eficàcia a l'hora de separar els

alimenta els comportaments estratègics. Aquests comportaments estratègics es tradueixen en la inestabilitat dels sistemes de tipus de canvi fix i en la volatilitat del tipus de canvi als sistemes de lliure flotació.

¹⁸ La capacitat dels agents financers per evitar els controls de capitals selectius ha augmentat substancialment amb el desenvolupament dels mercats de capitals a nivell internacional (Garber, 1997).

¹⁹ Aquestes restriccions a la mobilitat de capitals, són infructuoses a l'hora d'evitar una devaluació de la moneda nacional si les polítiques internes són inconsistentes amb el manteniment de la paritat fixa.

mercats nacionals dels de la resta del món. En aquest sentit, Edison i Warnock (2001) destaquen que aquestes mesures van resultar molt útils per reduir els tipus d'interès i la seva correlació amb els tipus d'altres països de la regió.

Aquestes mesures a més d'evitar el “*contagi*” de la crisi russa van dotar d'un major grau de llibertat a la política econòmica i, en particular, van permetre administrar una política monetària més expansiva del que hauria estat possible en absència d'aquelles restriccions, sense comprometre l'estabilitat canviària. Si bé és cert que els controls de capitals van néixer amb vocació de permanència, les restriccions van anar perdent intensitat durant l'any 1999, a mesura que les condicions internes i externes anaven millorant.

Malàisia tampoc no va escapar de la crisi. Però per a Kaplan i Rodrik (2001) aquestes restriccions van representar un respir per a l'economia que va experimentar una ràpida recuperació en la relació a la resta de països més afectats per la crisi de l'Est d'Àsia, tot i que es fa difícil establir un nexa causal entre aquesta evolució i les mesures adoptades. Però en qualsevol cas, per a Stiglitz (2002) aquests controls de capitals no van suposar un desavantatge com es podria desprendre de l'argumentació general que identifica els controls a les sortides de capitals com a instruments ineficients.

2.2. *ELS CONTROLS A LES ENTRADES DE CAPITALS*

L'anàlisi de l'experiència mexicana i dels països de l'Est d'Àsia durant la primera meitat de la dècada dels '90 revela que les entrades de capitals poden plantejar seriosos problemes a la política econòmica d'un país, amb independència del sistema de tipus de canvi amb què es gestioni la política canviària.

Així, en un sistema flexible, aquesta entrada de recursos financers procedents de l'estranger introdueix tensions als mercats de divises per tal que la moneda nacional s'aprecii. Si aquesta dinàmica es perpetua en el temps es produirà una sobrevaloració indesitjada del tipus de canvi que afectarà negativament la competitivitat internacional de les empreses del país.

En un sistema fix, més o menys estricte, el flux d'entrada de capitals també provocarà inicialment tensions als mercats de divises per tal que la moneda nacional s'aprecii. Però ara el compromís de les autoritats econòmiques amb una paritat o objectiu de tipus de canvi determinat, forçarà la intervenció del banc central al mercat de divises, comprant divises a canvi de moneda nacional. Aquesta intervenció es traduirà en un increment de la dotació de reserves internacionals, que si no s'esterilitza provocarà l'augment de la liquiditat de l'economia. Però l'esterilització és costosa perquè, entre d'altres circumstàncies, obliga a elevar els tipus d'interès nacionals i amplia el diferencial de tipus d'interès respecte l'estranger, tot incentivant noves entrades de capitals que renoven les pressions inicials sobre el tipus de canvi.

En aquest escenari, pel FMI (2001b) la introducció de controls temporals de diversa naturalesa sobre el flux d'entrada de capitals pot resultar útil a l'hora de gestionar els moviments de capitals, sempre i quan es tracti de mesures de caràcter temporal, tant per la naturalesa de les situacions econòmiques que els motiven com perquè la seva eficàcia disminueix a mesura que transcorre el temps.

En aquest sentit, el cas de Xile és de particular interès perquè, a partir de 1991, les autoritats econòmiques del país van decidir-se a establir controls a les entrades de capitals basats en els preus. Així, els "*dipòsits de reserves no remunerats*" –*Unremunerated Reserve Requirements, URR*– requeria que un import equivalent a un determinat percentatge dels capitals entrants fos dipositat al banc central durant un temps determinat, amb la singularitat que el gravamen disminuïa quant major era l'horitzó temporal de la inversió (Edwards, 1999). L'evidència suggereix que el sistema URR va tenir un efecte moderat sobre els tipus d'interès nacionals però no va afectar el tipus de canvi real. Tan bon punt els controls van perdre la seva efectivitat van ser suprimits. Malgrat que no hi ha consens de l'impacte sobre el volum d'entrades de capitals, diferents estudis de Valdes-Prieto i Soto (1998) i De Gregorio et al. (2000) reconeixen que el sistema va tenir èxit a l'hora d'allargar l'estructura temporal de les entrades de capitals i, per tant reduir la vulnerabilitat potencial de l'economia a canvis inesperats de les expectatives dels mercats financers.

Els controls directes sobre les entrades de capitals també fou un recurs usat per alguns països com Malàisia l'any 1994 per limitar el flux de capitals a curt termini –*hot money*–, en benefici de la inversió directa perquè és bastant més estable que d'altres fórmules d'inversió i comporta una transferència de noves tecnologies.

B. ¿Per què la integració comercial pot reduir les crisis del compte financer?

De tota l'argumentació anterior es desprèn que l'elecció d'un règim de tipus de canvi determinat és una qüestió summament difícil perquè l'opció escollida condiona, d'una o altra manera, el risc d'experimentar una crisi canviària o financera.

Tot i que, temporalment, moltes de les experiències d'estabilització econòmica basades en l'ús del tipus de canvi com a àncora nominal han estat positives i han aconseguit l'èxit en el procés de desinflació, la majoria han acabat malament ja sigui perquè la política fiscal no ha comptat amb la credibilitat necessària (Alberola i Molina, 2000), ja sigui perquè el règim canviari ha sofert atacs especulatius (Krugman, 1996; Obstfeld, 1998), ja sigui causa dels efectes "contagi" (Masson, 1998). Per altra banda, els països emergents que han optat per sistemes flexibles, bé perquè s'han vist forçats després d'una forta devaluació o bé perquè així ho han decidit voluntàriament, tampoc no han aconseguit aïllar-se de les pertorbacions externes ni han aconseguit un grau de competitivitat superior (Hausman et al., 1999; De la Dehesa, 2000b).

Davant les dificultats que suposa la gestió de qualsevol d'aquests règims extrems, en un context de gran mobilitat de capitals, un nombre creixent d'analistes i d'institucions internacionals han suggerit la imposició de controls de capitals com a mesura efectiva per reduir la probabilitat d'una crisi canviària. De fet, arran de la crisi de l'Est d'Àsia, Xina i l'Índia han aparcat els seus plans de liberalització del compte financer de la balança de pagaments i alguns països que comptaven amb una mobilitat de capitals important estan considerant la possibilitat de tornar a incorporar restriccions.

Tanmateix la majoria de responsables polítics, tant del món occidental com de les economies emergents, continuen considerant que els controls de capitals, o bé són difícils de fer complir, o bé resulten pertorbadors per als intercanvis comercials.

Així, per a Krugman (2000) la progressiva liberalització dels moviments de capitals està estretament relacionada amb els costos que un sistema de controls de capitals imposa sobre una economia. Costos, no tant en el sentit tradicional, això és, quantificats en termes de les ineficiències que provoquen sobre el comerç exterior i les finances internacionals o en termes de les corrupteles administratives que acaben generant, sinó més aviat mesurat sobre la base del cost d'oportunitat que representa renunciar als beneficis potencials derivats del comerç internacional i la inversió estrangera directa. En aquest sentit, la creixent integració de l'economia mundial ha augmentat i diversificat les oportunitats d'exportació per als països en desenvolupament, emergents i no emergents. Anàlogament, la inversió directa potencial, especialment la inversió que usa als països com a plataformes d'exportació, és actualment molt superior a la de dècades precedents. Per això, avui en dia, existeix un ampli consens de què el

creixement econòmic basat en les exportacions i, en general, una major integració comercial a nivell mundial resulta una fórmula esperançadora de desenvolupament real per als països menys avançats.

Però en afavorir el comerç i les finances internacionals, les economies han augmentat el seu grau d'exposició a les crisis que “*s'autogeneren*” i “*s'autoalimenten*” (*self-fulfilling crises*). Per això, aquesta mena de crisis constitueixen una amenaça per al bon funcionament de les economies de lliure mercat i l'avanç de la globalització del comerç i les finances, doncs molts dels països emergents podrien tornar-se proteccionistes davant la fragilitat financera que imposa l'obertura a l'exterior dels seus mercats.

Amb tot, aquest vincle causal entre globalització i vulnerabilitat no és una norma estricta. La inestabilitat que provoquen els processos d'integració comercial a les economies emergents pot ser considerada tan sols com un problema transitori perquè, molt probablement, a mig i llarg termini, la integració comercial podria acabar resolent els problemes que provoca inicialment.

D'aquesta manera, la intensificació del comerç internacional pot fer les crisis canviàries i financeres molt menys probables. No tant perquè la major integració econòmica pugui arribar a eliminar els xocs asimètrics que afecten les economies nacionals, sinó més aviat pels efectes macroeconòmics que genera.

1. Els efectes de l'obertura comercial sobre el creixement econòmic

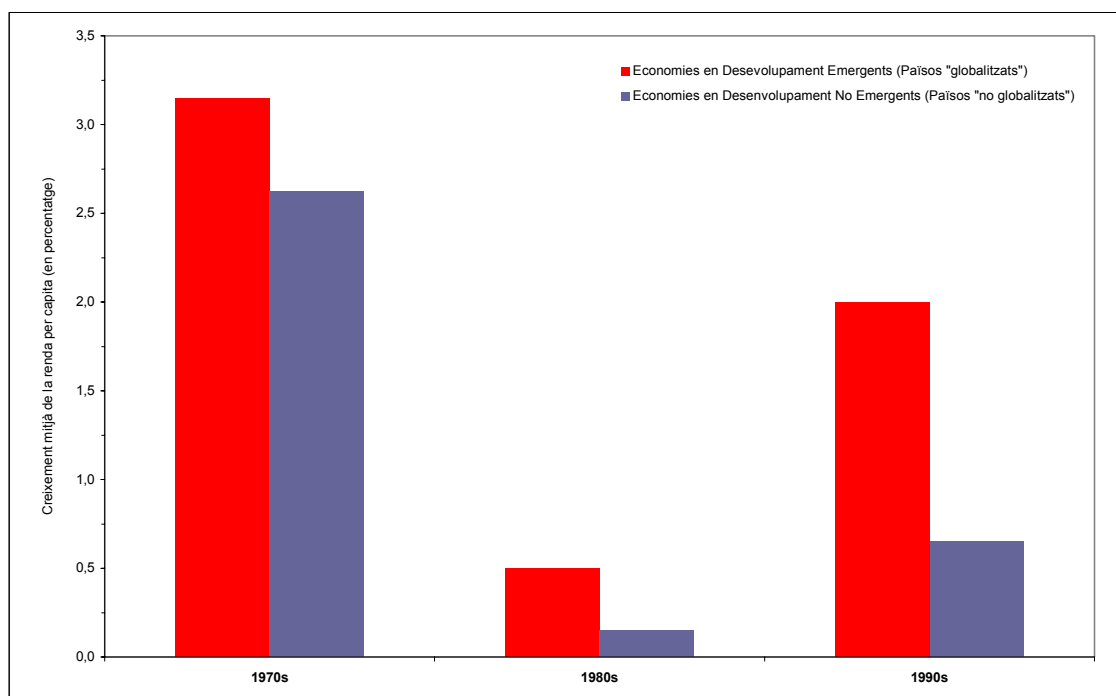
La literatura econòmica més recent que estudia la causalitat entre comerç internacional i el creixement econòmic posa de manifest que la integració comercial afecta positivament l'activitat productiva i el nivell de benestar d'una economia, a través d'una diversitat de canals que inclouen la millora en l'assignació de recursos entre països, la difusió de la tecnologia, la reducció de la recerca de rendes –*rent seeking*– i la promoció de reformes polítiques favorables a la major competència.

En aquest sentit, molts dels estudis econòmics basats en diversos països mostren que l'obertura comercial és una variable explicativa significativa del creixement de la renda per càpita. Hall i Jones (1999), Frankel i Romer (1999) i Frankel i Rose (2000) troben que les diferències de renda per càpita entre països estan sistemàticament i importantment relacionades amb l'obertura comercial. Aquesta evidència es continua mantenint fins i tot després d'introduir altres variables determinants de la renda o al considerar mesures d'obertura alternatives. Amb tot, en aquestes anàlisis resulta difícil separar l'impacte de l'obertura comercial sobre la renda per càpita dels efectes d'aspectes institucionals, com l'eficiència en la gestió de la política comercial i l'encert de les normes implementades.

Sigui com sigui, l'obertura comercial a l'exterior facilita la millora en la qualitat de les institucions o afavoreix l'èxit d'altres reformes implementades simultàniament. Així, per exemple, la competència entre empreses nacionals i estrangeres pot posar en evidència polítiques industrials inefectives; o també el comerç exterior pot mostrar la necessitat de dotar-se de millors infraestructures de transport i de telecomunicacions per afavorir la competitivitat dels sectors d'exportació. També, la liberalització comercial canvia la dinàmica de les polítiques de reforma en establir les bases per a posteriors reformes o serveix per encoratjar reformes institucionals i reduir la corrupció (Ades i Di Tella, 1999).

Però en qualsevol cas Dollar i Kraay (2001) mostren, com es pot observar a la gràfica 3.11, que els països en desenvolupament emergents –que els autors nomenen “*globalitzadors*”– que han experimentat els majors increments en el seu volum de comerç, entre finals dels '70 i mitjans de la dècada dels '90, també han tingut en termes mitjans uns increments de la seva renda per càpita durant la dècada dels '90 superiors als de la resta de països en desenvolupament.

Gràfica 1.11. Liberalització comercial i creixement econòmic



Nota: Les economies emergents no inclouen Xile, Hong Kong, Corea del Sud, Singapur i Taiwan.

Font: Dollar i Kraay (2001)

Altres treballs, basats en estudis a nivell de país, es fan ressò dels beneficis potencials que poden acabar generant els processos de liberalització comercial. Així, Papageorgiou, Michaely i Choksi (1991) i Sachs i Warner (1995) troben que els episodis de liberalització comercial que es mantenen en el temps es tradueixen en un ràpid creixement de les exportacions i del PIB en termes reals. De la mateixa, els estudis a nivell d'indústria o a nivell d'empreses també han

posat en evidència les diverses vies a través dels quals l'obertura comercial afavoreix l'expansió de les exportacions, la millora de la productivitat i l'augment de la renda. En particular, Coe, Helpman i Hoffmaister (1997) troben que l'obertura a l'exterior permet a les empreses del país accedir a una major varietat de béns intermedis que faciliten la difusió del coneixement i la millora de la productivitat o, per exemple, per Wacziarg (2001) l'augment de la competència exterior acaba generant un efecte pro-competitiu que estimula la innovació. De fet, Hallward-Driemeier et al. (2002) afirmen que els increments de productivitat registrats per empreses de l'Est d'Àsia previ al seu accés als mercats exteriors és imputable al compromís ferm d'integració als mercats d'exportació. Alhora, els treballs de Kraay (1999) i Bigsten et al. (2000) mostren increments notables de la productivitat després que les empreses hagin començat a exportar, un extrem que reforça la relació directa entre exportacions i productivitat. Finalment, per a Bernard i Jensen (1999) i Isgut (2001) les exportacions permeten a les empreses créixer més ràpidament al reassignar els seus recursos cap a les activitats més productives.

Aquesta evidència sobre els beneficis del comerç internacional en termes de millora de la productivitat que es deriven del comerç internacional invalidaria d'alguna manera l'argument per a la "*protecció de la indústria naixent*", doncs les empreses protegides de la competència exterior han tendit a créixer més lentament que les altres. Aquest extrem també posaria de manifest que el creixement de la productivitat no és imputable tant al *learning by doing* sinó més aviat als esforços actius per adquirir tecnologies més sofisticades (Krueger i Tuncer, 1982; Bell, Ross-Larson i Westphal, 1984).

2. Integració comercial i reducció de la vulnerabilitat

2.1. ELS PRIMERS ANTECEDENTS

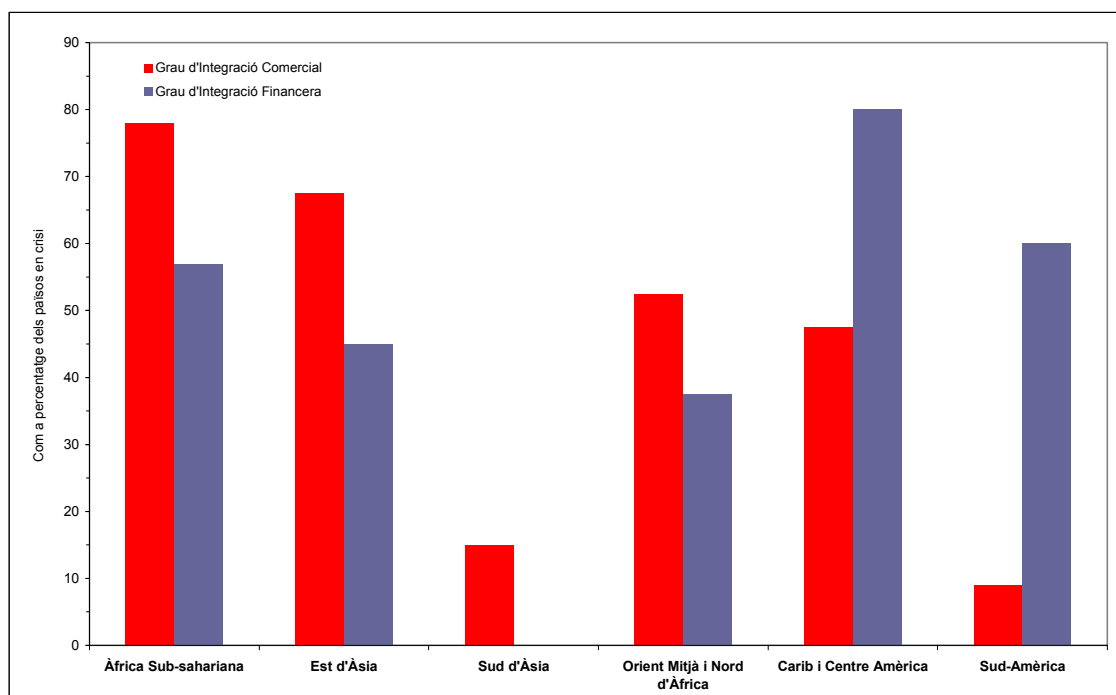
La idea que la intensificació del comerç internacional i l'expansió de les exportacions poden ajudar a disminuir la vulnerabilitat d'una economia a una crisi financera externa no és nova. Els seus antecedents es remunten a la dècada dels '80 quan, arran de la "*crisi del deute*" d'Amèrica Llatina, existia la plena convicció que l'obertura comercial a l'exterior reduïa la probabilitat de la crisi financera.

Un exemple paradigmàtic d'aquest extrem el planteja Krugman (2000) quan comenta que l'any 1982, abans de l'esclat de la "*crisi del deute*", en una classificació dels països amb major risc, realitzada pel *Institutional Investor*, Corea del Sud apareixia classificada just darrera de Mèxic. Pocs mesos després, Mèxic anunciava la suspensió del pagament del seu deute extern i desencadenava la "*crisi del deute*" d'Amèrica Llatina els efectes de la qual es van estendre fins l'any 1989. Fruit d'aquesta crisi, Mèxic i la resta de països d'Amèrica Llatina van ser expulsats

dels mercats de capitals internacionals mentre que Corea del Sud i la resta de països asiàtics –excepte Filipines, el país aparentment més llatí de l'Est d'Àsia– hi van conservar l'accés.

Com es pot comprovar a la gràfica 1.11, que recull la mitjana del grau d'obertura comercial i financera dels països, durant els darrers 25 anys, la diferència entre Mèxic i Corea del Sud i, en general, la diferència entre les economies d'Amèrica Llatina i les de l'Est d'Àsia era el seu grau d'obertura al comerç internacional²⁰.

Gràfica 2.11. Integració comercial i financera a distintes regions en desenvolupament (1975-1999)



Font: FMI, *World Economic Outlook* (2002)

Per tant, l'aspecte rellevant per evitar aquella crisi no fou tant el nivell d'endeutament exterior, mesurat en termes de la ràtio deute extern / PIB, sinó més aviat el grau d'obertura de l'economia i la importància relativa de les exportacions respecte el PIB. Des d'aquesta perspectiva, donat un nivell d'endeutament extern determinat, quant major era la proporció de les exportacions en relació al PIB menor fou la probabilitat de veure's afectat per aquella crisi. Com a conseqüència d'això, durant la dècada dels '80 es va estendre la visió de què a mesura que els països d'Amèrica Llatina avansessin el procés de liberalització comercial i s'incrementés la importància del comerç exterior com a percentatge del PIB, les crisis com les de 1982 esdevindrien una relíquia del passat.

²⁰ L'Àfrica Sub-sahariana i l'Est d'Àsia són les regions que registren la major proporció de països més oberts al comerç, mentre que el Sud d'Àsia i Amèrica Llatina presenten els percentatges més reduïts d'obertura. Per contra, Amèrica Llatina és la zona que té un major nombre de països oberts des del punt de vista financer mentre que el Sud d'Àsia presenta el percentatge més baix. De fet, Amèrica Llatina (és a dir, Sud-amèrica, Carib i Centre Amèrica) és l'única regió en la que el grau d'obertura financera supera clarament el grau d'obertura comercial.

Però als anys '90 aquest plantejament va canviar radicalment. L'elevat volum d'exportacions com a percentatge del PIB va oferir una migrada protecció als països d'Amèrica Llatina i als de l'Est d'Àsia davant el seguit d'episodis de crisis canviàries i financeres de la segona meitat de la dècada dels '90. Unes crisis que van ser molt més severes, si més no durant el primer any, que la "*crisi del deute*" de 1982.

Per això, actualment, es té la impressió que l'obertura comercial afavoreix la vulnerabilitat dels països a una crisi financera perquè augmenta el grau d'exposició de l'economia a qualsevol pertorbació externa o interna²¹. I en conseqüència, els Governos en períodes de crisi contemplan la possibilitat de recórrer al proteccionisme comercial per restaurar la confiança dels mercats en l'economia.

2.2. OBERTURA COMERCIAL I FREQUÈNCIA DE LES CRISIS DEL COMPTE FINANCER

La importància del comerç internacional i del grau d'obertura comercial sobre la vulnerabilitat dels països a crisis financeres externes²² i la seva severitat posen de relleu la creixent interrelació entre la dimensió comercial i financera de l'economia internacional.

La gràfica 2.11 mostra la relació causal entre l'obertura comercial i la freqüència de les "*crisis de deute extern*" i de les "*crisis canviàries*" entre 1975 i 1999. En particular, la gràfica il·lustra la proporció de països que han experimentat alguna mena de crisi financera externa, agrupats en funció del grau d'obertura comercial²³ (part superior) o per àrees geogràfiques (part inferior).

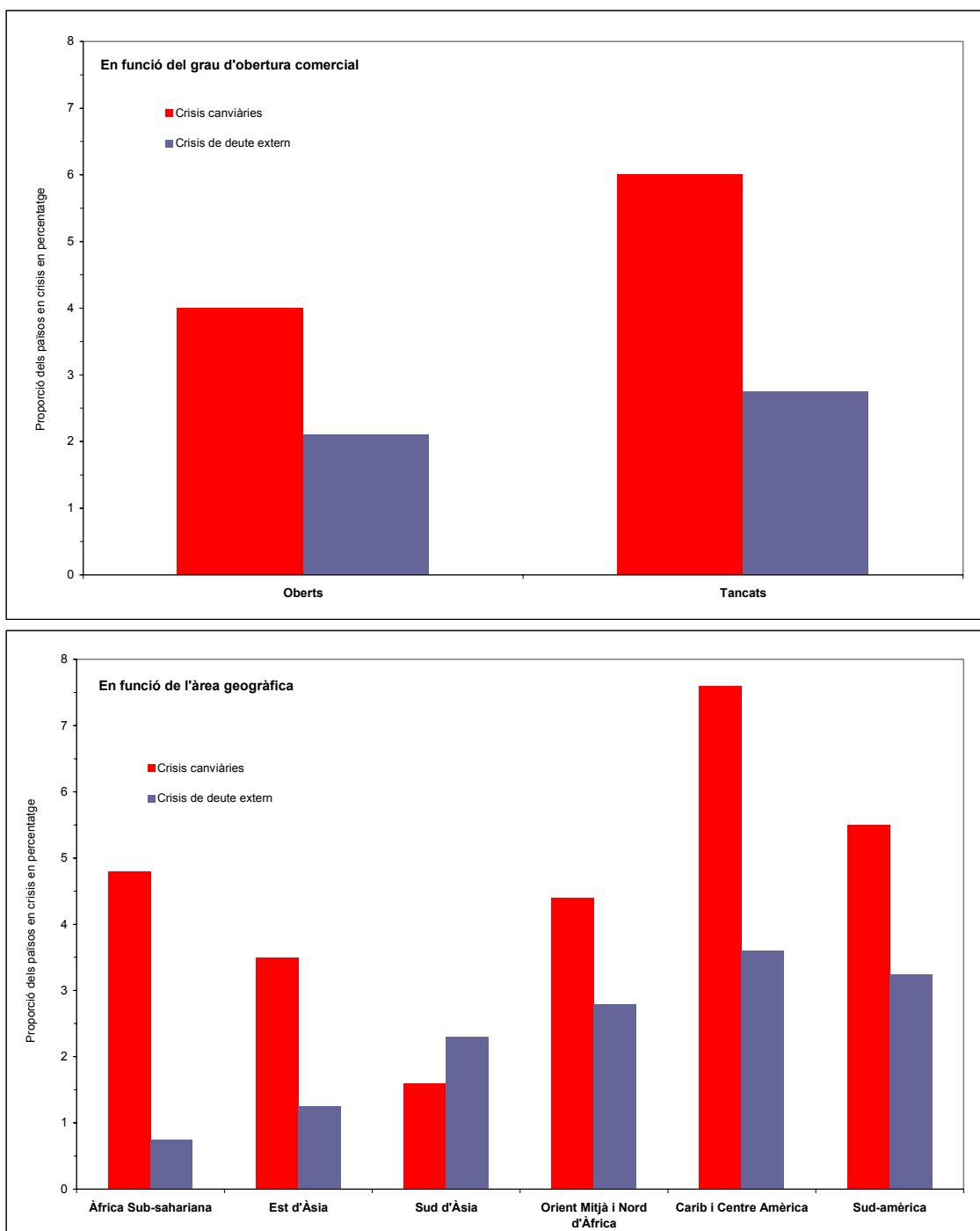
Els resultats de la gràfica 2.11 posen de manifest que les crisis financeres externes són molt menys freqüents als països amb un major grau d'obertura comercial. Així, en el període de 25 anys considerat per l'estudi del FMI (2002), les economies menys obertes al comerç internacional presentaven una probabilitat un 20 per cent superior la mitjana dels països en desenvolupament a sofrir una crisi de deute extern i una probabilitat un 33 per cent superior a la mitjana a sofrir una crisi canviària. A nivell geogràfic, les economies de Sud-Amèrica, d'Amèrica Central i del Carib s'han mostrat significativament més vulnerables als episodis de crisis financeres externes que cap altra regió del món.

²¹ De fet, per a Ramey i Ramey (1995) la major obertura comercial està associada a una major volatilitat del PIB, circumstància que afecta negativament al creixement econòmic. En canvi, Romer (1993) troba que l'obertura internacional tendeix a estar associada amb una menor inflació que contribueix a reduir la volatilitat macroeconòmica.

²² Segons el FMI (2002) a nivell internacional es poden distingir dos grans tipus de "*crisis financeres externes*": les "*crisis de deute*" i les "*crisis canviàries*". D'acord amb Detragiache i Spilimbergo (2001), una "*crisi de deute*" –*default crisis*– ocorre quan els impagaments als creditors comercials exteriors superen el 5 per cent dels deutes comercials pendents o si s'ha produït un acord de reestructuració del deute extern. D'acord amb Milesi-Ferreti i Razin (1998), una "*crisi canviària*" ve definida per aquella situació en la que és produeix una depreciació d'almenys el 25 per cent o, si com a mínim es dobla la depreciació de l'any anterior sempre i quan hagi estat inferior al 40 per cent.

²³ La classificació dels països en dos grups: "*oberts*" i "*tancats*" depèn de si en el seu grau d'obertura –mesurat a través del quocient de la suma de les exportacions i importacions respecte el PIB– és superior o inferior a la mitjana.

Gràfica 3.11. Freqüència de les crisis financeres externes a les economies emergents



Font: World Economic Outlook (2002)

Aquesta relació inversa entre integració comercial i crisis financeres continua sent estadísticament significativa quan s'analitza econòmicament. En aquest sentit, Sgherri (2002) mostra que la relació causal és robusta per definicions alternatives de crisis financeres, i, després de prendre en consideració els determinants convencionals de les crisis com els valors macroeconòmics fonamentals, la solvència econòmica del país, la dotació de reserves de divises i altres condicionants externs.

A més, aquests resultats continuen sent significatius després d'incorporar dues relacions suplementàries crucials: el fet que l'obertura comercial pugui estar vinculada amb els mateixos factors que afecten la freqüència de les crisis financeres externes i el fet que la freqüència de les crisis financeres externes així com l'obertura comercial puguin veure's afectats per factors no considerats explícitament en l'estudi. Aquestes conclusions coincideixen amb els resultats d'altres anàlisis sobre els determinants de la freqüència de les crisis elaborats per Klein i Marion (1997) i Milesi-Ferreti i Razin (1998). Només el treball de Detragiache i Spilimbergo (2001) troba que recentment l'obertura comercial ha augmentat la probabilitat de crisis financeres externes.

2.3. LA REDUCCIÓ DE LA FRAGILITAT FINANCERA

L'obertura comercial de les economies emergents propicia un augment progressiu de la importància relativa del seu comerç exterior. La major importància de les exportacions multiplica la capacitat de l'economia per generar divises i, per extensió, la capacitat per atendre les obligacions en moneda estrangera. Des d'aquesta perspectiva, una economia oberta comercialment a l'exterior gaudeix, *a priori*, d'una major credibilitat als mercats financers, la qual cosa podria suposar una certa protecció davant les crisis.

Per altra banda, quant major és la importància relativa de les exportacions en l'estructura econòmica del país, menor és la magnitud de la devaluació necessària per corregir un desequilibri extern; i, aleshores, la percepció dels diferents agents que operen als mercats financers que l'ajust serà menys costós, per una qüestió d'expectatives que "*s'autoconfirmen*", pot fer les crisis menys probables o menys severes.

Finalment, els països més oberts al comerç internacional presenten una major propensió a experimentar una recuperació més ràpida després d'una crisi. L'experiència de les economies de Mèxic, primer, i posteriorment, de Tailàndia, Corea del Sud i Malàisia revelen que el creixement de les exportacions va esdevenir el "*factotum*" de la recuperació, el motor de l'economia durant els anys posteriors a la crisi.

2.3.1. Integració comercial i la millora de la solvència econòmica

La integració comercial redueix la fragilitat financera dels països, perquè contribueix a millorar la solvència de les diferents economies, en la mesura que multiplica la seva capacitat i disposició per atendre el deute extern.

Així, un volum elevat d'exportacions en relació al PIB implica que una depreciació del tipus de canvi proporcionarà una major capacitat per ingressar divises. En conseqüència, l'augment de les exportacions disminueix, en teoria, la probabilitat d'una reversió sobtada del flux d'entrada de capitals perquè el país està en millor disposició per atendre el deute denominat en moneda

estrangera (Catao i Sutton, 2002). Aquesta reassegurança és, especialment, important als països en desenvolupament, on els mercats financers nacionals són poc profunds, i les perspectives econòmiques i polítiques són molt més incertes que als països industrialitzats.

2.3.2. Integració comercial i la millora de les expectatives als mercats financers

L'obertura comercial fa al país més vulnerable a les sancions dels creditors en cas de fallida, i, aquesta circumstància augmenta la sensibilitat a les obligacions externes (Bulow i Rogoff, 1989). Això s'explica perquè quant més importants són les exportacions en l'estructura econòmica del país, major és el cost associat a una disminució del comerç derivada de l'impagament del deute extern²⁴.

Krugman (2000) també argumenta que l'obertura comercial facilita el procés d'ajust a una reducció en les entrades de capitals. En aquest sentit, la impossibilitat de cobrir les necessitats de finançament als mercats exteriors –associades a la presència d'un dèficit per compte corrent– imposa a l'economia una restricció externa que es pot corregir a través d'un augment de les exportacions o mitjançant la reducció de la demanda interna.

En aquest escenari, la magnitud de l'ajust serà més o menys severa en funció de la importància relativa de les exportacions. Així, una economia on el volum d'exportacions com percentatge del PIB és baix requerirà una contracció més severa de la demanda interna, doncs l'expansió de les exportacions, donada una depreciació determinada, resultarà insuficient. Això significa que la depreciació necessària per corregir aquella restricció externa exclusivament via exportacions serà de major magnitud a la que hauria estat necessària amb un major grau d'obertura. Des d'aquest punt de vista, la percepció dels diferents agents que operen als mercats financers de què la magnitud de l'ajust serà més o menys costosa pot fer, per una qüestió d'expectatives que "*s'autoconfirmen*", les crisis més o menys probables.

2.3.3. Integració comercial i la celeritat en la recuperació de la crisi

Segons Milessi-Ferreti i Razin (1998) i Gupta, Mishra i Sahay (2000) els països més oberts al comerç internacional presenten una major probabilitat d'experimentar una recuperació més ràpida després de la crisi.

Una interpretació d'aquest resultat és que el creixement de les exportacions acostuma a establir les bases de la reactivació econòmica futura. Així, la devaluació nominal –quan s'acaba traduint en una devaluació real– genera una major demanda d'exportacions i estimula l'activitat productiva al sector de béns comerciàbles que acaba absorbint part de la població aturada de

²⁴ Així per exemple, les conseqüències econòmiques i financeres derivades d'una suspensió de pagaments per a un país que exporta el 7% del PIB seran menors que per a un país que exporta el 35% del PIB. Si això és cert, en el primer país els beneficis associats a un refinançament del deute seran superiors als costos i, per tant, aquella economia podria optar efectivament per aquesta possibilitat.

l'economia. La renovada activitat productiva i la major ocupació esperonen la demanda interna i afavoreixen una millora de les expectatives de futur. D'aquesta manera, les exportacions esdevenen el "*factotum*" de la recuperació, el motor de l'economia durant els primers anys després de la crisi.

Les dades que es mostren al quadre 1.11 avalarien aquesta argumentació. Així, en el cas de Mèxic, en un principi, la supressió de les barreres al comerç exterior va donar lloc a un augment molt significatiu de les importacions i l'aparició d'un dèficit exterior creixent. Però com es pot comprovar, a partir del col·lapse del peso a finals de 1994, el grau d'obertura de l'economia va augmentar en més de 20 punts percentuals respecte al període previ a l'esclat de la crisi. Paradoxalment, l'obertura al comerç internacional va establir les bases del desenvolupament posterior en fer que les exportacions multipliquessin per 2,5 la seva importància relativa en l'estructura econòmica del país. Aquest creixement de la demanda externa –que durant tota la segona meitat dels anys '90 és van mantenir entorn al 30 per cent del PIB– va afavorir una major diversificació geogràfica i funcional del comerç exterior durant la dècada dels '90, circumstància que va fer l'economia del país menys dependent de les exportacions de petroli i d'altres recursos naturals. De fet, el creixement de les exportacions de manufactures, especialment les adreçades a la zona NAFTA, va esdevenir el motor de l'economia i el factor de recuperació després de l'atac especulatiu de 1994 i la crisi de 1995. D'aquesta manera, després de la contracció de l'activitat productiva del 6,2 per cent l'any 1995, el PIB en termes reals va començar a créixer a unes taxes anuals mitjanes del 5 per cent entre 1996 i 1998.

Anàlogament, als països de l'Est d'Àsia l'estratègia de desenvolupament basada en la promoció de les exportacions es va traduir en uns graus d'obertura comercial molt elevats –superiors al 70 per cent en la majoria de casos– i en el canvi de la naturalesa del comerç exterior d'aquestes economies. Aquest extrem, en un principi, va augmentar la interdependència econòmica i va facilitar el contagi de la crisi per la via comercial, però alhora la importància de les exportacions en l'estructura econòmica dels diferents països va resultar cabdal per la represa de l'activitat productiva després de la crisi de finals de 1997.

A Malàisia i Singapur, les exportacions de l'economia van començar a créixer a un ritme mitjà anual del 6-22 per cent entre 1998 i 2000, després d'una caiguda dràstica de la demanda externa entre 1997 i 1998. Aquest extrem explica, entre d'altres circumstàncies, que la producció real del país augmentés a ritmes anuals del 6-7 per cent durant els dos anys posteriors a la crisi. Taiwan va seguir una evolució molt similar. A Corea del Sud la recuperació de l'economia fou encara més espectacular, durant el període 1999-00 el PIB en termes reals va augmentar entre un 9-10 per cent, tal vegada perquè aquí la contracció de les exportacions no va ser tan pronunciada com en d'altres casos i perquè l'acord de renegociació del deute va facilitar l'estabilització dels fluxs comercials.

Quadre 1.11. Reactivació econòmica i creixement de les exportacions

<i>En percentatge</i>		1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
		<i>Període Pre-Crisi</i>		<i>Any Crisi</i>	<i>Període Post-Crisi</i>			
Mèxic	Creixement Real Exportacions	8,1	17,8	30,2	18,2	10,7	12,1	12,4
	Grau d'obertura Comercial	34,4	38,4	58,1	62,1	60,7	63,5	63,1
	Exportacions / PIB (en termes nominals)	15,2	16,8	30,4	32,1	30,3	30,7	30,8
	Creixement Econòmic	2,0	4,4	-6,2	5,2	6,7	4,9	3,7
<i>En percentatge</i>		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
		<i>Període Pre-Crisi</i>			<i>Any Crisi</i>	<i>Període Post-Crisi</i>		
Corea del Sud	Creixement Real Exportacions	24,6	11,2	21,4	14,1	15,8	20,5	1,0
	Grau d'obertura Comercial	61,9	65,4	69,7	72,3	78,8	86,7	83,6
	Exportacions / PIB (en termes reals)	30,2	31,5	36,4	44,5	46,5	51,2	50,2
	Creixement Econòmic	8,9	6,7	5,0	-6,7	10,9	9,3	3,0
Indonèsia	Creixement Real Exportacions	7,7	7,6	7,8	11,2	-31,8	26,5	1,9
	Grau d'obertura Comercial	56,9	56,6	60,2	71,0	44,9	53,1	53,8
	Exportacions / PIB (en termes reals)	27,2	27,2	28,0	35,8	24,2	29,2	28,8
	Creixement Econòmic	8,2	7,8	4,7	-13,1	0,8	4,9	3,3
Filipines	Creixement Real Exportacions	12,0	15,4	17,2	-21,0	3,6	17,7	-5,2
	Grau d'obertura Comercial	96,3	105,7	115,7	95,9	92,7	97,8	92,0
	Exportacions / PIB (en termes reals)	42,9	46,8	52,1	41,4	41,5	46,8	43,0
	Creixement Econòmic	4,7	5,8	5,2	-0,6	3,4	4,4	3,2
Malàisia	Creixement Real Exportacions	19,0	9,2	5,5	0,5	13,4	16,1	-7,6
	Grau d'obertura Comercial	205,1	199,4	196,3	191,9	202,9	224,5	205,7
	Exportacions / PIB (en termes reals)	97,1	96,5	94,8	102,8	109,9	117,9	108,5
	Creixement Econòmic	9,8	10,0	7,3	-7,4	6,1	8,3	0,4
Singapur	Creixement Nominal Exportacions	13,7	5,2	5,3	-1,0	5,7	22,4	-8,3
	Grau d'obertura Comercial	292,0	281,9	272,5	257,0	273,0	294,0	277,4
	Exportacions / PIB (en termes nominals)	142,2	137,5	132,3	133,5	138,7	148,7	142,1
	Creixement Econòmic	8,0	7,7	8,5	-0,1	6,9	10,3	-2,0
Tailàndia	Creixement Real Exportacions	15,4	-5,5	7,2	8,2	9,0	17,6	-4,2
	Grau d'obertura Comercial	99,6	91,3	90,0	94,1	98,7	114,8	106,0
	Exportacions / PIB (en termes reals)	47,1	42,0	45,7	55,3	57,7	64,8	61,0
	Creixement Econòmic	9,2	5,9	-1,4	-10,5	4,4	4,6	1,8
Taiwan	Creixement Real Exportacions	12,3	6,7	9,1	2,4	11,9	17,6	-8,2
	Grau d'obertura Comercial	91,2	91,4	95,4	95,2	97,7	107,1	97,5
	Exportacions / PIB (en termes reals)	47,1	47,4	48,5	47,5	50,4	56,0	52,4
	Creixement Econòmic	6,4	6,1	6,7	4,6	5,4	5,9	-1,9

Nota: Càlculs elaborats amb dades expressades en termes reals excepte especificació en contrari.

Font: Les dades relatives a Mèxic són d'elaboració pròpia a partir de la informació del IFS del FMI i del OCDE. Les dades relatives als països de l'Est d'Àsia són d'elaboració pròpia a partir de la informació estadística del Asian Development Bank (ADB).

En el cas de Filipines, i en menor mesura Tailàndia, la reactivació del creixement del PIB fou més aviat lent perquè la reacció de les exportacions fou menys marcada que en d'altres economies de la regió.

L'única excepció a aquesta tònica general fou Indonèsia on la disminució en termes reals de les exportacions en quasi un 32 per cent es va traduir en una reducció de més de 25 punts percentuals del grau d'obertura i aquesta circumstància va condicionar la recuperació de l'activitat productiva.

2.3.4. *Fets estilitzats*

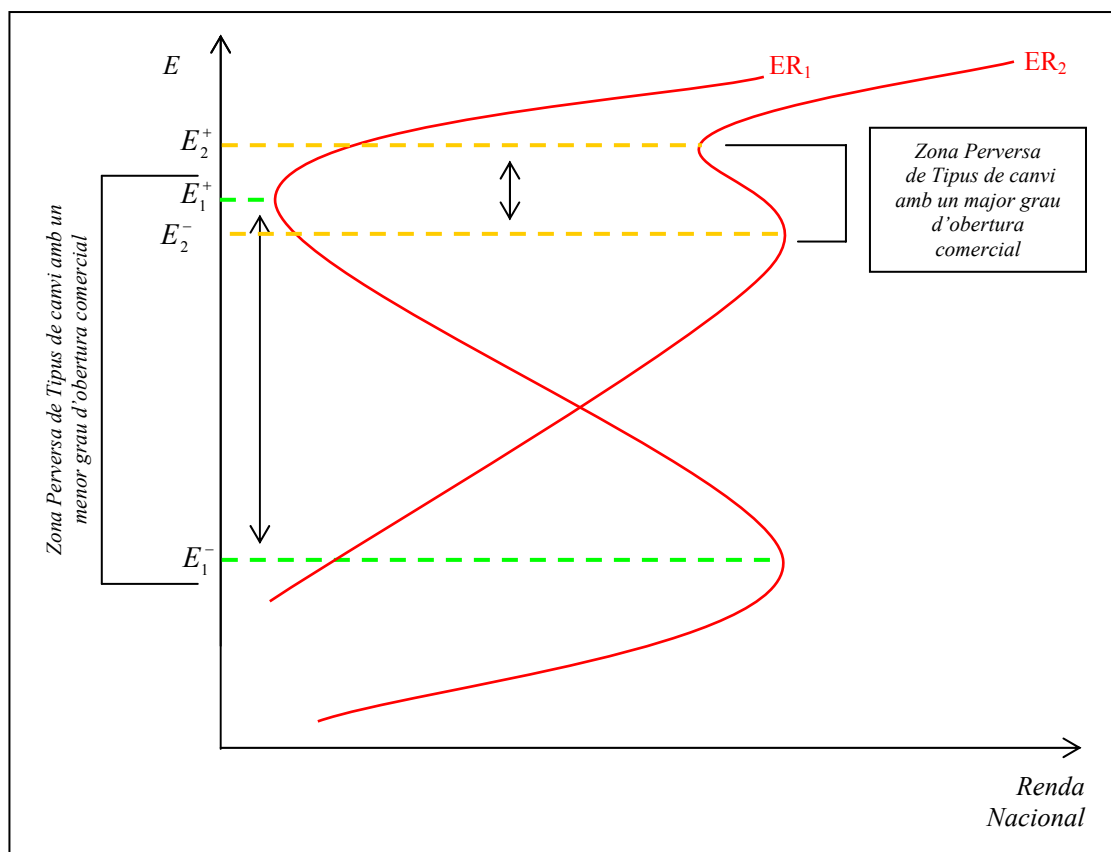
En aquest punt recuperem el model que construïem al capítol 6 per explicar els models de crisis canviàries de “tercera generació”, amb la intenció de reproduir, gràficament, com la intensificació del comerç internacional pot reduir la vulnerabilitat d'un país emergent a una crisi financera externa. El model venia configurat per dues funcions diferents que, a través de la relació entre tipus de canvi nominal i renda i amb el supòsit de preus constants, descriuen el funcionament de l'economia real (ER) i de l'economia financera d'un país (EF)²⁵.

La forma de la corba ER posava de manifest que els efectes reals d'una devaluació podien veure's alterats quan les empreses financeres i no financeres del país estaven molt palanquejades a curt termini amb crèdits en moneda estrangera. En aquest escenari, la seva posició financera era molt vulnerable a una devaluació de la moneda nacional, en la mesura que l'alça del tipus de canvi reduïa el rendiment esperat de les inversions en moneda nacional i augmentava, simultàniament, el valor en moneda nacional dels passius contrets en moneda estrangera.

Quan la contracció de la producció nacional derivada de les dificultats financeres de les empreses nacionals era suficientment important, “l'efecte balanç” dominava sobre “l'efecte pro-competitiu” i, aleshores, la devaluació de la moneda nacional tenia conseqüències recessives sobre l'economia real, per la qual cosa la funció ER es corbava cap enrera. Aquesta singularitat es donava per a valors de tipus de canvi nominal intermedis situats entre E_1^- i E_1^+ a la figura 2.11. Aquest rang configurava una “zona perversa” de tipus de canvi per a la qual les devaluacions perdien el seu paper d'instrument d'ajust macroeconòmic i es convertien en un clar perjudici per al funcionament de l'economia nacional.

Tanmateix, per a nivells de tipus de canvi nominal inferiors a E_1^- i superiors a E_1^+ , la funció ER conservava el seu pendent original perquè “l'efecte pro-competitiu” dominava sobre “l'efecte balanç” i, aleshores, el resultat final d'una devaluació sobre la demanda agregada i l'activitat productiva del país era positiu.

²⁵ Pròpiament, la corba ER és una funció formada per combinacions de tipus de canvi nominal i renda per a les quals els mercats de béns i serveis de l'economia estan en equilibri. La corba EF és una funció formada per combinacions de tipus de canvi nominal i renda per a les quals el mercat nacional de diner i el mercat de divises estan en equilibri.

Figura 2.11. Integració comercial i “zona perversa” de tipus de canvi


Font: Elaboració pròpia a partir de Krugman (2000)

Però la intensificació del comerç internacional a les economies emergents pot fer les crisis financeres molt menys probables, no tant perquè la major integració econòmica pugui arribar a eliminar els xocs asimètrics que afecten les economies nacionals²⁶ sinó més aviat pels efectes macroeconòmics que genera. Així, l'augment del grau d'obertura de les economies emergents propicia un major volum d'exportacions i d'importacions que, alhora provoca que “l'efecte pro-competitiu” associat a una devaluació de la moneda nacional tingui un impacte superior sobre la demanda externa. En aquest escenari, els efectes contractius sobre la despesa interna derivats de “l'efecte balanç” no seran tan severos perquè incidiran més sobre les importacions que sobre els béns elaborats a l'interior del país. Això s'explica perquè, en aquest escenari, l'ajust de l'economia es realitzarà a través de l'augment de les exportacions i la substitució d'importacions, i, no tant per la contracció de la demanda interna.

Gràficament, aquest raonament, provocarà que la funció ER_1 de la figura 2.11 perdi la seva corbatura cap enrera, transformant-se en ER_2 , a mesura que la integració econòmica avança i el volum de comerç exterior creix. Com es pot comprovar, fruit d'aquesta dinàmica la “zona perversa” de tipus de canvi es va estrenyent fins a reduir-se a l'interval que determinen les

²⁶ Aquest és l'argument habitual esgrimit a l'hora de justificar l'adopció de la moneda única i la creació de la Unió Monetària Europea (UME).

paritats E_2^- i E_2^+ . En aquest nou escenari, les devaluacions recuperen el protagonisme com a mecanisme d'ajust macroeconòmic a mesura que deixen de ser un greuge per al funcionament de l'economia i desapareix la "*por a la flotació*".

La figura 3.11 abunda en les conseqüències d'aquests resultats i mostra el procés d'ajust de l'economia a una reducció en les entrades de capitals en dos contextos diferents. Així, la corba ER_1 representa la situació en la que l'economia presenta un grau d'obertura limitat i on l'ús d'un tipus de canvi quasi fix introdueix un biaix cap a l'endeutament en moneda estrangera. Alhora la corba ER_2 reproduïx una situació alternativa caracteritzada per un major grau d'obertura i en la que una sèrie de condicionants, que es descriuen més endavant, limiten la tendència a l'endeutament en moneda estrangera característica d'un tipus de canvi quasi fix.

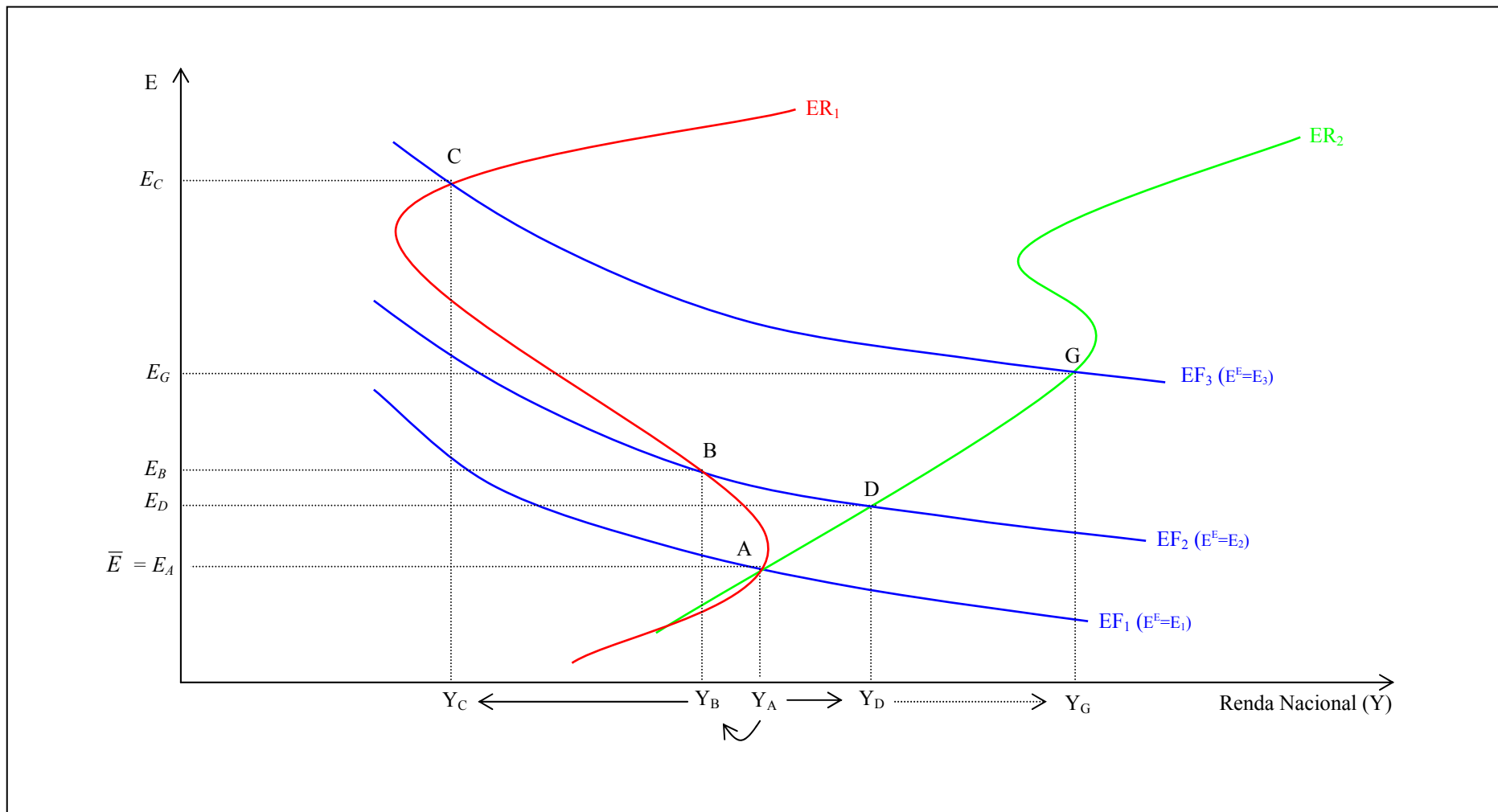
Inicialment, i per qualsevol dels dos escenaris, l'economia se situa en un punt A de la figura 3.11 que determina una producció d'equilibri com Y_A i un tipus de canvi d'equilibri com E_A . En aquest context, suposem que el país experimenta una reducció en les entrades de capitals que dificulten la cobertura de les necessitats de finançament als mercats exteriors que imposa el dèficit per compte corrent de la balança de pagaments.

En el primer cas, és a dir quan el grau d'obertura és reduït, la "*por a la flotació*" associada a un elevat endeutament en moneda estrangera mourà al banc central a mantenir el seu compromís amb la paritat E_A i acceptar l'ajust en termes d'una menor producció i un major atur. Com a conseqüència d'aquest procés, la producció de l'economia passa d'un valor Y_A a un valor Y_B . Per aquest nou nivell de producció el tipus de canvi d'equilibri hauria de ser E_B , superior a E_A , la qual cosa posa de relleu la sobrevaloració de la paritat fixada. Aquest extrem generarà tensions als mercats de divises que forçaran la intervenció del banc central per evitar la depreciació de la moneda nacional.

Aquesta dinàmica va configurant una situació favorable a l'esclat d'un atac especulatiu no només a causa de la progressiva disminució de la dotació de reserves internacionals que comporten les intervencions als mercats de divises, sinó perquè el cost creixent que suposa la defensa d'una paritat E_A sobrevalorada minarà la voluntat d'intervenció del banc central i alimentarà l'esperança entre els inversors que el tipus de canvi fixat serà abandonat definitivament en un futur immediat.

Aquesta confiança en la renúncia implícita a la defensa del sistema canviari, modifica les expectatives dels mercats financers i, gràficament, desplaça la funció EF cap a dalt, des de EF_1 fins a EF_2 . I just aleshores, la dinàmica abassegadora dels mercats de divises forçarà un atac especulatiu que acabarà fent desistir a les autoritats econòmiques del seu compromís amb la paritat E_1 . Simplement, el banc central deixarà d'intervenir perquè arriba un moment en què es preferible assumir la pèrdua de credibilitat que suposa l'abandonament de la paritat, que no pas haver de suportar els costos de mantenir un tipus de canvi sobrevalorat.

Figura 3.11. La importància de l'obertura comercial en la disminució de la vulnerabilitat a crisis canviàries



Font: Elaboració pròpia a partir de Krugman (2000)

I així, tan bon punt el banc central permet la lliure flotació del tipus de canvi als mercats de divises es produeix una sobredepreciació de la moneda nacional que mou el tipus de canvi des d'un valor E_A a un valor E_C , tal com es recull a la figura 3.11.

En aquestes condicions, la devaluació –per la rellevància absoluta i demolidora de “*l'efecte balanç*”– es tradueix en una disminució dràstica de la demanda agregada i un canvi abrupte en el saldo del compte corrent de la balança de pagaments des d'un dèficit fins a un superàvit –no tant per l'augment de les exportacions sinó més aviat per la disminució sobtada de les importacions per la contracció de la demanda interna– que acaben afectant molt negativament l'activitat econòmica del país. Aquesta menor producció reforça el procés inicial de desmobilització d'inversions per part dels creditors estrangers, valida les expectatives més pessimistes, originant una caiguda del consum i una inversió no desitjada en inventaris que mou a les empreses a reduir encara més la seva activitat productiva. A resultes d'aquesta dinàmica perversa, el nivell de renda disminueix de forma abrupta des de Y_B fins a Y_C , i l'economia inevitablement es veu immersa en una crisi macroeconòmica de gran magnitud.

En canvi, quan el grau d'obertura comercial és més aviat elevat les autoritats econòmiques disposen d'un major marge de maniobra per articular les seves polítiques davant qualsevol pertorbació externa. Així en aquest cas, com es pot comprovar a la gràfica 3.11, el major grau d'obertura farà que la depreciaió necessària per corregir la restricció externa que imposa la disminució del flux d'entrada de capitals sigui de menor quantia. Això s'explica perquè la major importància de comerç exterior en l'estructura econòmica del país multiplica el creixement de les exportacions associat a una devaluació determinada.

Per això en aquest escenari, donada la bondat d'una devaluació –per la rellevància de “*l'efecte pro-competitiu*”– és molt probable que les autoritats econòmiques, tan bon punt es faci evident la sobrevaloració, permetin l'ajust de la paritat o optin per una estratègia ordenada de sortida “*a temps*” del règim de tipus de canvi quasi fix.

Aquesta possibilitat i, en general, la consciència que les autoritats econòmiques usen el tipus de canvi com a instrument de política econòmica faran més perceptible el risc canviari. Aquest extrem probablement desincentivarà l'endeutament en moneda estrangera, tot afeblint els possibles efectes balanç associats a una devaluació²⁷. En conseqüència, la devaluació “*controlada*” de la moneda nacional des de E_A fins a E_D tornarà a vincular-se a un escenari favorable al creixement de les exportacions, a l'augment de la demanda agregada i a l'expansió de l'activitat productiva des de Y_A fins a Y_D .

Però fins i tot, si en primera instància l'opció de les autoritats monetàries fos el manteniment del tipus de canvi en E_A , la defensa de la paritat resultaria menys onerosa perquè les expectatives de

²⁷ Malgrat tot, el risc que la devaluació sigui perniciososa per l'economia no desapareix totalment. Però aquesta possibilitat queda reservada a situacions molt extremes.

depreciació serien menors. Amb tot, si en límit la sobrevaloració de la moneda nacional acabés produint l'atac especulatiu, els efectes sobre la producció derivats de la depreciació continuarien sent positius, a l'estil del que plantejaven els models de "primera" i "segona generació" perquè "l'efecte pro-competitiu" predomina sobre "l'efecte balanç". Així, en aquest cas, tan bon punt el banc central permeti la lliure flotació del tipus de canvi als mercats de divises l'*overshooting* del tipus de canvi situaria la cotització de la moneda nacional en un valor E_G , alhora que l'increment de la producció nacional, associat a l'expansió de les exportacions, mouria a l'economia fins a un nivell de renda com el que determina Y_G .

C. *Conclusions*

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

Però alhora, l'obertura comercial a l'exterior ha augmentat la vulnerabilitat de les economies a crisis que “*s'autogeneren*” i “*s'autoalimenten*” (*self-fulfilling crises*). Per això, aquesta mena de crisis constitueixen una amenaça per al bon funcionament de les economies de lliure mercat i el progrés del comerç i les finances internacionals, doncs molts dels països emergents podrien tornar-se proteccionistes davant la fragilitat financera i les exigències de la política econòmica que imposen els processos de liberalització.

Més quan les opcions que podrien minorar aquesta fragilitat financera i que giren entorn al “*trilema*” de la política econòmica no resulten satisfactòries. Així, desincentivar l'endeutament en moneda estrangera mitjançant l'ús de controls de capitals o permetent la lliure flotació del tipus de canvi són solucions tant més costoses quant major és el grau d'obertura comercial i financera del país. Alternativament, protegir-se a través de sistemes de tipus de canvi fix estrictes com un *currency board* o la “*dolarització*” de l'economia, potser eliminaria el risc d'una crisi canviària però podria exposar al país a d'altres tipus de crisis financera.

Amb tot, aquest vincle causal entre globalització i vulnerabilitat no és una norma estricta. La inestabilitat que provoquen els processos d'integració comercial i financera a les economies emergents pot ser considerada tan sols com un problema transitori perquè, molt probablement, a mig i llarg termini, la integració econòmica podria acabar resolent els problemes que provoca inicialment. Així, la intensificació del comerç internacional pot fer les crisis canviàries i financeres molt menys probables, no tant perquè la major integració econòmica pugui arribar a eliminar els xocs asimètrics que afecten les economies nacionals, sinó més aviat pels efectes macroeconòmics que genera.

En primer lloc, la integració comercial redueix a la fragilitat financera dels països perquè un volum elevat d'exportacions en relació al PIB implica que una depreciació del tipus de canvi proporcionarà una major capacitat per ingressar divises. D'aquesta manera, un major grau d'obertura comercial a l'exterior disminueix la probabilitat de reversions profundes i sobtades dels fluxs de capitals perquè es considera que el país està en millor disposició per atendre el deute denominat en moneda estrangera. A més, l'obertura comercial augmenta la sensibilitat a les obligacions externes perquè fan al país més vulnerable a les sancions dels creditors en cas de

fallida. Com a conseqüència d'aquesta major capacitat i disposició per assumir els deutes externs, una economia oberta a l'exterior gaudeix *a priori* d'una major credibilitat davant dels mercats financers, la qual cosa esdevé una protecció davant les crisis.

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

Tercer, els països més oberts al comerç internacional presenten una major probabilitat a experimentar una recuperació més ràpida després de la crisi financera externa. L'experiència de les economies de Mèxic, primer, i posteriorment, de Tailàndia, Corea del Sud i Malàisia revelen que el creixement de les exportacions va esdevenir el "*factotum*" de la recuperació, el motor de l'economia durant els anys posteriors a la crisi.