

CAPÍTOL 12

Integració Financera i Prevenció de les Crisis Canviàries

Malgrat les possibles diferències contextuais i les particularitats de cada economia, un dels elements desencadenants característics de les crisis de la dècada dels '90 fou el suport actiu als processos de liberalització tant dels sistemes financers com als moviments de capitals.

De fet, arran de la crisi de l'Est d'Àsia de 1997, Corsetti (1998) ha argumentat que “... *el procés de globalització ha anat massa lluny, que ha introduït massa volatilitat als mercats de capitals internacionals i ha fet les economies molt vulnerables a crisis que s'autoconfirmen*”. En conseqüència, Stiglitz (2000) recomanava als països menys desenvolupats fixar alguns límits als moviments de capitals per esmorteir les fluctuacions cícliques dels mercats financers¹. Fins i tot, els controls a les sortides de capitals –que per molts autors s'havien revelat inefectius– han estat recuperats novament com a instrument de política econòmica. En aquest sentit, Krugman (2000) defensava que els controls a les sortides de capitals podien ajudar, si més no temporalment, en la gestió d'un procés massiu i sobtat de desmobilització d'inversions en dissuadir determinades operacions dels agents financers. Amb tot, no és a partir de les crítiques de Stiglitz (2002 i 2004) al funcionament del sistema financer internacional que aquest debat s'ha fet més públic i notori. Arran d'aquestes discussions i a la vista de determinades evidències cada cop són més els economistes partidaris d'un major intervencionisme actiu als mercats financers per part de l'Estat.

Davant d'aquesta posició, un altre grup d'autors encara continua confiant en les bondats de la liberalització. Així, Eichengreen, Mussa et al. (1998) i Rodrik (1998) consideren que el procés de creixent integració financera internacional contribueix a millorar el funcionament dels sistemes financers en afavorir una major liquiditat i permetre la diversificació del risc. Stultz (1999) i Mishkin (2001) exposen com la liberalització financera afavoreix la transparència i limita els problemes de selecció adversa i l'atzar moral. Altres autors com King i Levine (1993) i Jayaratne i Strahan (1996) plantegen el procés de liberalització financera com un motor del desenvolupament del sector financer del país.

¹ Stiglitz assenyala en aquest article que les sobreaccions dels mercats de capitals s'expliquen sovint a partir d'asimetries en la informació. Quan la informació és imperfecta i costosa d'obtenir, alguns inversors poden comportar-se de manera gregària fugint precipitadament d'un país quan apareixen els menors símptomes de dificultats, encara que l'evolució de les variables econòmiques fonamentals no avalin aquella decisió. Veure també Calvo i Mendoza (2000).

Els treballs empírics tampoc no han ajudat a resoldre aquestes posicions contraposades. En aquest sentit, determinats estudis suggereixen que l'excés de volatilitat dels mercats financers, alimentada pels processos de liberalització financera, constitueix la causa central de les crisis financeres i la seva derivació en crisis canviàries. De fet, economies emergents amb un notable historial de creixement econòmic –especialment els països de l'Est d'Àsia i en menor mesura, però també, Mèxic des de finals dels '80– es van veure sorpreses per profundes recessions quan la sobtada reversió sobtada del flux d'entrada de capitals va precipitar el col·lapse de molts sistemes bancaris nacionals (Kaminsky i Reinhart, 1999). Però alhora, la literatura financera insisteix en els beneficis potencials de la integració financera en termes d'una major eficiència en l'assignació de recursos (Obstfeld, 1998), la disminució dels costos de finançament (Henry, 2000) i la promoció del creixement econòmic (Bekaert, Harvey i Lundball, 2001a i 2001b).

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

En particular, el capítol s'estructura en quatre parts. A la primera secció es descriuen els beneficis i costos associats als processos de liberalització financera. A la segona part s'analitzen els efectes de la liberalització financera sobre la volatilitat dels mercats de capitals dels països industrialitzats i de les economies emergents. A la tercera secció es planteja que la seqüència i el ritme de les reformes no són tant importants com la consistència i la credibilitat de les mesures que es duen a terme en cada moment. De fet, els beneficis potencials derivats del procés de liberalització financera depenen crucialment d'un seguit de requisits que inclouen la naturalesa de les polítiques macroeconòmiques instrumentades i la qualitat de l'estructura institucional. Finalment, la darrera de les seccions presenta les principals conclusions del capítol.

A. Liberalització financera: costos reals, beneficis potencials

Les visions sobre les implicacions de la creixent integració de les economies emergents als mercats de capitals internacionals han canviat des de començaments de la dècada dels '90, quan la intensificació dels fluxs de capitals des dels països més industrialitzats cap als països emergents semblava que esperonava el creixement real de la producció i el procés de convergència d'aquestes economies.

Però el seguit de crisis canviàries, iniciades amb el col·lapse del SME entre 1992 i 1993 i que després van adoptar expressions més violentes a Mèxic a finals de 1994, a l'Est d'Àsia a partir del segon trimestre de 1997, a Rússia des de mitjans de 1998 i a Brasil a principis de 1999, han posat en evidència que els moviments de capitals internacionals no estan exempts de costos econòmics i socials significatius (FMI, 2002).

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

Però també és cert que la supressió de les restriccions que limiten la mobilitat dels fluxs de capitals i la desregulació dels sistemes financers nacionals poden augmentar les possibilitats de finançament de la inversió nacional, crear externalitats tecnològiques i incrementar la profunditat dels mercats de capitals nacionals. Aquests canvis es tradueixen en una major productivitat i en la disminució de la volatilitat associada als moviments de capitals. Des d'aquesta perspectiva, la creixent integració que es deriva dels processos de liberalització dels diferents mercats financers esdevé, a mig i llarg termini, un element propiciatori d'una major estabilitat i eficiència que afavoreix uns nivells de creixement i benestar superiors que poden, alhora, acabar compensant les distorsions que inicialment generen.

1. Els costos reals de la liberalització financera

Malgrat que la teoria econòmica estableix que la integració financera internacional redueix la volatilitat inherent als moviments de capitals, precipita el desenvolupament dels mercats financers nacionals i afavoreix una major creixement econòmic, l'experiència particular de les economies emergents revela que aquests beneficis potencials no s'arriben a materialitzar, si més no a curt termini. De fet, en molts casos, l'obertura als moviments de capitals internacionals i el

procés de liberalització dels sistemes financers nacionals han servit per augmentar la vulnerabilitat de les economies emergents a les crisis que “s’autoconfirmen”. D’aquesta manera, les crisis canviàries i la seva derivació en crisis financeres –o, alternativament, les crisis financeres i la seva derivació en crisis canviàries– han esdevingut una singularitat de les economies emergents que qüestiona les bondats de la integració econòmica a tenor dels costos econòmics i socials que imposa.

1.1. LIBERALITZACIÓ FINANCERA I VOLATILITAT

Segons un informe de la CEPAL (1998), les crisis recents han fet evidents les profundes imperfeccions del mercat internacional de capitals i la gran vulnerabilitat de les economies en desenvolupament a les commocions que procedeixen d’aquells mercats.

Les imperfeccions dels mercats financers –associada a la asimetria en la informació– es reflecteix en l’augment de la volatilitat observat durant les últimes dècades. De fet, la successió d’onades d’expansió excessiva i de situacions de “*pànic financer*” posen de manifest que els mercats de capitals fluctuen més enllà d’allò que seria raonable a tenor de l’evolució de les variables fonamentals de les economies.

Per altra banda, Razin i Rose (1994) assenyalen que la creixent integració financera, de la mateixa manera que ha afavorit una major especialització productiva, també ha fet als països més vulnerables a pertorbacions externes, perquè la supressió de les restriccions als moviments de capitals ha potenciat el paper dels mercats financers internacionals com a via addicional de “*contagi*”, un extrem que accelera i magnifica els efectes de qualsevol pertorbació real o monetària, interna o externa.

1.1.1. Les causes de la volatilitat dels fluxs de capitals procedents de l’estranger

L’obertura dels mercats financers interns a la competència internacional ha atret més recursos financers a les economies emergents i ha estimulat l’expansió continuada de la producció.

Però, alhora, el flux d’entrades netes de capitals privats procedents de l’estranger i l’augment de les transaccions que se’n deriva d’aquesta liberalització ha contribuït, també, a una major volatilitat als mercats financers. En aquest sentit, l’anàlisi de les experiències de Mèxic i de l’Est d’Àsia durant la segona meitat de la dècada dels ’90 suggereix una relació causal directa entre la globalització financera i l’augment de la volatilitat, associada a la intensificació dels moviments de capitals i a l’obertura dels sistemes financers nacionals.

Tanmateix, si bé és cert que els fluxs de capitals des de les economies avançades cap a les economies emergents s’han anat incrementant de manera molt pronunciada, també ho és que aquest augment en el volum dels moviments de capitals també s’ha donat entre els països

industrialitzats. Per tant, la intensificació dels moviments de capitals no és pròpiament la causa de les crisis. Més aviat la volatilitat prové de la composició de les entrades de capitals, del període de maduració de les operacions i de la sensibilitat d'aquests fluxs a l'evolució de la conjuntura nacional i internacional.

El quadre 1.12 mostra la volatilitat de la inversió directa de l'estranger (IDE), dels préstecs bancaris i de la inversió en cartera –mesurada a través de les desviacions estàndards i els coeficients de variació– als països en desenvolupament, agrupats en funció del seu grau d'obertura financera a l'exterior. Com es pot comprovar, els coeficients de variació posen de manifest que la IDE és el flux que comparativament presenta una menor volatilitat, la qual cosa no és sorprenent donada la seva naturalesa d'inversió a llarg termini i relativament fixa.

Quadre 1.12. Volatilitat de les diferents tipologies de capitals a les economies emergents

		<i>IDE / PIB</i>	<i>Préstecs Bancaris / PIB</i>	<i>Inversió en cartera / PIB</i>
Desviació Estàndard	Països financerament oberts a l'exterior	0,007	0,032	0,009
	Països financerament tancats a l'exterior	0,010	0,036	0,002
Coefficients de Variació	Països financerament oberts a l'exterior	0,696	1,245	1,751
	<i>Corea del Sud</i>	<i>0,591</i>	<i>2,039</i>	<i>1,338</i>
	<i>Filipines</i>	<i>0,921</i>	<i>0,956</i>	<i>1,979</i>
	<i>Indonèsia</i>	<i>0,820</i>	<i>0,717</i>	<i>1,722</i>
	<i>Malàisia</i>	<i>0,490</i>	<i>4,397</i>	<i>3,544</i>
	<i>Mèxic</i>	<i>0,452</i>	<i>2,048</i>	<i>2,088</i>
	<i>Tailàndia</i>	<i>0,571</i>	<i>0,629</i>	<i>1,137</i>
	Països financerament tancats a l'exterior	1,276	1,177	2,494

Font: Wei (2001).

Per contra, els préstecs bancaris i, sobretot, la inversió en cartera tendeixen a ser més voluble, si atenem als valors dels coeficients de variació. En particular, als països financerament oberts a l'exterior, la volatilitat dels préstecs bancaris (1,245) gairebé duplica la de la IDE mentre que la volatilitat associada a la inversió en cartera és 2,5 vegades la de la IDE. Tenint present aquestes consideracions, l'augment de la importància relativa de la inversió en cartera en el conjunt d'entrades netes de capitals privats explicaria l'augment de la volatilitat associada als moviments de capitals, especialment a Amèrica Llatina i a l'Est d'Àsia (Sarno i Taylor, 1999).

Altres estudis empírics indiquen que la composició de les entrades de capitals i el període de venciment del deute extern semblen estar associats amb una major vulnerabilitat als riscos que comporta la globalització financera. En particular, segons el FMI (2002) es pot establir una relació causal entre la importància relativa de les diferents fonts de finançament de la inversió interna i la incidència i severitat de les crisis canviàries i financeres. En aquest sentit, Detragiache i Spilimbergo (2002) troben molt significativa l'evidència de què les crisis de deute són molt més probables a països on el deute extern es concentra a curt termini.

Alhora, la intensificació dels fluxs de capitals entre els països emergents i els països més industrialitzats ha incrementat la sensibilitat dels moviments de capitals no només a l'evolució de les condicions internes del país on s'efectua la inversió, sinó també a l'evolució de les variables macroeconòmiques dels països industrialitzats (CEPAL, 1998). Així per exemple, la posició cíclica de l'economia i les variacions dels tipus d'interès han afectat els fluxs de capitals adreçats a les economies emergents. Reinhart i Reinhart (1997) troben que l'entrada d'inversions directes a les economies emergents està fortament i positivament correlacionades amb el cicle econòmic dels Estats Units mentre que els préstecs bancaris adreçats a les economies emergents ho estan negativament. De la mateixa manera, Edison i Warnock (2001) mostren que la inversió en cartera dels Estats Units a les economies emergents està negativament correlacionada amb els tipus d'interès i el creixement de la producció nord-americans².

Segons Calvo i Mendoza (2000) aquest extrem, per una banda, reflecteix les imperfeccions dels mercats de capitals internacionals derivades de la seva segmentació i les asimetries en la informació –que explica els problemes de selecció adversa i el comportament gregari dels inversors estrangers– i, per una altra, la naturalesa pro-cíclica dels moviments de capitals internacionals.

1.1.2. La importància dels factors institucionals

Com s'ha comentat als capítols anteriors, a moltes de les economies emergents, l'ansietat per beneficiar-se de les bondats derivades de la integració financera va incitar a les autoritats econòmiques a endegar reformes per liberalitzar el sector financer i suprimir les barreres que limitaven les entrades de capitals estrangers, sense desenvolupar adequadament les institucions financeres o les regulacions prudencials pròpies dels mercats dels països més avançats (Ishii i Habermaier et al., 2002 i Bakker i Chapple, 2002).

² Malgrat les diferències en els tipus de sensibilitat als cicles econòmics dels països industrialitzats, la inversió directa de l'estranger continua sent menys volàtil i menys sensible a aquests factors del que ho són la inversió en cartera i els crèdits, préstecs i dipòsits bancaris.

Sense aquests requisits, les entrades de capitals van derivar en un procés caracteritzat per la sobreinversió i l'aparició de bombolles especulatives que va augmentar la vulnerabilitat a una situació de "*pànic financer*". Per a Easterly et al. (1999), malgrat que un sector financer saludable ajuda a esmorteir les fluctuacions de la producció i el consum, la liberalització precipitada d'aquest sector a les economies de l'Est d'Àsia va augmentar la inestabilitat. Caballero (2000) en un estudi sobre les economies d'Argentina, Mèxic i Xile arriba a les mateixes conclusions.

Anàlogament, Bartolini i Drazen (1997b) suggereixen que la volatilitat que exhibeixen els mercats financers es veu amplificada per les accions de política econòmica dels Governos com la imposició de controls a les sortides de capitals o, la instrumentació de polítiques de demanda pro-cíclics que insereixen a l'economia en una dinàmica d'endeutament públic o privat excessiu a curt termini i en moneda estrangera. L'experiència d'un bon nombre de països emergents que han sofert els efectes d'aquesta acumulació excessiva de deute subratlla la fragilitat d'una economia davant pertorbacions de caràcter extern o canvis sobtats en les expectatives dels inversors.

A més, per Aizenman (2002) l'obertura dels mercats de capitals pot exacerbar les distorsions internes existents i tenir conseqüències catastròfiques. Així per exemple, Kaminsky i Reinhart (1999) destaquen com, en els casos que analitzen, els problemes del sector bancari normalment precedeixen l'esclat de la crisi canviària i que aquesta crisi canviària, alhora, agreuja la crisi bancària, tot situant a l'economia en un cercle viciós d'efectes devastadors. De la mateixa manera, Krueger i Yoo (2002), després d'analitzar la crisi de Corea del Sud de 1997, arriben a la conclusió que en presència d'uns sistemes bancaris dèbilment regulats i altres distorsions als mercats de capitals interns, les entrades de capitals poden exacerbar les ineficiències existents en aquestes economies.

1.2. ELS COSTOS DE LA VOLATILITAT

Els costos d'aquesta volatilitat són elevats per als països emergents. Les fases d'auge del corrent de capitals procedents de l'exterior tendeixen a desviar l'evolució de les variables macroeconòmiques fonamentals com el tipus de canvi i el preu dels actius financers del seu nivell d'equilibri a llarg termini. Però el cost més important d'aquesta volatilitat és la possibilitat d'un esclat de crisis bancàries i financeres, quan aquests fluxs d'entrades de capitals canvien de direcció de forma abrupta, tot provocant grans danys als països directament afectats i perjudicant l'estabilitat de l'economia mundial. Les crisis poden ser considerades com els episodis de volatilitat més dramàtics. De fet, la proliferació de crisis que "*s'autogeneren*" sovint és considerada com una de les característiques definitòries de la intensificació de la globalització financera durant els darrers quinze anys. Aquest extrem qüestiona les bondats de la

integració comercial i financera a tenor dels costos econòmics i socials que imposa. A més, el fet que les crisis d'aquesta naturalesa hagin afectat principalment als països en desenvolupament més integrats als mercats financers internacionals ha motivat que aquests fenòmens s'hagin erigit en una referència de la distribució desigual dels beneficis i costos de la globalització.

La literatura sobre els cicles econòmics evidencia que les crisis canviàries i financeres accentuen els períodes de recessió econòmica perquè el "*pànic financer*" desencadena una fugida de capitals i crea una restricció de liquiditat de tal magnitud que redueix, de manera sobtada, l'oferta monetària, la demanda agregada i la producció nacional (Honohan i Klingebiel, 2000). Però, alhora, la "*hiperdepreciació*" de la moneda nacional precipita canvis abruptes en el valor i signe del saldo del compte corrent de la balança de pagaments, un extrem que obliga a un ràpid ajust de l'economia a través de contracció de la inversió i el consum nacional, que agreuja el procés de fugida de capitals, la devaluació de la moneda nacional, la caiguda de l'activitat productiva i l'augment de la desocupació (Milesi-Ferretti i Razin, 1998).

1.2.1. L'augment de la freqüència i de la intensitat de les crisis del compte financer

Un treball de Bordo et al. (2001) analitza la incidència de les crisis canviàries i bancàries, en termes de freqüència i intensitat, a 21 països industrialitzats i emergents³ durant quatre períodes històrics: els anys previs a la Primera Guerra Mundial (1881-1913), el període d'*entreguerres* (1918-38), el període de *Bretton Woods* (1950-72) i el període posterior a *Bretton Woods* (1973-2000). Com es pot comprovar al quadre 2.12, la freqüència de les crisis financeres ha canviat significativament al llarg del temps. Les crisis bancàries –definides pels autors com episodis de "*pànic bancari*" o també situacions de gran insolvència bancària– van ser especialment freqüents durant el període d'*entreguerres* però inèdits durant l'etapa de *Bretton Woods*. La disminució de la seva freqüència durant el període posterior a *Bretton Woods* reflecteix, en part, la creació d'un fons de garantia de dipòsits i l'existència de prestamistes d'última instància. Aquestes mesures, a la vista de les xifres, van aconseguir eliminar les crisis clàssiques de "*pànic bancari*" però no les situacions d'insolvència bancària. Per altra banda, les crisis canviàries –definides com un atac especulatiu reeixit contra una moneda nacional– van ser poc habituals durant el període anterior a la Primera Guerra Mundial, un extrem que reflectia l'estabilitat que proporcionava als mercats de divises internacionals el "*patró or*". En canvi, els atacs especulatius i les crisis canviàries van ser molt més freqüents durant el període de *Bretton Woods*. També és destacable l'augment del nombre de crisis canviàries en el període posterior a *Bretton Woods*. Finalment, les "*crisis bessones*" –aquelles situacions en les que es combinen una crisi bancària i canviària– van ser molt més freqüents durant el període d'*entreguerres*.

³ Els països són Alemanya, Argentina, Austràlia, Bèlgica, Brasil, Canadà, Dinamarca, Espanya, Estats Units, Finlàndia, França, Grècia, Holanda, Itàlia, Japó, Noruega, Portugal, Regne Unit, Suècia, Suïssa i Xile.

Quadre 2.12. Freqüència i intensitat de les crisis financeres

	<i>Períodes</i>			
	<i>Anterior a la Primera Guerra Mundial</i> <i>(1881-1913)</i>	<i>Entreguerres</i> <i>(1918-1938)</i>	<i>Bretton Woods</i> <i>(1950-1972)</i>	<i>Posterior Bretton Woods</i> <i>(1973-2000)</i>
Freqüència de les crisis financeres (percentatge anual) ^a	4,9	13,2	7,0	9,7
<i>Crisis Bancàries</i>	2,3	4,8	0,0	2,0
<i>Crisis Canviàries</i>	1,2	4,3	6,9	5,2
<i>Crisis "Bessones"</i>	1,4	4,0	0,2	2,5
Severitat de les recessions (en percentatge del PIB) ^b				
<i>Sense crisis financeres</i>	10,7	8,5	6,7	14,3
Economies avançades	9,7	8,5	8,1	14,1
Economies emergents	11,0	8,5	4,2	15,1
<i>Amb crisis financeres</i>	19,6	29,3	14,6	19,9
Economies avançades	7,8	25,0	12,3	18,1
Economies emergents	24,5	39,0	18,1	27,8

Nota: ^a La freqüència es defineix com el nombre de crisis dividit pel nombre d'anys en els que el país ha sofert la crisi.

^b La severitat es defineix com la diferència acumulada entre el creixement present i el creixement tendencial previ.

Font: Elaboració pròpia a partir de Bordo et al. (2001).

1.2.2. La severitat de les crisis canviàries i financeres

Tot i que és difícil separar els efectes de les crisis financeres sobre les recessions econòmiques d'altres factors, Bordo et al. (2001) troben una relació causal directa entre les crisis financeres i l'agreujament de les recessions econòmiques. En aquest sentit, Mishkin (1999), Calvo (1998) i Calvo i Reinhart (2000a) i Barro (2001) argumenten que les crisis canviàries a les economies emergents tenen efectes molt negatius i persistents sobre la producció. De fet, per Hinarejos i Varela (2003), 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 pronunciades que en el passat i aquest extrem s'ha traduït en importants costos per a la població dels països implicats.

Com s'il·lustra al quadre 3.12, la variació del creixement del PIB en termes reals durant aquestes crisis del compte financer fou, en termes mitjans, de quasi 10 punts percentuals.

Aquesta reducció tan pronunciada de la producció s'explica, d'una banda, per la restricció de liquiditat que imposa la sortida massiva de capitals experimentada per aquests països, que en alguns casos va arribar a suposar entre el 15 i el 20 per cent del PIB. En la mesura que aquestes sortides de capitals no poden ser compensades per la dotació de reserves existents o pels recursos financers aportats per organismes internacionals, l'ajust exterior d'aquella restricció de liquiditat passava pel compte corrent de la balança de pagaments. Amb una capacitat limitada

per incrementar les exportacions a curt termini o de manera immediata, la correcció havia fer-se a costa de les importacions i de la demanda interna.

Quadre 3.12. Costos de les crisis a les economies emergents seleccionades

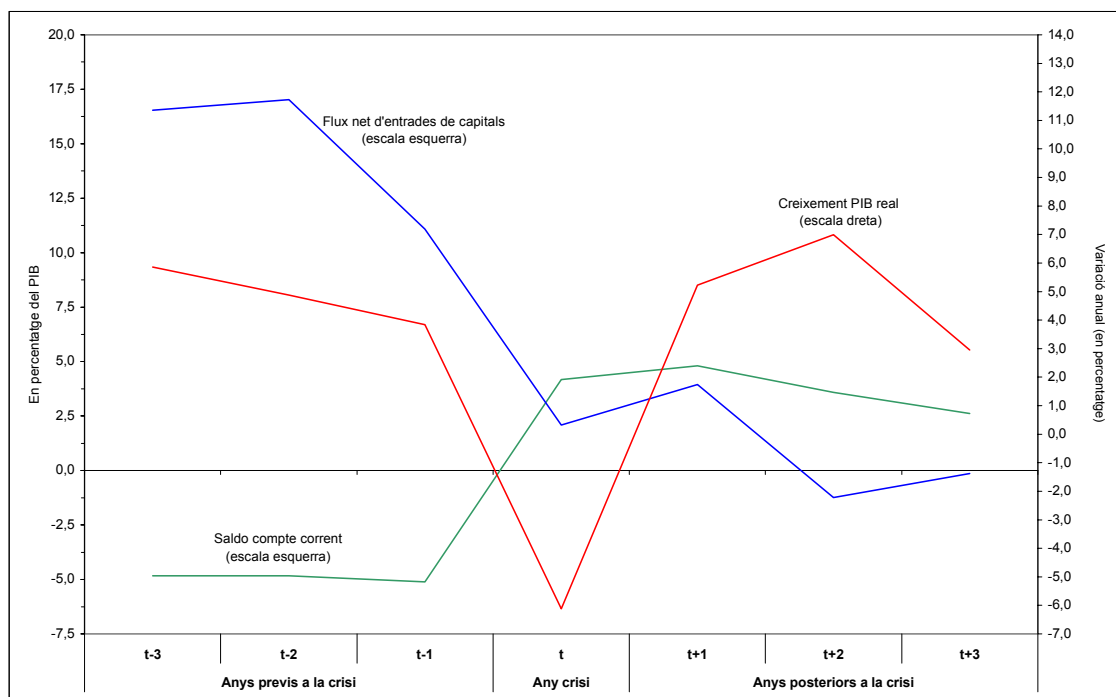
Taxes de variació interanuals del PIB en termes reals	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Argentina	5,8	-2,8	5,5	8,1	3,8	-3,4	-0,8
Brasil	5,9	4,2	2,7	3,3	0,1	0,8	4,4
Indonèsia	7,5	8,2	8,0	4,5	-13,1	0,8	4,9
Corea del Sud	8,3	8,9	6,8	5,0	-6,7	10,9	9,3
Mèxic	4,4	-6,2	5,2	6,8	5,0	3,6	6,6
Rússia	-12,7	-4,1	-3,6	1,4	-5,3	6,3	10,0
Tailàndia	9,0	9,2	5,9	-1,4	-10,5	4,4	4,6

Nota: Les xifres en negreta indiquen l'any o els anys en què es va produir la crisi del compte financer

Fonts: Elaboració pròpia a partir del IFS del FMI (2001).

La gràfica 1.12 mostra el comportament mitjà del creixement del PIB, del compte corrent i dels fluxs de capitals privats durant aquestes crisis del compte financer.

Gràfica 1.12. Evolució de les variables macroeconòmiques durant els períodes de crisi



Nota: ^{a)} Valors mitjans per Argentina (1995), Brasil (1999), Corea del Sud (1998), Filipines (1998), Indonèsia (1998), Malàisia (1998), Mèxic (1995), Rússia (1998) i Tailàndia (1998).

Font: Elaboració pròpia.

La caiguda en l'activitat productiva, alhora, reflectia una combinació de factors de demanda i d'oferta agregada. Per a Ghosh, Lane et al. (2002), l'acumulació d'estocs així com certa evidència economètrica suggereixen que la caiguda inicial de la producció s'explica

principalment a partir d'un xoc d'oferta negatiu. Aquest extrem reflectiria, parcialment, l'elevat contingut d'importacions de la producció nacional i els "efectes balanç negatiu" derivats de l'important palanquejament financer a curt termini en moneda estrangera de moltes empreses financeres i no financeres. En aquest sentit, la gran depreciació de la moneda nacional unida a una conjuntura de tipus d'interès molt alts va provocar la fallida de moltes empreses i distorsionava els canal creditici i de producció. Alhora, la desaparició de moltes empreses financeres i no financeres es traduïa en l'augment de les taxes d'atur i una reducció del consum i de la inversió privats que agreujava, encara més, la contracció de la demanda externa⁴.

Quadre 4.12. Costos de reestructuració dels sectors financers i crèdits no atesos

<i>País</i>	<i>Anys</i>	<i>Costos Fiscals i Quasi-Fiscals¹</i>	<i>Crèdits no atesos²</i>
Argentina	1980-82	13-55	9
	1985	...	30
Brasil	1994-96	4-10	9
Xile	1981-85	19-41	16
Colòmbia	1982-87	5-6	25
Finlàndia	1991-93	8-10	9
Indonèsia	1994	2	...
Japó³	1990s	3	10
Malàisia	1985-88	5	33
Mèxic	1994-95	12-15	11
Noruega	1988-92	4	9
Filipines	1981-87	3-4	...
Espanya	1977-85	15-17	...
Sri Lanka	1989-93	9	35
Suècia	1991-93	4-5	11
Tailàndia	1983-87	1	15
Turquia	1982-85	3	...
Estats Units	1984-91	5-7	4
Uruguai	1981-84	31	...
Veneçuela	1980-83	...	15
	1994-95	17	...

Nota: ^{a)} En percentatge del PIB durant el període de reestructuració. Allà on apareix un interval, el valor més baix només inclou els costos dels fons, crèdits i bons injectats directament al sistema bancari mentre que el valor superior inclou altres costos fiscals com subsidis al tipus de canvi.

^{b)} Valor màxim dels préstecs no atesos com a percentatge del total. La mesura depèn de la definició que faci el país d'un crèdit incobrible.

^{c)} Costos de 1995. Les estimacions oficials dels costos que tenen en compte els costos de les "housing loan corporations" i els préstecs no atesos són del 0,14 per cent i del 3 per cent, respectivament.

Font: World Economic Outlook, FMI (2001b).

Quan la crisi esclata els costos econòmics, financers i socials que se'n deriven són molt importants perquè, en aquest escenari, la població més pobra té menys possibilitats per accedir

⁴ Pindyck (1991) recorre a la irreversibilitat de les inversions per justificar com un context de gran incertesa pot conduir a uns nivells de formació bruta de capital menors. Scott i Uhlig (1999) argumenten que el neguit dels inversors estrangers es transmet als mercats financers nacionals i, aleshores, va augmentar el risc associat al finançament de qualsevol projecte d'inversió.

als mercats financers i així cobrir o diversificar el risc; a més, l'absència de xarxes d'assistència i de seguretat social pot exacerbar els costos socials de la crisi, tot afectant negativament la distribució de la riquesa, els nivells de pobresa i les condicions sanitàries i educatives (Baldacci et al., 2002).

Finalment, les crisis financeres poden ser molt costoses tant pels costos fiscals i quasi fiscals que comporta la reestructuració del sector financer com pels seus efectes sobre l'activitat econòmica. Així com es pot comprovar els costos de resolució de les crisis bancàries en alguns casos, com el de Xile i Argentina a començaments de la dècada dels '80, han superat el 40 per cent del PIB mentre que els crèdits incobrables han estat superiors al 30 per cent del total. En general, els costos de les crisis bancàries han estat més alts a les economies emergents, especialment les d'Amèrica Llatina.

2. Els efectes potencialment positius de la liberalització financera

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

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

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

2.1. *ENTRADES DE CAPITALS ESTRANGERS I INVERSIÓ INTERNA*

Un dels beneficis més evidents de la liberalització financera és que la supressió de les restriccions que limiten la mobilitat de capitals facilita l'accés dels països emergents als mercats de capitals internacionals i, en conseqüència, la capacitat de finançament de l'economia es multiplica. En aquestes condicions la intensificació del flux d'entrada de capitals estrangers afavoreix una major inversió a l'interior del país. Així, en una simulació, Edison, Levine et al (2002) publicada pel FMI (2002) estimaven que un increment de la mobilitat de capitals en un 40 per cent del PIB es traduïa en un increment de la inversió de quasi un 2 per cent del PIB.

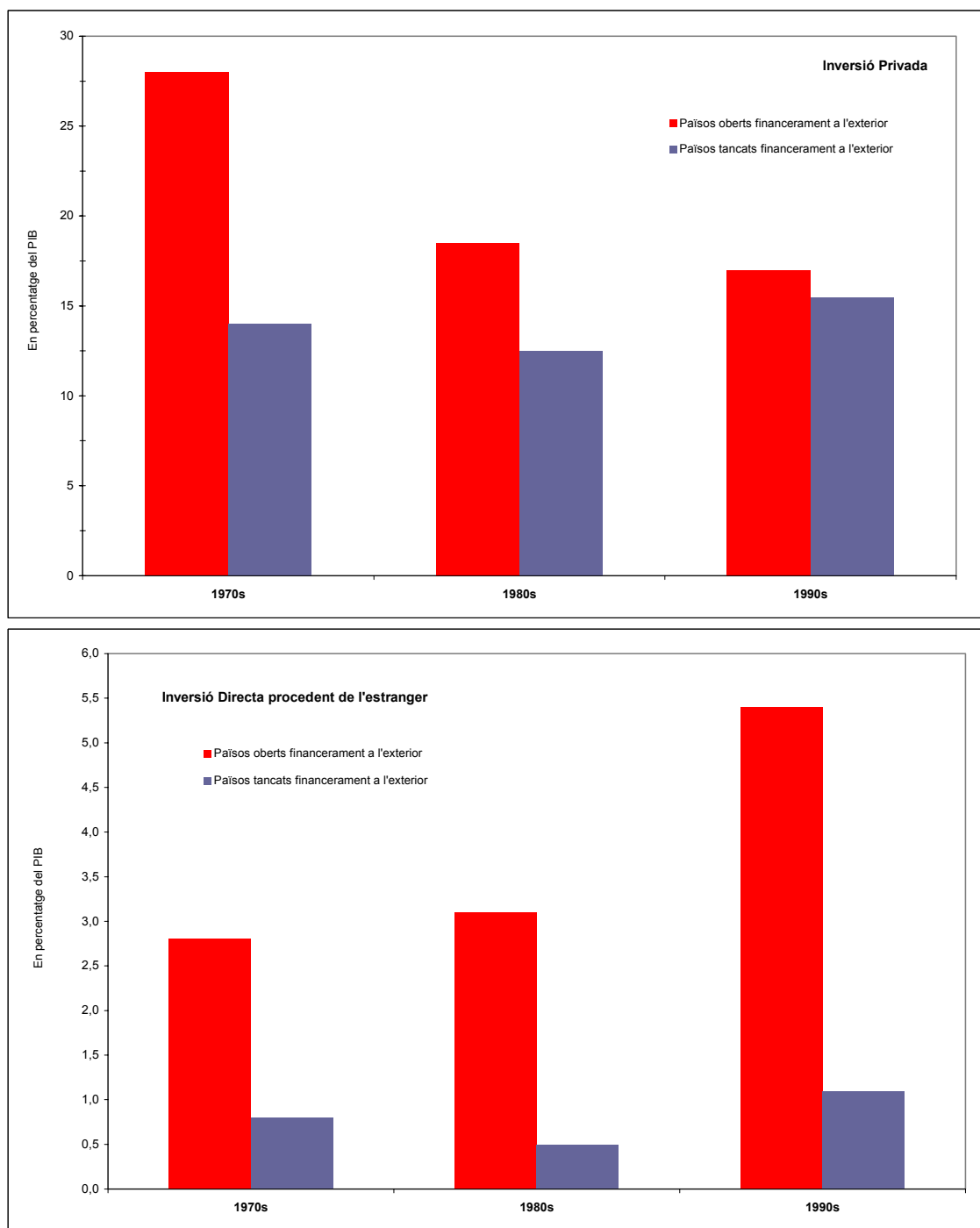
Amb tot, la determinació de la causalitat entre el flux d'entrades de capitals privats i el nivell d'inversió és complexa, en la mesura que depèn del grau d'integració de les economies nacionals als mercats de capitals internacionals, de la composició del flux d'entrada de capitals i de les condicions per a la inversió a l'economia.

La gràfica 2.12 relaciona el grau d'integració financera dels diferents països en desenvolupament⁵ amb el nivell d'inversió nacional i amb la inversió directa procedent de l'estranger (IDE) com a percentatge del PIB.

Com es pot comprovar a la part superior de la gràfica 2.12, la simple comparació dels nivells d'inversió entre els països en desenvolupament revela que les economies més obertes financerament a l'exterior són també les que compten amb uns nivells d'inversió nacional superiors. En una anàlisi més acurada, i basada en una àmplia varietat de països en desenvolupament, Bosworth i Collins (1999) confirmen aquest extrem quan afirmen que “...els fluxs de capitals a llarg termini estan fortament correlacionats amb increments de la inversió nacional; per contra les entrades de capital a curt termini tenen poc o cap efecte sobre la inversió”. En particular, aquests autors troben que la inversió directa⁶ i els préstecs bancaris procedents de l'estranger estan, clarament, vinculats a augments de la inversió interna mentre que la relació entre les inversions en cartera i la inversió nacional és positiva però poc robusta. Potser per això, s'observa que els països oberts financerament que, lògicament, registren uns nivells d'inversió directa procedent de l'estranger (IDE) en relació al PIB majors –part inferior de la gràfica 2.12– tenen associats també els nivells d'inversió nacional en percentatge del PIB més alts.

⁵ En aquesta anàlisi els “països oberts financerament a l'exterior” són aquells països en desenvolupament amb un grau de liberalització financera superior a la mitjana de la mostra integrada per economies industrialitzades i en vies de desenvolupament per al conjunt del període. Els països amb un grau d'obertura financera inferior a la mitjana són considerats com a “països tancats financerament”.

⁶ Aquest extrem és especialment notable als països més pobres on la inversió directa procedent de l'estranger està associada, normalment, a la creació de noves empreses. En canvi als països més industrialitzats els fluxs d'inversió directa estan més relacionats amb operacions de compra / venda d'empreses.

Gràfica 2.12. Liberalització financera i fluxs d'inversió privada i inversió directa

Font: Elaboració pròpia a partir del *World Economic Outlook, FMI (2001b)*

Alhora, aquesta relació entre el flux de capitals privats procedents de l'estranger i la inversió interna també depèn decisivament de la capacitat del país per assimilar aquestes entrades de capitals. Una capacitat que, per a Borensztein, de Gregorio i Lee (1998), està directament vinculada amb el grau d'estabilitat política, el desenvolupament del sistema financer, el nivell de preparació de la població activa, la qualitat de les infraestructures de capital, l'eficiència dels serveis prestats pel Govern de l'Estat i el grau de corrupció. En aquest sentit, el Banc Mundial

(2001a) en un ampli estudi il·lustra com la IDE està correlacionada positivament amb uns nivells d'inversió superiors, però només si el país compta amb unes infraestructures de capital notables. De la mateixa manera, els fluxs de capitals a curt termini es tradueixen en uns nivells d'inversió com a percentatge del PIB més alts si a l'economia existeix un grau d'estabilitat política suficient; només, aleshores, les entrades de capitals a curt termini perden el seu paper desestabilitzador sobre el comerç internacional i les finances internacionals.

Amb tot, i tal com apunta el FMI (2001b), aquesta associació positiva entre les entrades de capitals procedents de l'estranger i el nivell d'inversió nacional ha disminuït durant la dècada dels '90 com a conseqüència de dos factors principals. En primer lloc, a mesura que augmenta el grau d'integració dels països als mercats financers internacionals, l'estalvi nacional i les decisions d'inversió estan menys correlacionats i, per tant, la relació causal entre inversió estrangera i inversió nacional s'afebleix. En segon lloc, la creixent importància de les inversions en cartera derivades d'operacions de fusió i adquisició d'empreses també ha contribuït a debilitar la relació causal (UNCTAD, 1998).

2.2. ENTRADES DE CAPITALS ESTRANGERS, IDE I PRODUCTIVITAT

Un altre dels avantatges que proporciona la liberalització financera es dona quan els capitals procedents de l'exterior prenen la forma d'inversió directa de l'estranger (IDE). La IDE s'ha convertit en un factor de desenvolupament econòmic molt important per als països emergents perquè afavoreix la integració de l'economia nacional als mercats mundials d'exportació, però sobretot perquè és la fórmula més eficient per accedir a noves tecnologies i la base per la millora de la productivitat. En aquest sentit, Dobson i Siow Yue (1997) troben que les empreses estrangeres possibiliten la integració de les economies emergents a les xarxes mundials de producció⁷ a l'utilitzar-les com a plataforma de les seves exportacions.

Per altra banda, De Mello i Grether (1997) considera la IDE com una font important de formació del capital humà i de canvi tecnològic quan les empreses estrangeres incorporen innovacions tècniques o de procés en les seves empreses subsidiàries. Aquestes millores tècniques promouen l'ús de tecnologies més avançades per part de les empreses nacionals i faciliten l'adquisició de coneixements, habilitats i destreses que augmenten la productivitat de la mà d'obra del país receptor⁸. De fet, aquest és l'aspecte més interessant associat a la IDE: la difusió de la tecnologia i la millora de la productivitat tan significativa que comporta,

⁷ Així per exemple, Lipsey (2000), en el cas filials de companyies nord-americanes de la indústria de l'electrònica instal·lades a l'Est d'Àsia, o Aitken (1996), en el cas de Mèxic, troben que la producció d'aquestes filials representava gairebé el 75 per cent de les exportacions del país.

⁸ Així ho posen de manifest els treballs de Blomström i Wolf (1994) en el cas de Mèxic i d'Aitken i Harrison (1999) en el cas de Veneçuela.

contribueixen a incrementar l'expansió de la producció i la renda nacional⁹. Per això, segons Eaton i Kortum (1999) i Keller (2002) la capacitat per atraure la IDE ha acabat esdevenint un factor clau per al progrés econòmic dels països emergents.

2.3. LIBERALITZACIÓ FINANCERA I DESENVOLUPAMENT DELS MERCATS FINANCERS NACIONALS

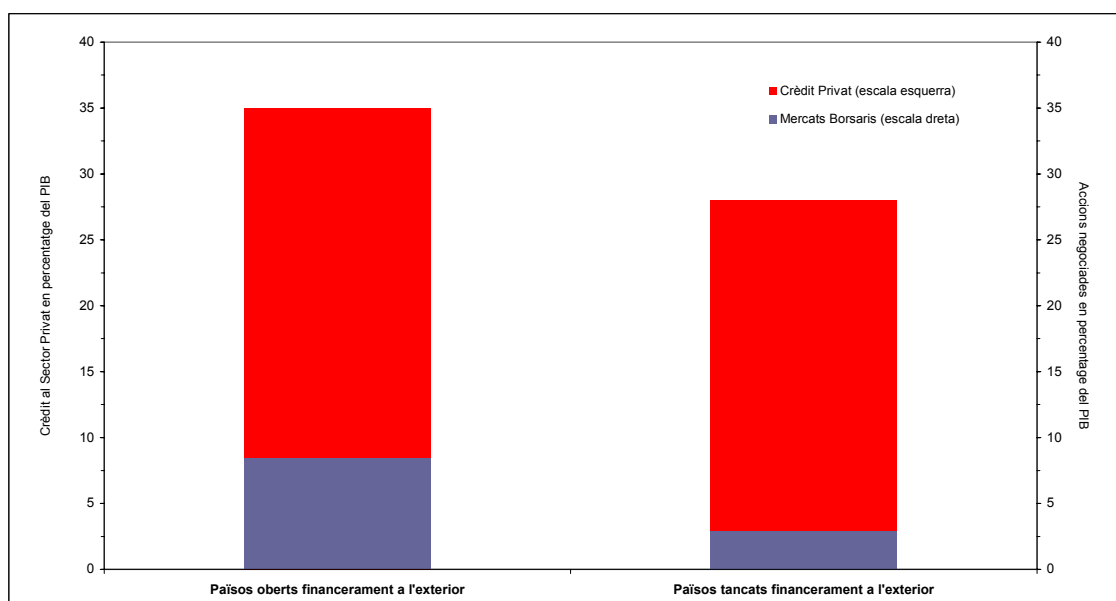
Un tercer benefici imputable al procés de creixent integració financera és el desenvolupament dels mercats financers nacionals. Com s'ha comentat abastament als capítols anteriors, una de les característiques definitòries d'aquests mercats a les economies emergents era l'amplitud i profunditat insuficients. Fruit d'aquestes limitacions, els mercats de capitals eren il·líquids i, per tant, no era factible dur a terme una diversificació adequada del risc. En aquestes circumstàncies, el desenvolupament de mercats a termini no era possible –“*pecat original*”– i en conseqüència les finances havien d'establir-se en horitzons temporals curts i a uns tipus d'interès més alts.

Aquesta manca de mercats de capitals prou desenvolupats explica perquè, en molts casos, els mercats financers de les economies emergents eren incomplets i perquè la majoria d'operacions havien de finançar-se mitjançant els préstecs a curt termini que proporcionaven els diferents intermediaris financers.

En aquest escenari, la intensificació del flux d'entrada de capitals procedents de l'estranger s'acaba traduint en una major liquiditat que, si es gestiona adequadament, permet el desenvolupament del sistema financer nacional. En aquest sentit, existeix una gran evidència empírica a nivell empresarial (Demirgüç-Kunt i Maksimovic, 1998 i 1999), a nivell sectorial (Rajan i Zingales, 1998) i a nivell macroeconòmic (Beck, Levine i Loayza, 2000) que avalen l'argument que un sistema financer més ampli i profund pot contribuir a millorar l'eficiència en l'assignació de recursos. Aquestes conclusions coincideixen amb els resultats dels treballs de Levine i Zervos (1998) i Henry (2000) que evidencien que, a les economies emergents, els mercats de capitals augmenten la seva dimensió i liquiditat després d'haver-se liberalitzat els moviments de capitals. En aquest sentit, la gràfica 3.12 il·lustra com les economies amb una major grau d'integració financera presenten major amplitud i profunditat dels diferents mercats financers, mesurat tant en termes del crèdit al sector privat com a percentatge del PIB com a través del volum de negociació dels mercats borsaris en percentatge del PIB¹⁰.

⁹ Per a més informació veure Haddad i Harrison (1993), Okamoto i Sjöholm (1999), Chuan i Lin (1999), Erdilek (2000), Kathuria (2000) i De la Dehesa (2003).

¹⁰ De fet, tot i que la correlació entre les entrades de capitals que prenen la forma d'inversió en cartera i la inversió nacional no és significativa, sí que és cert que la proliferació de la inversió en cartera està associada a un major desenvolupament dels sectors financers.

Gràfica 3.12. Desenvolupament dels mercats financers derivada del procés de liberalització

Font: Elaboració pròpia a partir del World Economic Outlook, FMI (2001b).

La millora en l'assignació de recursos derivada de l'augment de la competència, la diversificació del risc, la millora de la transparència de les operacions i la major solvència de les entitats financeres reforça el procés de liberalització del compte financer i el flux d'entrada de capitals al llarg del temps (Williamson i Mahar 1998). En particular, el FMI (2002) argumenta que la liberalització del compte financer afavoreix l'aparició de mercats de capitals més amplis i profunds i el desenvolupament del sistema financer nacional. Alhora, les reformes que tendeixen a suprimir els límits als tipus d'interès, eliminen les restriccions dels crèdits i permeten la participació estrangera en la banca nacional contribueixen al ràpid desenvolupament del sector financer nacional. Així, per exemple, a Mèxic i Argentina la implicació de la inversió estrangera en els sistemes bancaris domèstics va augmentar espectacularment durant els anys '90 i, aquesta circumstància es va traduir en un desenvolupament financer molt important¹¹. De la mateixa manera, els bancs internacionals amb una dotació de capital més àmplia i unes operacions geogràficament més diversificades resulten menys susceptibles a una situació de bancarrota o de “*pànic financer*” i, per tant, ofereixen unes garanties superiors als dipòsits nacionals. En aquest sentit, l'experiència de Tailàndia durant la crisi de l'Est d'Àsia de 1997 posa de manifest com la major participació de la inversió estrangera en el capital de la banca nacional pot contribuir a reduir la vulnerabilitat del país al “*contagi*” financer.

¹¹ El capital estranger, sovint, aporta noves tècniques i pràctiques financeres que poden trobar aplicacions als mercats financers de les economies emergents. Així, per exemple, els capitals estrangers poden facilitar la introducció de nous instruments financers que permeten la diversificació del risc.

3. Els efectes de la integració financera sobre l'activitat productiva

L'impacte de la liberalització del compte financer sobre l'activitat productiva, depèn de com aquest procés afecta la inversió nacional, de la importància de la transferència de tecnologia associada a la inversió directa i de la capacitat del sistema financer per intermediar un gran flux d'entrades de capitals. Però en general, uns nivells d'inversió més alts, l'existència d'externalitats tecnològiques i la major profunditat dels mercats financers estan associats amb unes taxes de creixement més altes (King i Levine, 1993).

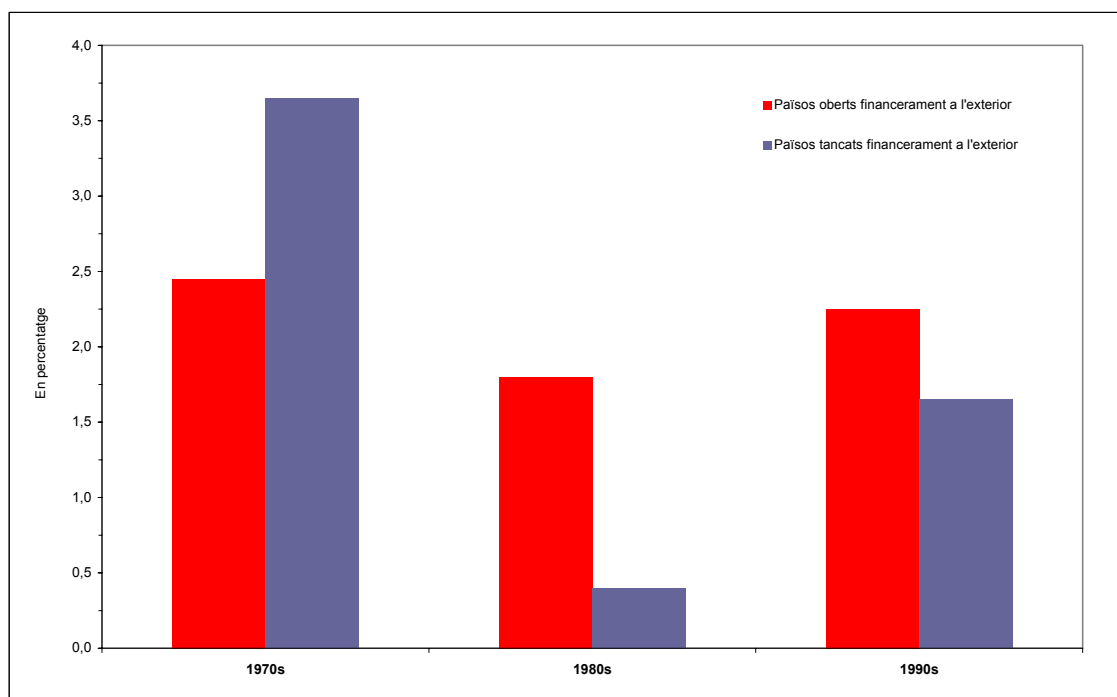
3.1. LIBERALITZACIÓ FINANCERA I CREIXEMENT ECONÒMIC

3.1.1. Evidència empírica

Els països més industrialitzats, en general, estan financerament més integrats a l'economia mundial que els països en desenvolupament i per tant, des d'aquesta perspectiva, la integració econòmica és un dels trets distintius de les economies més avançades.

La gràfica 4.12 basada en un estudi del FMI (2002) il·lustra com, entre els països en desenvolupament, aquells amb un major grau d'integració financera han crescut més ràpidament que els països menys oberts financerament durant les tres últimes dècades. En particular, entre 1970 i 1999, el PIB per càpita mitjà es va multiplicar quasi per 3 als països més oberts financerament, un creixement 6 vegades superior al del grup de països menys oberts.

Gràfica 4.12. Creixement per càpita en funció del grau de liberalització financera als països en desenvolupament



Font: World Economic Outlook, FMI (2002).

L'evidència dels efectes positius de la integració financera sobre el creixement es pot completar amb alguns dels resultats del treball de Prasad et al. (2003) i que es recullen al quadre 5.12. El quadre proporciona una relació de les taxes de creixement del PIB per càpita de 24 països en desenvolupament –els 12 països amb unes taxes de creixement més altes i els 12 països amb unes taxes de creixement més baixes durant el període 1980-2000– i les compara amb el seu grau d'obertura financera.

Quadre 5.12. Economies amb major i menor creixement i el grau d'integració financera durant el període 1980-00

Economies amb major creixement durant 1980-2000	Variació percentual del PIB per càpita	País obert financerament a l'exterior	Economies amb menys creixement durant 1980-2000	Variació percentual del PIB per càpita	País obert financerament a l'exterior
Xina	391,6	Si/No	Haití	-39,5	No
Corea del Sud	234,0	Si	Níger	-37,8	No
Singapur	155,5	Si	Nicaragua	-30,6	No
Tailàndia	151,1	Si	Togo	-30,0	No
Maurici	145,8	No	Costa d'Ivori	-29,0	No
Botswana	135,4	No	Burundi	-20,2	No
Hong Kong	114,5	Si	Veneçuela	-17,3	Si/No
Malàisia	108,8	Si	Sud-Àfrica	-13,7	Si
Índia	103,2	Si/No	Jordània	-10,9	Si
Xile	100,9	Si	Paraguai	-9,5	No
Indonèsia	97,6	Si	Equador	-7,9	No
Sri Lanka	90,8	No	Perú	-7,8	Si

Nota: Creixement del PIB per càpita en termes reals expressat en les respectives monedes nacionals.

Font: Prasad et al. (2003) a partir del World Development Indicators (WDI) del Banc Mundial.

Les dades del quadre confirmen novament que, en general, els països més oberts als mercats financers internacionals són els que alhora presenten unes taxes de creixement superiors. Fins i tot, les economies de Xina¹² i de l'Índia presenten uns ritmes de creixement elevats, malgrat que han dut a terme una liberalització limitada i selectiva del seu compte financer. Per altra banda, les dades també revelen que, en general, els països amb un menor grau d'integració als mercats financers internacionals han experimentat un retrocés en l'evolució del seu PIB per càpita.

Les dades del quadre també posen de manifest que la integració financera no garanteix *per se* un major creixement econòmic. Per exemple, Sud-Àfrica, Jordània i Perú han esdevingut economies relativament obertes als moviments de capitals internacionals durant aquest període i, malgrat tot, la producció nacional, lluny de créixer, ha experimentat disminucions

¹² Xina, per exemple, va liberalitzar parcialment les operacions vinculades amb la inversió directa procedent de l'estranger i ha mantingut les restriccions sobre altres formes d'inversió.

significatives. Una segona observació és que la integració econòmica no és una “*condició estrictament necessària*” per assolir elevades taxes de creixement. Així, Maurici i Botswana han registrat ritmes de creixement anuals molt significatius durant aquest període i, tanmateix, les seves economies han estat relativament tancades als moviments de capitals internacionals.

3.1.2. *El problema de la causalitat inversa*

Amb tot, aquesta relació entre integració financera i creixement econòmic presenta diversos problemes. Per una banda, si bé és cert que molts estudis empírics troben que la liberalització financera afecta positivament la dinàmica de creixement de la producció, també ho és que aquesta relació no és sempre estadísticament significativa.

Per tant, aquests resultats, pròpiament, només reflecteixen l’existència d’una associació entre la integració financera i l’actuació econòmica i, no tant, una relació causal. En conseqüència, aquesta analogia entre integració financera i creixement no exclou la possibilitat d’una causalitat inversa, és a dir, els països que gaudeixen d’unes taxes de creixement superiors escullen integrar-se als mercats financers internacionals encara que l’obertura financera a l’exterior no contribueixi directament a accelerar el creixement de la producció de manera significativa.

En aquest sentit, un gran nombre d’estudis empírics que han analitzat sistemàticament la relació causal entre la liberalització del compte financer i el creixement econòmic –tot incorporant algun tipus de mesura de liberalització als models de creixement convencionals– presenten conclusions dispars. Com es pot comprovar al quadre 6.12, que recull 14 dels estudis més recents sobre la qüestió, aproximadament la meitat dels treballs determinen un impacte positiu mentre que aproximadament l’altra meitat troben un efecte negatiu. Aquests resultats suggereixen que la integració financera té un efecte positiu sobre el creixement econòmic, però que aquest efecte no és prou significatiu.

Dels estudis relacionats al quadre adjunt, el darrer treball d’Edison, Levine et al. (2002) és potser el que de manera més amplia i precisa mesura el procés d’integració financera. La particularitat d’aquesta anàlisi respecte els treballs precedents és que incorpora una mesura “*d’obertura*” per capturar les diferències en el grau de liberalització dels moviments de capitals¹³ i que, a més, estén l’anàlisi fins l’any 2000. Addicionalment, els autors usen una metodologia estadística que els permet tractar la causalitat inversa inherent als processos

¹³ En particular s’usa un indicador “*restriccions*” i un indicador “*d’obertura*”. El primer dels indicadors prova de captar l’existència o no de regulacions o traves que limiten la lliure circulació de capitals o que discriminen els moviments de capitals en funció de la nacionalitat dels agents que les duen a terme. Per la seva naturalesa aquest indicador, usat habitualment a la majoria d’estudis sobre la liberalització financera no recull les diferències en el grau de liberalització. Per això, la seva informació es complementa amb l’indicador *d’obertura* que es calcula a partir del quocient entre l’estoc d’actius i passius exteriors com a percentatge del PIB. Aquest índex mesura el grau de liberalització financera del país. Així, si el valor és elevat significa que el país és obert en el sentit que experimenta o ha estat experimentant uns fluxos d’entrada o de sortida de capitals privats significatius.

d'integració financera¹⁴. Les estimacions del treball estableixen que quan una economia emergent, tancada financerament a l'exterior, liberalitza els moviments de capitals el seu creixement per càpita augmenta en termes mitjans lleugerament per sobre del 25 per anual. Per tant, la intensificació del procés d'integració financera internacional està associada amb un increment gens despreciable del creixement econòmic, tot i que aquest efecte, novament, no és estadísticament significatiu.

Quadre 6.12. Resum d'estudis sobre la relació entre la lliure circulació de capitals i el creixement econòmic¹⁵

Estudi	Nombre de Països	Anys considerats	Efecte sobre el creixement
Alesina, Grilli i Milesi-Ferretti (1994)	20	1950-89	No té efectes
Grilli i Milesi-Ferretti (1995)	61	1966-89	No té efectes
Quinn (1997)	64	175-89	Positiu
Rodrik (1998)	95	1975-89	No té efectes
Kraay (1999)	117	1985-97	No té efectes
Klein i Olivei (2000)	92	1986-95	Positiu
Chanda (2000)	116	1976-95	Positiu
Arteta, Eichengreen i Wyplosz (2001)	59	1973-92	Mixt
Edwards (2001)	62	1980s	Positiu
O'Donnell (2001)	94	1971-94	Mixt
Reisen i Soto (2001)	44	1986-97	Mixt
Bekaert, Harvey i Lundball (2002)	30	1981-97	Positiu
Edison, Klein, Ricci i Sløk (2002)	89	1973-95	Mixt
Edison, Levine, Ricci i Sløk (2002)	57	1980-00	Positiu

Font: World Economic Outlook, FMI (2001b); Prasad et al. (2003)

¹⁴ Per exemple, un país amb unes taxes de creixement baixes pot decidir introduir controls de capitals i, aleshores, es corre el risc d'imputar l'alentiment de l'activitat productiva a l'establiment de restriccions a la lliure circulació de capitals.

¹⁵ Aquesta àmplia divergència en els resultats reflecteix una seguit de diferències entre els estudis. Primer, el nombre i les característiques dels països considerats és diferent: uns autors estudien el cas dels països industrialitzats, alguns se centren en els països en desenvolupament i uns altres consideren una barreja d'ambdós. Segon, hi ha diferències en el període de la mostra, un element que resulta particularment important a les economies emergents donada l'onada de liberalitzacions que han experimentat a la dècada dels '90. Tercer, la metodologia usada –seccions transversals, sèries temporals o panells– i les tècniques d'estimació –mínims quadrats ordinaris, variables instrumentals o mètode dels moments– també és un element de divergència entre els diferents estudis. A més, la mesura del grau de restricció dels controls de capitals usats en aquests estudis no estableix una gradació acurada de la major o menor intensitat amb que s'usen els diferents controls de capitals. Finalment, els controls de capitals són sovint tractats com a factor exogen a la dinàmica de creixement, la qual cosa introdueix la possibilitat de causalitat inversa.

3.2. INVERSIÓ DIRECTA, PRODUCTIVITAT I CREIXEMENT ECONÒMIC

¿Per què és tan difícil trobar uns efectes importants i significatius de la integració financera sobre el creixement econòmic dels països en desenvolupament emergents, quan la base teòrica que avalaria aquesta relació causal és aparentment consistent?

En el passat autors com Lewis (1954) i Levin i Renelt (1992) o institucions com el Banc Mundial (1993) van emfasitzar el paper de l'acumulació de capital associada a l'expansió de la inversió física com a factor explicatiu del creixement econòmic. Però una llarga col·lecció d'estudis empírics revela que els fluxs de capitals procedents de l'estranger han estimulat el ritme de creixement econòmic, no tant per l'acumulació de capital que suposava una major inversió física sinó més aviat per l'expansió de la productivitat (Blomström, Lipsey i Zejan, 1994; Bils i Klenow, 1998; Easterly i Levine, 2001). Així, la transferència tecnològica, les millores en les tècniques de gestió i el desenvolupament dels sistemes financers nacionals derivats de la inversió estrangera han propiciat millores recurrents de la productivitat que, alhora, s'han traduït en unes taxes de creixement més elevades en aquelles economies amb una dotació d'infraestructures acurada, un sector empresarial dinàmic i un grau d'obertura comercial significatiu. Per això, el vincle causal hauria de traçar un paral·lelisme entre entrades de capitals, especialment la inversió directa procedent de l'estranger, millores de la productivitat i creixement econòmic i, no tant, entre el nivell d'inversió nacional i el creixement de la producció.

Una altra explicació molt plausible de perquè és difícil detectar una relació causal entre la integració financera i el creixement de la producció són els costos de les crisis bancàries en algunes economies emergents. Aquests resultats explicats per Kaminsky i Reinhart (1999) suggereixen que la liberalització del sistema financer quan va acompanyada de la liberalització de les operacions del compte financer de la balança de pagaments incrementa la possibilitat que es produeixi una crisi bancària i/o una crisi canviària. Aquestes crisis van acompanyades de recessions econòmiques que limiten els beneficis associats a la integració financera i que, per tant, afebleixen el vincle entre el procés d'integració financera i el creixement real de la producció i de convergència econòmica.

Finalment, molts estudis suggereixen que la composició dels fluxs de capitals condiciona la relació causal entre la liberalització dels moviments de capitals i unes taxes de creixement significativament superiors.

Així, Borensztein, de Gregorio i Lee (1998) mostren que quan les entrades de capitals procedents de l'exterior prenen la forma d'IDE es pot establir una relació positiva i robusta

entre la inversió i el creixement econòmic¹⁶, especialment quan el país receptor de les noves tecnologies compta amb força de treball particularment qualificada. En canvi, la desregulació de la inversió en cartera ha tingut uns efectes positius poc significatius sobre l'activitat productiva, una evidència consistent amb les crisis financeres que han afectat moltes economies emergents amb accés als mercats de capitals durant la dècada dels '90, i que enllaçaria amb l'argument de Kaminsky i Reinhart (1999) citat anteriorment.

Altres treballs han trobat que les externalitats positives associades a la inversió directa procedent de l'estranger són majors als països rics, doncs als països més pobres la naturalesa de tecnologies usades no s'ajusta a les necessitats de l'economia, circumstància que limita els beneficis de les transferències de tecnologia (Bloomström, Lipsey i Zejan, 1994).

De la mateixa manera, un estudi de Bhagwati (1996) i Salisu i Sapsford (1996) mostrava que la relació causal entre IDE i creixement depenia de la política comercial que seguia el país. Així aquesta correlació tendia a ser molt positiva en el cas de països en desenvolupament que havien instrumentat polítiques de promoció de les exportacions a l'estil de l'Est d'Àsia però, en canvi, eren menys positives a les economies que seguien una política d'industrialització per substitució d'importacions a l'estil d'Amèrica Llatina.

Amb tot, per a nosaltres aquestes discrepàncies sobre els beneficis i costos dels processos d'integració financera podrien explicar-se a partir de les diferències en l'horitzó temporal que consideren els diferents treballs. Així, les diverses línies d'investigació empírica se centren en l'estudi dels efectes dels processos de desregulació, bé a curt termini o bé a llarg termini, però no entren en l'anàlisi de l'evolució d'aquests efectes al llarg del temps. A més, la literatura econòmica existent ha tendit a concentrar-se en l'estudi de la liberalització de, o bé els sistemes financers nacionals, o bé dels mercats de capitals, o bé dels moviments de capitals, però no ha ofert fins al moment, una anàlisi integral dels processos de liberalització.

¹⁶ Tanmateix, com assenyala De la Dehesa (2000a), en l'argumentació que relaciona inversió directa i creixement existeix també un problema de causalitat inversa: és la IDE qui estimula el creixement o és el creixement qui alimenta el flux d'inversió directa procedent de l'estranger? L'experiència mostra que a les economies emergents més grans, amb una bona situació geogràfica i una dotació de capital humà i infraestructures adequades com Argentina, Brasil, Mèxic o Xina el creixement econòmic precedeix a la IDE. En economies emergents més petites i obertes com Xile, la IDE que precedeix a la dinàmica de creixement, juga un paper cabdal en l'expansió de la producció i de la productivitat a llarg termini.

B. Efectes de la liberalització sobre la volatilitat dels mercats financers

1. La fragmentació de la informació financera i les limitacions dels estudis empírics

Una de les àrees més prolífiques de la recerca empírica a l'àmbit de l'economia i de les finances internacionals ha estat l'anàlisi dels efectes dels controls i de la liberalització financera sobre els mercats financers, la inversió i el creixement. Però malgrat el gran interès de diverses disciplines sobre els efectes de la desregulació dels mercats financers, sorprenentment, la informació sobre l'evolució al llarg del temps de les regulacions financeres està molt fragmentada.

Les dades sobre els controls als moviments de capitals es basen encara, principalment, en els indicadors que publica el FMI al *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. Amb tot, aquests indicadors no capten suficientment el grau d'intensitat en l'obertura del compte financer, per bé que els canvis introduïts a partir de 1996 proporcionen una informació més exhaustiva sobre els controls de capitals¹⁷.

Per altra banda, no existeix cap institució que, de manera sistemàtica, compili la informació sobre el sector bancari nacional dels diferents països al llarg del temps i, per tant, els investigadors han hagut de construir la seva pròpia cronologia. Els exemples més significatius són el de Williamson i Mahar (1998) que distingeixen fins a 5 fórmules distintes de liberalització financera¹⁸ i el de Demirgüç-Kunt i Detragiache (1999) que associen la liberalització dels tipus d'interès nacionals amb la liberalització del sector financer nacional.

Finalment, les dades sobre el grau d'obertura dels mercats de capitals nacionals és encara més parcial. La *Corporació Financera Internacional* (CFI) del Grup del Banc Mundial només publica dades relatives als mercats emergents. També, en aquest cas l'índex és poc explícit i només distingeix dues categories. Per això, la informació que proporciona aquesta publicació s'acostuma a completar amb els resultats dels estudis de Bekaert, Harvey i Lumsdaine (1998), Bekaert i Harvey (2000), Errunza (2001), Henry (2000) i Kim i Singal (2000).

A banda de la dispersió en la informació relativa als processos de liberalització dels mercats financers, els estudis empírics presenten també una sèrie de limitacions comunes. En primer lloc, les cronologies de liberalització financera no estableixen una gradació de la intensitat d'aquests processos. En la mesura que la liberalització tendeix a canviar lentament, es perd una

¹⁷ Així, per al període 1975-1995, el FMI establia només dues categories de liberalització del compte financer i no distingia entre els controls sobre les entrades de capitals i les sortides de capitals. A partir de 1996, s'introdueixen 11 tipus de restriccions distintes: (1) valors mobiliaris dels mercats de capitals, (2) instruments del mercat monetari, (3) instruments d'inversió col·lectiva, (4) derivats i altres instruments, (5) crèdits comercials, (6) crèdits financers, (7) garanties, fiances i serveis de garantia, (8) inversió directa, (9) liquidació d'inversions directes, (10) transaccions de béns immobles i (11) moviments de capitals personals.

¹⁸ Aquestes categories són: (a) controls sobre els crèdits, (b) controls sobre els tipus d'interès, (c) barreres d'entrada a la indústria bancària, (d) regulació del sector bancari i (e) importància dels bancs públics en el conjunt del sistema financer.

valuosa informació quan els indicadors es limiten a captar si la liberalització s'ha produït o no. Aquesta circumstància, es veu agreujada pel fet que la majoria dels estudis presenten la liberalització com a un procés irreversible quan l'experiència de molts països, sovint després d'episodis de crisis canviàries, demostra el contrari.

Segon, el fet que els diferents episodis de crisis canviàries i financeres hagi afectat principalment els països emergents més integrats als mercats financers internacionals, fa que la majoria d'estudis empírics sobre la integració financera girin entorn d'aquestes economies. Però, paradoxalment, els autors més crítics amb la liberalització del compte financer en aquests països recolzen, alhora, la desregulació a les economies més avançades.

Tercer i últim, la recerca empírica sobre els efectes de la liberalització es veu condicionada perquè els diferents estudis se centren en l'eliminació dels controls de capitals d'un mercat financer particular, ja siguin les operacions del compte financer de la balança de pagaments, ja sigui el sector bancari o ja siguin els mercats borsaris. Però les restriccions financeres tenen un abast més ampli, en el sentit que les limitacions d'un mercat particular poden afectar i, de fet, afectar el comportament d'altres mercats financers on directament no existeixen restriccions. Per tant, els estudis empírics que es concentren en un àmbit determinat poden proporcionar una visió distorsionada, per incompleta, del procés de liberalització financera. Aquesta circumstància és particularment important, perquè l'obertura plena dels mercats financers arreu del món no s'ha produït d'una sola vegada i, en la majoria de casos, l'interval entre la desregulació d'un mercat i la completa eliminació dels controls als moviments de capitals ha tardat diversos anys.

2. La necessitat d'una nova cronologia

Els treballs pioners de Kaminsky i Schmukler (1999 i 2002) introdueixen una metodologia per superar el seguit de limitacions que s'han descrit. Amb aquest ànim, l'anàlisi dels efectes de la liberalització considera les experiències tant dels països desenvolupats com dels països en desenvolupament, cobreix les regulacions de la indústria bancària, les transaccions del compte financer i dels mercats de capitals i captura diversos graus d'intensitat en els diferents episodis de liberalització financera, així com la possibilitat que aquestes mesures puguin ser revertides.

La base de dades que elaboren inclou 28 països durant el període comprès entre 1973 i 1998. La mostra es classifica en quatre grups de set països: 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).

Quadre 7.12. Criteris usats per avaluar el grau de liberalització de les operacions del compte financer, el sector financer nacional i els mercats borsaris

	Criteris	Plena Liberalització	Liberalització Parcial	Repressió Financera (No Liberalització)
Compte Financer	<i>Endeutament amb l'exterior per part d'entitats de crèdit i d'empreses</i>	Les entitats de crèdit i les empreses estan autoritzades a endeutar-se lliurement amb l'estranger. Cal informar les autoritats, però l'autorització es concedeix quasi automàticament. Existeixen requeriments de reserves però són inferiors al 10 per cent. Els dipòsits obligatoris de reserves no superen els 2 anys de durada.	Les entitats de crèdit i les empreses estan autoritzades a endeutar-se amb l'estranger però amb certes limitacions. Els requeriments de reserves oscil·len entre el 10 i el 50 per cent. Els dipòsits obligatoris de reserves tenen una durada d'entre 2 i 5 anys. Poden haver alguns límits màxims a l'endeutament i existeixen certes restriccions al crèdit en determinats sectors.	Les entitats de crèdit i les empreses no estan autoritzades majoritàriament a endeutar-se amb l'estranger. Els requeriments de reserves poden ser superiors al 50 per cent. Els dipòsits obligatoris de reserves tenen una durada superior als 5 anys. Existeixen límits màxims a l'endeutament i existeixen importants restriccions al crèdit en determinats sectors.
		i	o	o
	<i>Sistemes múltiples de tipus de canvi i altres restriccions</i>	No existeixen tipus de canvi especials per a les operacions comercials (compte corrent) o les operacions financeres (compte financer). Tampoc no existeixen limitacions a les sortides de capitals.	Existeixen tipus de canvi especials per a les operacions comercials (compte corrent) o les operacions financeres (compte financer). Existeixen algunes limitacions a les sortides de capitals.	Existeixen tipus de canvi especials per a les operacions comercials (compte corrent) o les operacions financeres (compte financer). Existeixen limitacions a les sortides de capitals.
Sector Financer Nacional	<i>Tipus d'interès de crèdits i préstecs</i>	No existeixen controls (màxims i mínims) sobre els tipus d'interès	Existeixen controls (màxims i mínims) sobre els tipus d'interès.	Existeixen controls (màxims i mínims) sobre els tipus d'interès.
		i	i	i
	<i>Altres indicadors</i>	No hi ha racionament del crèdit (subsídies a determinats sectors o intervencionisme en l'assignació dels crèdits). Els dipòsits en moneda estrangera són permesos.	Poden existir controls en l'assignació dels crèdits (subsídies a determinats sectors o intervencionisme en l'assignació dels crèdits). Els dipòsits en moneda estrangera poden no estar permesos.	Poden existir controls en l'assignació dels crèdits (subsídies a determinats sectors o intervencionisme en l'assignació dels crèdits). Els dipòsits en moneda estrangera no estan permesos.
Mercat Borsari	<i>Adquisició d'actius per part d'inversors estrangers</i>	Els inversors estrangers estan autoritzats a mantenir accions d'empreses nacionals sense cap mena de restricció.	Els inversors estrangers estan autoritzats a posseir fins a un 49 per cent del capital d'una empresa. Poden existir restriccions a la inversió en determinats sectors. Poden existir vies indirectes per invertir als mercats borsaris com fons d'inversió.	Els inversors estrangers no estan autoritzats a posseir participacions en el capital d'empreses nacionals.
		i	o	o
	<i>Repatriació del capital, dividendes i interessos</i>	Capital, dividendes i interessos poden ser repatriats lliurement en els 2 anys posteriors a la inversió inicial.	Capital, dividendes i interessos poden ser repatriats, però normalment no abans dels 2 anys ni després de 5 anys de la inversió inicial.	Capital, dividendes i interessos poden ser repatriats, però no abans dels 5 anys de la inversió inicial.

Font: Elaboració pròpia a partir de Kaminsky i Schmukler (2002)

Com es pot observar al quadre 7.12, a l'hora d'analitzar el procés de liberalització del compte financer Kaminsky i Schmukler (2002) consideren les normatives que regulen l'endeutament a l'exterior per part de les empreses financeres i no financeres nacionals, l'existència de mercats de divises múltiples i la presència de controls a les sortides de capitals. Per mesurar l'abast de la liberalització del sistema financer nacional analitzen les regulacions sobre els tipus d'interès de dipòsits i de préstecs, l'assignació del crèdit i els dipòsits en moneda estrangera. Com a informació addicional, també recopilen dades sobre el coeficient de caixa¹⁹.

Finalment, per determinar l'evolució dels processos de liberalització dels mercats de capitals estudien l'evolució de les regulacions sobre l'adquisició d'accions als mercats borsaris per part d'estrangers, la repatriació de capitals i la repatriació d'interessos i dividendes. 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 diversos informes de *The Economist Intelligence Unit*, del Banc Mundial, i dels bancs centrals de diversos països, així com *papers* de recerca sobre la cronologia de l'evolució de les restriccions als mercats financers.

Després d'aplegar totes les regulacions i estudiar la naturalesa i l'abast de les restriccions usades als diferents països que integren la mostra entre 1973 i 1998, Kaminsky i Schmukler (2002) distingeixen tres estadis de liberalització per a cadascun dels mercats financers: "*Plena Liberalització*", "*Liberalització Parcial*" i "*Repressió Financera*" que també s'expliciten al quadre 7.12. Els criteris usats per determinar si el compte financer, el sector financer nacional i el mercat borsari estan plenament liberalitzats, parcialment liberalitzats o reprimits recullen les diferències d'intensitat dels processos de liberalització financera. En suma, els mercats financers d'un país es consideren "*plenament liberalitzats*" quan, en almenys dos sectors, la liberalització és absoluta i el tercer dels sectors està parcialment liberalitzat; els mercats financers d'un país es consideren "*parcialment liberalitzats*" quan en almenys dos sectors la liberalització és parcial.

3. Liberalització financera i cicles dels mercats de capitals

Amb la intenció d'examinar la hipòtesi central de la nostra investigació introduïm –seguint la metodologia de Kaminsky i Schmukler als seus treballs de 1999 y 2002– un model economètric amb diverses variants, que permet estudiar els efectes de la liberalització al llarg del temps a partir de l'anàlisi de l'amplitud dels cicles dels mercats borsaris. Es tracta d'un estudi integral que cobreix les regulacions de la indústria bancària, les transaccions del compte financer i dels

¹⁹ Per l'establiment de les dates d'aquest procés de liberalització, els autors es basen principalment en la informació que proporcionen les normatives de tipus d'interès. Les altres tres variables com l'assignació dels crèdits, els dipòsits en moneda estrangera o l'encaix bancari tenen una dimensió més qualitativa i serveixen per complementar la informació i establir el grau de repressió del sistema financer nacional.

mercats de capitals, i que captura també els diversos graus d'intensitat als diferents episodis de liberalització financera, així com la possibilitat que aquestes mesures puguin ser revertides.

3.1. LA METODOLOGIA D'ANÀLISI

Malgrat l'aclaparadora evidència sobre els vincles entre els períodes d'expansió i restricció del crèdits bancaris, els cicles borsaris i les crisis financeres no existeixen estudis sobre el comportament dels preus de les accions durant els cicles financers²⁰.

Aquesta aparent manca d'interès en les alces i baixes dels mercats borsaris, tal vegada, s'explica per la idea que els preus de les accions segueixen una trajectòria d'ajust aleatòria *–random walk–* quan els mercats són eficients. Si això fos cert, aleshores, els cicles dels mercats de capitals no respondrien a una lògica determinada i analitzar-los no tindria cap mena de sentit. Tanmateix, Kaminsky i Schmukler (1999) posen de manifest que l'evolució de les cotitzacions als diferents mercats que consideren no segueix un procés aleatori²¹.

Si això és cert, aleshores la identificació, caracterització i anàlisi de les fases alcistes i baixistes dels mercats borsaris²² a l'estil de Kaminsky i Schmukler (2002) pot resultar útil no només per mesurar la reacció d'aquests mercats davant dels processos de desregulació i obertura a l'exterior, sinó que també ens pot ajudar a entendre com la integració financera ha afectat la volatilitat macroeconòmica, a partir de l'analogia que pot establir-se entre l'evolució dels cicles dels mercats de capitals i l'evolució dels cicles econòmics.

Per analitzar si l'eliminació de les restriccions sobre el compte financer i la liberalització dels mercats financers nacionals han magnificat els cicles alcistes i baixistes dels mercats financers es necessari elaborar una base analítica que permeti caracteritzar els cicles dels mercats financers. En aquest sentit, amb la intenció d'identificar els canvis de tendència dels preus de les accions Kaminsky i Schmukler (2002), seguint les tècniques de Mitchell (1927), Mitchell i Burns (1938) i Burns i Mitchell (1946), construeixen un algoritme que, en essència, aïlla els valors mínims i màxims d'una sèrie temporal, subjecte a la restricció que la durada de la fase expansiva i recessiva no pot ser inferior a 12 mesos²³.

Per examinar l'argument segons el qual la liberalització financera ha intensificat i ha aprofundit la volatilitat dels mercats financers, estudiem a partir de la base de dades elaborada per

²⁰ Veure Kaminsky (1998) i Kaminsky i Reinhart (1999).

²¹ De fet, Cecchetti, Lam i Mark (1990) demostren que, fins i tot en mercats eficients, els preus de les accions poden seguir un procés de reversió a la mitjana.

²² En la mesura que la informació sobre els mercats immobiliaris és bastant escassa, els autors a l'igual que nosaltres, limiten la mostra a l'anàlisi dels mercats borsaris.

²³ Aquest algoritme defineix les fluctuacions com el logaritme dels preus dels mercats borsaris a cada país. L'algoritme xifra les contraccions i les expansions usant el logaritme de les sèries dels nivells del preu de l'acció a cada país, i no tant les tendències de les sèries. Per tant, les caigudes corresponen a períodes on es registra una caiguda absoluta del preu de les accions i, no tant, a períodes d'alentiment del creixement relatiu respecte la tendència. Aquesta distinció és important si es vol interpretar el possible canvi en la naturalesa dels cicles al llarg del temps en aquells índexs borsaris que han experimentat un canvi significatiu en la seva tendència del ritme de creixement.

Kaminsky i Schmukler (2002) i que nosaltres ampliïm fins l'any 2001, les característiques dels cicles financers durant els períodes de restriccions financeres i durant els períodes de liberalització financera. En particular, analitzem per una banda, la posició crítica amb la creixent integració financera segons la qual els processos de liberalització han contribuït a fomentar períodes d'eufòria financera o períodes de crisis financeres; però per altra banda, també estudiem els arguments favorables a la integració financera, en virtut dels quals aquest procés contribueix a l'aparició d'uns mercats financers més eficients, més líquids, més transparents i menys volàtils.

Per dur a terme aquest exercici es confronten, d'una banda, els cicles dels mercats borsaris abans i després de la liberalització i, per una altra, es comparen les característiques dels cicles financers dels mercats de capitals a curt i a llarg termini després que s'hagi produït el procés de liberalització. En la mesura que l'evidència sobre els mercats madurs i emergents pot diferir, l'anàlisi s'efectua per a tots els països de manera conjunta però també de forma aïllada per a les economies madures i per a les economies emergents.

3.2. ELS EFECTES DE LA LIBERALITZACIÓ FINANCERA SOBRE LA VOLATILITAT DELS MERCATS

3.2.1. Una primera aproximació

Seguint la metodologia de Kaminsky i Schmukler (2002) classifiquem els cicles financers en tres grans categories: aquells que es donen durant els períodes de restriccions financeres, aquells que es donen a curt termini després d'un procés de liberalització i aquells que es donen a llarg termini seguint la liberalització. En aquest sentit, es defineix com a curt termini els quatre anys següents al procés de liberalització²⁴ mentre que considerem com a llarg termini el cinquè any després de la liberalització, així com tot els anys posteriors, sempre i quan, no es produeixi la reversió d'aquest procés.

A partir de la cronologia dels processos de liberalització per als 28 països que integren la mostra i usant la base de dades ampliada de Kaminsky i Schmukler (2002), que identifica les fases cícliques dels mercats borsaris, es duu a terme un exercici de classificació dels cicles financers que permet mesurar la seva amplitud. Aquesta amplitud dels períodes d'expansió o de recessió es calcula com la desviació respecte el punt mig entre un màxim i un mínim i s'expressa en percentatge.

²⁴ En la mesura que la finestra a curt termini és *ad-hoc*, Kaminsky i Schmukler (2002) també examinen la robustesa dels resultats per a diferents definicions de la dimensió de la finestra. Els resultats quan es considera el curt termini com una finestra de tres anys o com quan es considera de sis anys són similars.

Els resultats d'aquest procés s'il·lustren a la gràfica 5.12. Aquí és possible examinar i comparar els cicles financers durant els períodes de liberalització parcial dels mercats financers, és a dir, quan almenys dos del tres sectors analitzats han estat parcialment liberalitzats. La gràfica mostra l'amplitud mitjana dels booms i dels cracs per a tots els països de la mostra durant els períodes de restriccions, durant el període de temps posterior a la liberalització i a llarg termini. També proporciona les característiques dels cicles de manera desagregada per a les economies emergents i per a les economies madures.

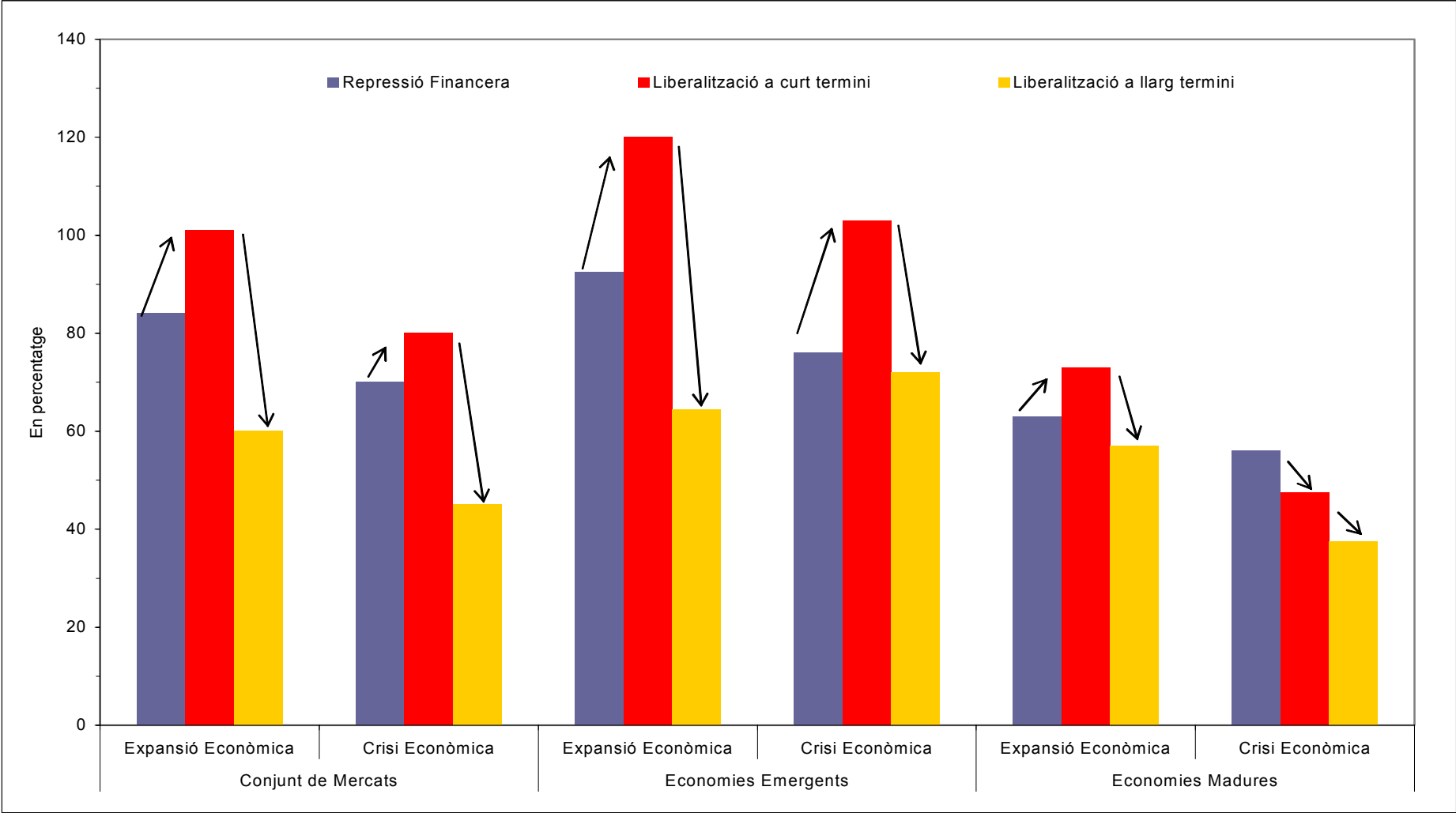
L'evidència per als 28 països de la mostra indica que l'amplitud dels booms dels mercats de capitals s'incrementa substancialment just després de la liberalització –entorn a un 20 per cent superior respecte als períodes de restriccions–. Però la gràfica també posa de manifest que aquesta volatilitat tendeix a estabilitzar-se a llarg termini si la liberalització és manté en el temps, amb una amplitud dels booms un 28 per cent menor que en els períodes de restriccions. Anàlogament, l'amplitud dels períodes de crisi just després que s'hagi endegat el procés de liberalització és quasi un 15 per cent superior a la situació on existien restriccions, però volatilitat es redueix en un 36 per cent de la seva magnitud durant els períodes de restriccions si la liberalització és manté a llarg termini²⁵.

Si aquestes tendències s'estudien a nivell desagregat, podem adonar-nos que la liberalització ha tingut, a curt termini, efectes diferents sobre les economies emergents i sobre les economies més avançades. Així per una banda, si bé és cert que el procés de liberalització ha alimentat la volatilitat a curt termini als mercats borsaris dels països més avançats durant els períodes d'expansió, aquesta tendència no ha estat tant acusada com a les economies emergents. Als països més avançats, l'amplitud dels períodes d'expansió augmenta en un 16 per cent després de la desregulació dels mercats, mentre que a les economies emergents l'amplada dels períodes d'expansió és gairebé un 30 per cent superior al seu valor en l'època de restriccions.

Tanmateix, si les reformes, parcials o totals, implementades als diferents mercats financers es mantenen en el temps la volatilitat dels mercats borsaris a llarg termini tendeix a reduir-se de manera ostensible respecte a la situació existent previ a la supressió de les restriccions: quasi un 9,5 per cent per a les economies madures i entorn al 30 per cent a les economies emergents.

²⁵ Aquestes diferències són estadísticament significatives als nivells convencionals.

Gràfica 5.12. Amplada mitjana dels períodes d'expansió i dels períodes de recessió dels cicles dels mercats borsaris (1973-2001)



Font: Elaboració pròpia a partir de Kaminsky i Schmukler (2002)

Per altra banda, s'observa que els processos de liberalització financera tendeixen a accentuar, a curt termini, l'amplitud dels períodes de crisi als mercats de capitals de les economies emergents aproximadament en un 35 per cent; en canvi als països més avançats la desregulació de l'economia financera, paradoxalment, contribueix a reduir la volatilitat dels mercats borsaris durant els períodes de recessió en un 15 per cent. També aquí, la persistència dels programes de reforma financera contribueixen a l'estabilització dels mercats de capitals a llarg termini en la mesura que l'amplitud dels períodes de crisi es redueix en un 5 per cent a les economies emergents i en un 33 per cent a les economies madures.

Per tant, l'evidència empírica que proporciona aquesta primera aproximació avalaria la hipòtesi que sostenim en aquesta tesi doctoral segons la qual els mercats financers es tornen més inestables a curt termini com a conseqüència dels processos de liberalització, però a mig i llarg termini si aquestes reformes tenen èxit i es mantenen en el temps els mercats esdevenen més estables del que ho eren abans de la seva obertura.

3.2.2. *Una aproximació més formal: un model economètric*

L'evidència de la gràfica 5.12 suggereix que el procés de liberalització financera influeix sobre l'amplitud de les fases cícliques dels diferents mercats financers. Però aquestes fluctuacions poden estar esbiaixades, perquè els canvis en les cotitzacions borsàries també anticipen els períodes d'expansió i de recessió de l'economia derivats de l'evolució de variables macroeconòmiques nacionals i internacionals²⁶. L'omissió d'aquestes variables podria distorsionar els resultats de la nostra anàlisi²⁷, per la qual cosa resulta interessant i necessari considerar el paper del creixement de l'activitat econòmica a nivell nacional i mundial i l'evolució del tipus d'interès reals.

Amb aquesta intenció es planteja la següent equació –basada en els treballs de Kaminsky i Schmukler (2002)– i s'estima a través de mínims quadrats amb errors estàndards consistents en termes d'heterocedasticitat²⁸:

$$P_i = \alpha_1 r_i^* + \alpha_2 y_i^* + \alpha_3 y_i + \beta_1 RF_i + \delta_1 CT_i + \gamma_1 LT_i + \varepsilon_i$$

²⁶ Com s'ha destacat al capítol 2 d'aquesta tesi doctoral, Calvo, Leiderman i Reinhart (1996) posen de manifest que les disminucions dels tipus d'interès dels Estats Units van afavorir àmplies entrades de capitals cap a les economies emergents que van propiciar l'expansió del crèdit intern i l'alça dels preus de les accions i dels béns immobles.

²⁷ Es corre el risc d'imputar les fases alcistes o baixistes dels mercats de capitals al processos de liberalització financera quan són canvis en les condicions dels mercats nacionals o internacionals els que realment alimenten aquells períodes d'expansió o de recessió dels mercats.

²⁸ L'heterocedasticitat és aquella situació en la que no es manté el supòsit de variància constant per a tots els valors de les variables independents.

P_i mesura l'amplitud dels períodes d'expansió (recessió) als mercats borsaris. r_i^* , y_i^* i y_i són les variables de control de la regressió. En particular, r_i^* és la variació dels tipus d'interès reals mundials durant els períodes d'expansió (recessió), y_i^* és la variació de la producció mundial durant els períodes d'expansió (recessió) i y_i recull el creixement econòmic nacional durant els períodes d'expansió (recessió). El tipus d'interès reals a nivell mundial s'aproximen a través dels tipus d'interès dels “*Federal Funds*” dels Estats Units, la producció mundial és la mitjana dels índexs de producció industrial dels països G-3, mentre que la producció nacional ve determinada pels índexs de producció industrial de cada país. Totes les dades procedeixen del *International Financial Statistics* del FMI.

RF_i , CT_i i LT_i són una sèrie de variables fictícies. Així, RF_i val 1 si el cicle d'expansió (recessió) es dona quan les restriccions als diferents mercats financers són absolutes i 0 en qualsevol altre cas²⁹. CT_i és igual a 1 si el cicle d'expansió (recessió) es produeix a “*curt termini*”, és a dir, durant els primers quatre anys posteriors a algun procés de la liberalització financera i 0 en qualsevol altre cas. Finalment, LT_i val 1 si el cicle d'expansió (recessió) es registra durant a partir del cinquè any des de què es va produir la liberalització d'algun dels mercats financers i 0 en qualsevol altre cas.

La part superior del quadre 8.12 mostra els resultats de les regressions relatives a l'amplitud dels cicles dels mercats borsaris en resposta a variacions dels tipus d'interès mundials, del creixement de la producció mundial, del creixement de la producció nacional, tot considerant els efectes de la “*repressió financera*”, els efectes de la “*liberalització a curt termini*” i els efectes de la “*liberalització a llarg termini*”, tant per a les economies madures com per a les economies emergents. La part inferior del quadre 8.12 proporciona el contrast d'hipòtesis dels coeficients de regressió.

²⁹ Com hem comentat anteriorment, s'entén que els mercats financers del país estan sotmesos a una situació de repressió financera quan no existeixen, almenys, dos sectors parcialment liberalitzats. Per tant, s'entén que els mercats financers del país estan parcialment liberalitzats quan com a mínim dos sectors presenten una liberalització parcial.

Quadre 8.12. Els efectes de la liberalització financera sobre l'amplada dels períodes d'expansió i de recessió als mercats de capitals

Variables Independents		Amplitud					
		Conjunt de Mercats		Economies Emergents		Economies Madures	
		<i>Expansió</i>	<i>Crisi</i>	<i>Expansió</i>	<i>Crisi</i>	<i>Expansió</i>	<i>Crisi</i>
Variables Control	Variació dels tipus d'interès reals mundials	-5,030 [1,265]***	3,881 [1,431]***	-4,913 [3,170]	6,821 [2,451]***	-4,09 [1,273]***	-0,490 [1,257]
	Creixement de la producció mundial	1,350 [0,615]**	0,869 [0,848]	1,846 [1,024]*	2,327 [1,564]	1,667 [0,799]**	0,070 [0,674]
	Creixement de la producció nacional	0,987 [0,198]***	-0,839 [0,407]**	0,674 [0,290]**	-1,251 [0,553]**	1,069 [0,307]***	-0,589 [0,448]
Variables "dummies"	Repressió Financera (RF)	60,881 [7,078]***	66,873 [6,645]***	70,424 [10,090]***	74,451 [10,331]***	41,373 [10,286]***	59,989 [6,330]***
	Liberalització financera a curt termini (LCT)	80,469 [7,110]***	77,893 [7,040]***	96,223 [11,761]***	95,447 [10,621]***	63,930 [9,092]***	47,817 [6,618]***
	Liberalització financera a llarg termini (LLT)	44,111 [5,010]***	44,089 [4,451]***	52,547 [8,768]***	65,574 [9,563]***	38,100 [5,951]***	34,218 [3,206]***
Nombre d'observacions		156	157	67	68	89	89
R ²		0,87	0,75	0,89	0,84	0,86	0,80

Contrast d'Hipòtesis		P- Valor					
		Conjunt de Mercats		Economies Emergents		Economies Madures	
		<i>Expansió</i>	<i>Crisi</i>	<i>Expansió</i>	<i>Crisi</i>	<i>Expansió</i>	<i>Crisi</i>
Repressió < Liberalització a curt termini		0,01	0,12	0,03	0,08	0,03	0,91
Repressió > Liberalització a llarg termini		0,01	0,00	0,06	0,25	0,36	0,00
Liberalització a curt termini > Liberalització a llarg termini		0,00	0,00	0,00	0,02	0,00	0,03

Nota: Les variacions dels tipus d'interès, de la producció mundial i de la producció nacional corresponen a taxes de creixement mesurades entre el principi i el final de cada fase expansiva o recessiva.

Els errors estàndards figuren entre parèntesis. Els símbols *, **, *** determinen uns nivells de significació del 10, 5 i 1 per cent respectivament.

Font: Elaboració pròpia a partir de les dades del IFS del FMI i de la base de dades de Kaminsky i Schmukler (2002).

Com ja suposàvem, les variacions dels tipus d'interès mundials afecten els períodes alcistes i baixistes dels mercats borsaris, de tal manera que per al conjunt de països de la mostra un increment dels tipus d'interès en 1 punt percentual redueix (augmenta) l'amplada dels cicles expansius (recessius) en 5 punts percentuals (en 3,9 punts percentuals). Anàlogament, l'evolució del creixement de l'economia mundial així com el creixement de l'economia nacional també incideixen sobre les fases cícliques dels mercats de capitals. En aquest cas, un augment de la producció mundial en 1 punt percentual incrementa l'extensió de les fases de creixement dels mercats de capitals en 1,4 per cent en períodes d'expansió i en 0,9 punts percentuals en períodes de crisi. Mentre que un increment de la producció nacional en 1 punt percentual augmenta (disminueix) la dimensió dels períodes d'expansió (recessió) en uns 0,9 punts percentuals (0,8 punts percentuals).

Amb tot, malgrat reconèixer la incidència d'aquestes variables en les fluctuacions dels preus dels actius financers, la liberalització financera continua sent un element cabdal a l'hora d'explicar les fases cícliques dels mercats de capitals. De fet, és remarcable que una vegada s'han explicat o s'han tingut en compte els efectes de les variacions dels tipus d'interès mundials i del creixement de la producció nacional i internacional, els efectes a curt termini de la liberalització dels diferents mercats financers són encara més pronunciats.

El quadre 8.12 confirma allò que s'apuntava a la gràfica 5.12 sobre els efectes de les reformes de liberalització i el doble patró de mesura dels mercats financers. En aquest sentit, els processos de liberalització dels diferents mercats financers accentuen l'amplitud dels cicles a curt termini però tendeixen a reduir la seva volatilitat a llarg termini. Amb tot, s'observa que l'obertura accentua a curt termini, les fases expansives dels mercats de capitals, tant a les economies emergents com a les economies madures, però en canvi, només amplifica l'abast de les fases de crisi a les economies emergents.

Així, la liberalització –parcial– dels mercats financers a curt termini contribueix a augmentar l'amplitud dels períodes d'expansió: als països més avançats, l'increment és de quasi un 55 per cent, mentre que a les economies emergents la volatilitat augmenta en gairebé un 37 per cent respecte al seu valor en l'època de “*repressió financera*”.

Però com s'apuntava anteriorment, als països més avançats la major amplitud de les fases d'expansió no s'ha vist acompanyada d'una tendència en la mateixa direcció durant els períodes de crisi. En aquest cas, la desregulació de l'economia financera, paradoxalment, s'ha traduït en una reducció de la volatilitat mitjana dels mercats borsaris en un 20 per cent durant les fases recessives. Des d'aquesta perspectiva, els episodis de liberalització financera no han estat perjudicials per a les seves economies; ben al contrari l'augment de l'extensió de les fases expansives seguint el procés de liberalització ha estat, tal vegada, un reflex de les bondats del

propí procés de liberalització, quan la possibilitat de finançar-se en uns mercats de major dimensió millora de l'assignació de recursos i permet reduir el cost del capital financer³⁰.

En canvi, la liberalització financera tendeix a accentuar, a curt termini, l'amplitud dels períodes de crisi als mercats de capitals de les economies emergents en un 28 per cent. Aquest extrem avalaria l'argument segons el qual la liberalització financera alimenta i accentua les fases alcistes i baixistes dels mercats de capitals i, per extensió, de l'economia real. De la mateixa manera, aquest extrem també explicaria la creixent vulnerabilitat observada a les economies emergents i l'existència de dos patrons de mesura als mercats financers internacionals (Krugman, 1999a).

Tanmateix, si les reformes, parcials o totals, implementades als diferents mercats financers es mantenen en el temps, la volatilitat dels mercats de capitals a llarg termini tendeix a reduir-se de manera ostensible respecte a la situació existent previ a la supressió de les restriccions. Així, l'amplada dels períodes d'expansió disminueix en quasi un 8 per cent per a les economies més avançades i entorn al 25 per cent a les economies emergents; mentre que l'extensió dels períodes de crisi es redueix en quasi un 12 per cent a les economies emergents i en un 43 per cent a les economies madures.

3.2.3. *Altres evidències teòriques i empíriques*

Aquests resultats són àmpliament consistents amb altres treballs de la literatura teòrica i empírica. Així, els models teòrics de Razin i Rose (1994), Heathcote i Perri (2002) i Kose, Prasad i Terrones (2003) sobre els cicles econòmics internacionals suggereixen que la diversificació financera mundial pot ser la resposta adequada a un canvi de la relació real d'intercanvi. En aquest sentit, tot i que és cert que els països oberts financerament presenten uns nivells d'endeutament exterior superiors, un extrem que pot accentuar la volatilitat dels mercats financers quan els "efectes balanç" magnifiquen l'impacte de les pertorbacions, especialment si els mercats financers nacionals no estan ben desenvolupats; en qualsevol cas, en termes mitjans, aquests efectes semblen ser menors que l'impacte directe derivat de la disminució de la volatilitat de la producció conseqüència de la major integració financera.

Per a Kraay i Ventura (2001) troben que la liberalització dels mercats financers està associada amb una menor volatilitat, tot i que aquesta vinculació, generalment, és dóna a llarg termini, quan la major integració financera s'acaba traduint en uns nivells d'inflació menors, una major estabilitat del tipus de canvi i la reducció de l'impacte de totes les pertorbacions reals. En aquest sentit, un estudi sobre integració comercial i financera publicat al *World Economic Outlook* del FMI (2002), els països financerament més oberts a l'exterior gaudeixen d'uns tipus de canvi reals més estables i d'unes taxes d'inflació moderades que poden ser un reflex de l'efecte

³⁰ Les excepcions a aquesta norma general són els casos de les economies de Dinamarca, Finlàndia, Noruega i Suècia que van

disciplinari que imposen els mercats financers internacionals o de l'adopció de millors pràctiques en la gestió de la política macroeconòmica. Alhora, la integració financera també sembla estar associada amb una volatilitat de la producció menor, perquè el desenvolupament dels diferents mercats financers que es deriva de la liberalització, en determinades condicions, ajuda a esmorteir els efectes de les pertorbacions sobre la producció. De fet, en models econòmics més sofisticats que consideren l'endogeneïtat de l'obertura financera i heterocedasticitat de les pertorbacions entre països també es compleix la proposició que la liberalització dels mercats financers minora, a mig i llarg termini, la volatilitat dels moviments de capitals i el seu impacte sobre la producció real (Sgherri, 2002).

Quant als treballs empírics, Beekaert, Harvey i Lundball (2002) troben que la liberalització dels mercats borsaris està associada amb una menor volatilitat de la producció i del consum. Kim, Rose i Plummer (2003) mostren que l'amplitud de les fluctuacions econòmiques als països de l'Est d'Àsia han disminuït, al llarg del temps, després d'haver-se obert a l'exterior. Finalment, O'Donnell (2001) analitza els efectes de la integració financera sobre la volatilitat del creixement de la producció de 93 països per al període 1971-94 i troba que quant major (menor) és el grau d'integració financera menor (major) és la volatilitat de la producció als països OCDE (països no-OCDE). L'estudi conclou que quant més desenvolupats estan els sectors financers, més fàcil és reduir la volatilitat de la producció a través de la integració financera.

experimentar crisis bancàries a començaments de la dècada dels '90 després de liberalitzar els seus sistemes financers nacionals.

C. Liberalització financera i reformes institucionals

A la secció anterior hem trobat, en contraposició amb els arguments que suggereixen que els processos de liberalització financera accentuen la volatilitat dels mercats, que els cicles dels mercats financers es fan menys pronunciats després de la supressió de les restriccions financeres, tot i que no de manera immediata. De fet, com s'ha posat de manifest, en un primer moment la desregulació dels mercats financers i l'obertura als moviments de capitals procedents de l'exterior es tradueixen en una major volatilitat dels mercats financers i aquesta circumstància repercuteix negativament sobre l'evolució del creixement econòmic del país. Però com revela l'anterior estimació economètrica, aquest és només un problema transitori perquè a mesura que passa el temps i, si les reformes es mantenen, la major integració econòmica propicia l'aparició d'uns mercats financers més amplis i profunds. El desenvolupament d'uns mercats més eficients, més líquids i més transparents afavoreix la diversificació del risc i la reducció de la volatilitat. D'aquesta manera, els problemes que genera la liberalització financera a curt termini es transformen en beneficis a llarg termini.

Amb tot, aquesta afirmació genèrica suscita una sèrie d'interrogants: quina ha de ser la seqüència de liberalització dels diferents mercats financers? Podem explicar les diferències en els efectes dels processos de liberalització financera a les economies madures i emergents? quin és el component essencial que converteix en més estables els mercats financers a llarg termini? És només el propi procés de liberalització financera, o tal vegada, aquesta liberalització precipita altres canvis que, alhora, afavoreixen una major estabilitat dels mercats financers a llarg termini?

1. La dinàmica dels processos de liberalització dels diferents mercats financers

1.1. LES ESTRATÈGIES DE LIBERALITZACIÓ DELS MERCATS FINANCERS

Com hem comentat prèviament, els partidaris de la liberalització dels moviments de capitals consideren que els fluxs financers aporten estabilitat econòmica perquè permeten diversificar la cartera d'inversions dels diferents agents i augmentar l'eficiència econòmica. Però l'evidència empírica ha posat de manifest que els fluxs de capitals són pro-cíclics, és a dir, els capitals surten del país en una recessió –justament quan el país més ho necessita– i entren durant un procés durant una expansió, exacerbant les pressions inflacionistes (Banc Mundial, 2001b). És per això que, en moltes ocasions, la liberalització dels mercats de capitals ha sotmès als països

en desenvolupament emergents als capricis racionals i irracionals de la comunitat inversora, a la seva exuberància i al seu pessimisme irracional (Krugman, 1999a)³¹.

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

Són dos els enfocaments principals a l'hora d'abordar aquest procés de progressiva integració financera: la visió "*convencional*" i la visió de "*l'economia política*".

1.1.1. L'estratègia de liberalització financera convencional

La visió *convencional* posa l'èmfasi en els requisits o pre-condicions necessaris per a la liberalització financera. En particular, aquest enfocament suggereix que la liberalització s'ha de donar just després que s'hagi assolit una certa estabilitat macroeconòmica perquè és important comptar amb un entorn institucional estable i sòlid que pugui avalar l'obertura del compte financer i evitar les crisis canviàries i financeres.

Des d'aquesta perspectiva, la liberalització financera ha de ser un procés gradual i ha de donar-se sempre al final del procés de reforma econòmica³². Per això, per a Hellman, Murdock i Stiglitz (2000) la prescripció sobre la seqüència que ha de seguir el procés de liberalització financera és molt clara: primer, sanejar les institucions financeres nacionals i canviar les seves institucions de govern per, a partir d'aquí, desregular el sector financer, promoure la liberalització comercial i obrir el compte de capital. Aquestes reformes inclouen els canvis en la regulació del sistema bancari, la millora en la supervisió bancària, la privatització de bancs comercials, la permissió de la inversió directa en bancs nacionals, la promoció de la lliure convertibilitat de la moneda nacional, l'autorització de la inversió estrangera a l'interior del país i dels nacionals a l'estranger, l'augment de la transparència i l'accés a la informació i la protecció dels interessos dels inversors i dels accionistes minoritaris.

Aquests canvis poden contribuir a millorar l'assignació del crèdit i atenuar els cicles financers excessius, en augmentar la profunditat i amplitud dels mercats financers de les economies nacionals, circumstància que augmenta la seva liquiditat alhora que disminueix la seva volatilitat al llarg del temps.

³¹ De fet, la liberalització financera dels sistemes financers nacionals i dels mercats de capitals, excessivament ràpida, de finals de la dècada dels '80 i principis dels '90 fou el factor més important que explica la freqüència i intensitat de les crisis financeres durant tota la dècada dels '90, tot i que també van jugar un paper destacat les polítiques errades dels propis països i d'alguns organismes internacionals. Veure part IV d'aquesta tesi doctoral.

³² La liberalització als països industrialitzats seria un bon exemple d'això, s'ha dut a terme de manera seqüencial i sempre després d'un procés de reforma econòmica més ampli.

1.1.2. L'estratègia de liberalització basada en l'economia política

L'estratègia de liberalització basada en l'enfocament "*d'economia política*" posa l'accent en les restriccions que imposen els factors polítics sobre els processos de reforma i la limitada capacitat dels països per dur-les a terme, en absència de pressions externes. Així per exemple, Rajan i Zingales (2001) argumenten que les empreses consolidades en un mercat determinat poden mostrar-se reticents a les reformes que afavoreixen el desenvolupament dels mercats financers nacionals perquè, malgrat els beneficis que comporten uns mercats més eficients, unes condicions de finançament més favorables augmenten la possibilitat d'entrada de noves empreses i, per tant, suposen major competència. De la mateixa manera, a més, en períodes d'estabilitat, les empreses industrials ja instal·lades als mercats no precisen, estrictament, d'un sistema financer desenvolupat per atendre les seves necessitats, doncs poden finançar els nous projectes d'inversió sense haver d'acudir als mercats de capitals estrangers. I fins i tot en aquest cas, un sistema financer primitiu pot proporcionar-los recursos contra la presentació d'un col·lateral. En aquest escenari, aquestes empreses poden veure's afectades negativament pel desenvolupament financer quan aquest desenvolupament financer implica una millora de la transparència tal que redueix la importància dels actius col·laterals i de la reputació de les empreses ja instal·lades.

Si això és cert, la liberalització financera necessàriament ha de ser prèvia al procés de reforma econòmica perquè, sovint, les reformes són adoptades amb molta més facilitat si obeeixen a exigències tècniques o a "*imperatius exteriors*"³³.

Des d'aquesta perspectiva, les mesures d'adaptació i de reforma que exigeix qualsevol procés de liberalització seran més fàcils d'implementar si l'obertura de l'economia als mercats financers es duu a terme de manera ràpida i sobtada, com si fos un "*big bang*". D'aquesta manera, la creixent integració als mercats i a les institucions financeres internacionals actua com un element catalitzador que precipita les reformes econòmiques necessàries per dotar d'una major eficiència el sistema financer nacional, tot imposant una estricta disciplina de mercat, augmentant la transparència i la difusió de la informació i compromentent als Governos en l'activitat de supervisió i regulació del sistema financer nacional³⁴ (Stulz, 1999).

En aquest escenari, la resistència a la liberalització anirà desapareixent a mesura que el desenvolupament del comerç exterior i la dinàmica de creixement econòmic imposen unes necessitats de finançament superiors. Així, la liberalització financera estableix les bases per a la reforma d'un sector financer nacional, ineficient i protegit, quan els inversors nacionals i estrangers exigeixen una millor regulació dels diferents mercats financers.

³³ En el cas de la Unió Europea (UE), els criteris de convergència que imposava el Tractat de la Unió (TUE) per accedir a la tercera fase de la Unió Econòmica i Monetària (UEM) podien haver jugat aquest paper.

³⁴ Per a Stulz (1999) quan les empreses nacionals estan participades per capital estranger es produeix una transferència de tecnologia, habilitats i informació que permeten desenvolupar una millor gestió financera. Així, per exemple, les empreses que

1.1.3. La relació entre la seqüència de liberalització convencional i el procés de reforma institucional

Amb l'objectiu d'explorar la relació entre la seqüència del procés de liberalització financera i la dinàmica de les reformes institucionals, Kaminsky i Schmukler (2002) apleguen dades sobre la qualitat de les institucions de govern i les normes que regularan el funcionament futur del sistema financer. En particular, les dades sobre la qualitat de les institucions de govern provenen de l'*índex de llei i ordre (ILO)*: un índex elaborat per la *International Country Risk (ICR)*, una agència de quantificació del risc-país. En aquest índex, l'epígraf "*llei*" recull la fortalesa i la imparcialitat del sistema legal mentre que l'epígraf "*ordre*" considera el grau d'observació de la llei per part de les persones. Cadascun d'aquests índexs pot prendre valors entre 1 i 3, de tal manera que un valor baix denota una menor costum per la llei i l'ordre. Addicionalment, els autors usen informació sobre l'existència i reforçament de lleis sobre informació privilegiada –*insider trading law*– elaborada per Bhattacharya, Daouk et al. (2000). Els autors caracteritzen com a millora en la qualitat de les institucions de govern quan l'*ILO* s'incrementa en una unitat i aquest canvi es manté almenys durant dos anys.

El quadre 9.12 examina la seqüència de la liberalització i de reforma per als 28 països de la mostra i proporciona les probabilitats que la liberalització parcial o plena d'un sector financer es doni, condicionada a què una sèrie de reformes institucionals hagin estat implementades prèviament. Així, si tots els Governos seguissin les recomanacions de l'enfocament "*convencional*" segons el qual les reformes han de precedir la liberalització financera perquè aquest procés tingui èxit, la probabilitat de liberalització condicionada hauria de ser pròxima al 100 per cent. Però com s'observa, les probabilitats oscil·len entre l'11 i el 62 per cent i són significativament diferents a 100 per a tots els nivells de confiança convencionals.

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

L'evidència per a les economies més avançades avala aquesta hipòtesi. Així en el 44 per cent dels casos la qualitat de les institucions millora previ a la liberalització parcial dels mercats financers mentre que les reformes de les normes relatives a la informació privilegiada prèvies a la liberalització financera parcial es dona només en el 17 per cent dels casos. També s'observa

cotitzen als mercats borsaris estrangers han d'adaptar-se una normativa més restrictiva que la nacional i a uns estàndards de transparència superiors.

com a mesura que el procés de supressió de les restriccions financeres avança, l'economia s'insereix en una dinàmica d'enfortiment de la seva normativa i de les seves institucions.

Quadre 9.12. Relació entre la seqüència de liberalització financera i el procés de reforma institucional

Economies Madures			
<i>En percentatge</i>	Probabilitat de Liberalització Condicionada a		
Tipus de Liberalització Financera	Existència Lleis Insider Trading	Millora Lleis Insider Trading	Llei i Ordre
<i>Liberalització Parcial</i>	36 **	17	44 ***
<i>Plena Liberalització</i>	64 ***	25 *	50 ***
Contrast d'Hipòtesis (P-Valor)			
<i>Liberalització Parcial = Plena Liberalització</i>	0,04	0,34	0,33

Economies Emergents			
<i>En percentatge</i>	Probabilitat de Liberalització Condicionada a		
Tipus de Liberalització Financera	Existència Lleis Insider Trading	Millora Lleis Insider Trading	Llei i Ordre
<i>Liberalització Parcial</i>	62 ***	11	18
<i>Plena Liberalització</i>	77 ***	44 **	64 ***
Contrast d'Hipòtesis (P-Valor)			
<i>Liberalització Parcial = Plena Liberalització</i>	0,17	0,08	0,02

*Nota: Els errors estàndards figuren entre parèntesis. Els símbols *, **, *** determinen uns nivells de significació del 10, 5 i 1 per cent respectivament.*

Font: Kaminsky i Schmukler (2002)

En el cas de les economies emergents l'evidència és encara més contundent –però, en algunes ocasions, estadísticament menys significativa–. Aquí, només en el 18 per cent dels casos la llei i l'ordre milloren previ a la liberalització parcial dels mercats financers. De la mateixa manera, les normes que persegueixen la informació privilegiada –i que existien en el 62 per cent dels casos– comencen a ser millorades previ a la liberalització parcial només en l'11 per cent dels casos. De fet, quan els mercats financers estan plenament liberalitzats, la qualitat de les institucions mesurada a través de l'Índex de llei i ordre millora en el 64 per cent dels casos. Anàlogament, les reformes de les normatives preventives contra l'ús de la informació privilegiada milloren en un 44 per cent dels casos, previ a la plena liberalització dels diferents mercats financers.

1.2. LA SEQÜÈNCIA DE LIBERALITZACIÓ FINANCERA

El quadre 10.12 mostra l'estratègia del procés de liberalització financera que han seguit a les regions de l'Est d'Àsia, Europa, els països del G-7 i Amèrica Llatina, a partir de l'anàlisi de la seqüència i la durada de les reformes. En particular, la part superior del quadre recull el percentatge d'ocasions en què ja sigui el compte financer, ja sigui el sector financer nacional o ja siguin els mercats borsaris han estat desregulats parcialment en primer lloc. A la part inferior del quadre es presenta la mateixa informació, però considerant aquells sectors que han estat liberalitzats plenament.

Quadre 10.12. La seqüència de liberalització dels mercats financers

Regions	Proporció d'Episodis en els que un Sector Particular s'ha liberalitzat parcialment		
	(en percentatge)		
	Compte Financer	Sector Financer Nacional	Mercat Borsari
G-7	0	0	100
Europa	0	25	75
Àsia	33	33	33
Amèrica Llatina	25	58	17

Regions	Proporció d'Episodis en els que un Sector Particular s'ha liberalitzat plenament primer		
	(en percentatge)		
	Compte Financer	Sector Financer Nacional	Mercat Borsari
G-7	20	0	80
Europa	13	25	63
Àsia	0	55	43
Amèrica Llatina	15	77	8

Font: Kaminsky i Schmukler (2002)

Les dades revelen que les quatre regions analitzades han seguit estratègies d'integració financera diferents. Així, els països del G-7 van procedir a desregular en primera instància els mercats de borsaris, per després prosseguir amb l'obertura del compte financer. La liberalització de l'activitat de sector financer nacional es va introduir en un darrer estadi³⁵. A Europa, un 75 per cent dels països van decidir liberalitzar primer els mercats borsaris mentre que un 25 per cent dels països van optar per eliminar parcialment les restriccions del sector financer nacional. En aquest cas, l'obertura del compte financer va ser el darrer estadi que es va abordar en l'estratègia d'integració als mercats internacionals.

³⁵ Aquesta evidència coincidiria amb les recomanacions d'Eichengreen i Haussman (1999), els quals, basant-se en l'experiència australiana, entenen la necessitat d'establir certs controls monetaris que permeten el desenvolupament d'uns mercats de capitals suficientment amplis i profunds com per a suportar la seva posterior obertura a l'exterior. Aquesta circumstància suggereix l'argument de la "indústria financera naixent" segons el qual no es recomana una liberalització prematura del sector financer nacional.

Els països de la regió asiàtica van optar per una estratègia mixta: aquí uns països van optar per potenciar la desregulació del sistema bancari nacional i uns altres van endegar el procés a partir de la liberalització dels mercats borsaris. La liberalització plena dels moviments de capitals va ser introduïda en última instància. Finalment, a Amèrica Llatina un 58 per cent dels països va iniciar el procés de liberalització amb la liberalització parcial del sector financer nacional. L'eliminació de les traves als moviments de capitals i sobretot, l'obertura dels mercats borsaris va quedar en segon terme.

1.3. LA DURADA DELS PROCESSOS DE LIBERALITZACIÓ FINANCERA

El quadre 11.12 completa l'anàlisi anterior mostrant la durada dels processos de liberalització financera per àrees geogràfiques i en funció del mercat on es produeix l'obertura en primer lloc. En particular, la durada de la liberalització es computa a partir del nombre de mesos transcorreguts entre el moment en què es produeix l'obertura del primer dels mercats fins que es completa el procés de liberalització al conjunt de mercats financers.

Quadre 11.12. Durada dels diferents processos de liberalització financera

	Nombre de Mesos entre l'obertura del Primer i del Tercer Sector
Regions	
Àsia	108
Europa	55
G-7	61
Amèrica Llatina	38
Totes les Regions (mitjana)	66
Primer Sector on es produeix l'obertura	
Compte Financer	107
Sector Financer Nacional	58
Mercat Borsari	47
Tots els Sectors (mitjana)	71

Font: Kaminsky i Schmukler (2002)

A la vista de la informació que proporciona el quadre adjunt resulta evident que les diferències entre regions són notables. En aquest sentit, la duració dels processos de liberalització financera a les economies europees (55 mesos) i els països del G-7 (61 mesos) giren entorn al valor mitjà. En canvi, entre les economies emergents les diferències són especialment remarcables: a Àsia, el període de temps necessari per completar les reformes és de 108 mesos mentre que a Amèrica Llatina només calen 38 mesos.

Si s'analitza el període de maduració de les reformes atenent a la naturalesa dels mercats financers trobem que el procés de liberalització financera triga temps en ser completat: en termes mitjans, passen 71 mesos entre la desregulació parcial d'un sector i el moment en què

s'ha completat aquest procés per a tots els mercats. Malgrat aquesta caracterització general, les diferències entre sectors també són importants. Així, quan els episodis de liberalització s'inicien als mercats de capitals el procés es completa, aproximadament, en 47 mesos de mitjana, més ràpidament que en qualsevol altre cas. En canvi, si es consideren els episodis on s'han endegat les reformes amb la supressió dels controls a la circulació de capitals ens situem a l'extrem oposat, doncs passen en promig, un total de 107 mesos abans no es culmina el procés.

2. Els efectes de la seqüència de liberalització financera sobre la volatilitat dels mercats

Una de les conclusions que es desprenen de l'apartat anterior és que quan s'analitzen els efectes de la liberalització financera és important tenir en compte la seqüència del procés de desregulació.

Per això, en aquest punt construïm una nova equació de regressió per estudiar, en primer lloc, si la liberalització successiva dels diferents mercats financers contribueix a incrementar la seva inestabilitat, és a dir, si cada vegada que es desregula un sector determinat augmenta la volatilitat dels mercats financers. Alhora, aquesta mateixa formulació també ens permetrà veure si la seqüència particular del procés de liberalització afecta l'amplada dels cicles expansius i recessius dels mercats borsaris, és a dir, si les pertorbacions financeres són justament una conseqüència de l'obertura del compte financer, o s'esdevenen quan és el sector bancari s'obre en primer lloc o són el resultat de liberalitzar els mercats de capitals.

Novament, en la mesura que l'experiència dels països més industrialitzats i dels països emergents pot diferir, els dos nivells d'anàlisi s'efectuen per a tots els països de manera conjunta però també de forma aïllada per a les economies madures i les economies emergents.

2.1. UNA APROXIMACIÓ FORMAL: L'EXTENSIÓ DEL MODEL D'ECONOMÈTRIC INICIAL

Amb aquesta doble intenció es planteja aquesta nova equació i s'estima a través de mínims quadrats amb errors estàndards consistents en termes d'heterocedasticitat:

$$P_i = \alpha_1 r_i^* + \alpha_2 y_i^* + \alpha_3 y_i + \beta_1 RF_i + \partial_1 CT_i^{S1,S2} + \partial_2 CT_i^{S2} + \partial_3 CF_i + \partial_4 MB_i + \gamma_1 LT_i^{S2} + \varepsilon_i$$

A l'igual que a la secció anterior P_i mesura l'amplada dels períodes d'expansió (recessió) als mercats borsaris. r_i^* , y_i^* i y_i són les variables de control de la regressió a través de les quals mesurem, respectivament, la variació dels tipus d'interès reals mundials i la variació de la producció mundial i nacional durant les fases d'expansió (recessió) dels mercats borsaris. Les

fonts estadístiques són les mateixes que a l'apartat anterior. RF_i , $CT_i^{S1,S2}$, CT_i^{S2} , CF_i , MB_i i LT_i^{S2} constitueixen el seguit de variables fictícies de l'equació de regressió.

En aquest cas, i a diferència de la secció anterior, caracteritzem com a períodes de “*repressió financera*” els episodis en què tots els sectors financers estan tancats. Així, RF_i val 1 si el cicle d'expansió (recessió) es dona quan les restriccions als diferents mercats financers són absolutes i 0 en qualsevol altre cas.

Per altra banda, considerem els períodes de liberalització a curt termini els quatre anys posteriors a la desregulació del primer sector i els quatre primers anys després de l'obertura del segon dels sectors³⁶. A través de les variables $CT_i^{S1,S2}$ i CT_i^{S2} intentem capturar si cada vegada que es liberalitza un sector determinat augmenta la volatilitat, a curt termini, dels mercats financers. En aquest sentit, $CT_i^{S1,S2}$ és igual a 1 si el cicle d'expansió o de recessió es produeix just després de la liberalització financera –finestra de 4 anys després de la desregulació del primer sector i finestra de 4 anys després de la desregulació del segon sector– i 0 en qualsevol altre cas. CT_i^{S2} és igual a 1 si la fase d'expansió o recessió es dona dins dels quatre anys posteriors al procés de liberalització financera del segon dels sectors financers i 0 en qualsevol altre cas. Per tant, els efectes de la liberalització d'un primer sector sobre la volatilitat dels mercats de capitals venen determinats pel coeficient de regressió δ_1 ; l'amplada mitjana de les fases d'expansió i de recessió derivades de la liberalització del segon dels mercats resulta de la suma ($\delta_1 + \delta_2$).

CF_i i MB_i ens serveixen per estudiar si la seqüència del procés de liberalització afecta l'amplada dels cicles expansius i recessius dels mercats borsaris. Així, CF_i captura els efectes derivats de l'obertura en primer lloc del compte financer i per tant val 1 si el cicle expansiu o recessiu s'esdevé durant els quatre anys posteriors a la seva liberalització i 0 en qualsevol altre cas. MB_i recull els efectes derivats de l'obertura en primer lloc dels mercats borsaris i per tant val 1 si el cicle expansiu o recessiu s'esdevé durant els quatre anys posteriors a la seva desregulació. Per exclusió, l'amplitud mitjana dels períodes expansius (recessió) quan el procés de reforma s'inicia amb l'obertura del sector bancari es captura a través de δ_1 . Si la reforma s'endega a través de l'obertura del compte financer, l'amplitud dels booms o dels cracs durant els quatre anys posteriors a l'obertura dels mercats és recull a través de la suma ($\delta_1 + \delta_3$) mentre que si la liberalització dels mercats financers s'inicia a partir del mercat borsari la volatilitat dels mercats ve determinada per la suma ($\delta_1 + \delta_4$).

³⁶ Per simplicitat, l'anàlisi es limita a la desregulació dels primers dos sectors.

Quadre 12.12. La importància de la seqüència de liberalització

Quadre 12.12.a

Variables Independents ^{c, d}		Amplitud					
		Conjunt de Mercats		Economies Emergents		Economies Madures	
		<i>Expansió</i>	<i>Crisi</i>	<i>Expansió</i>	<i>Crisi</i>	<i>Expansió</i>	<i>Crisi</i>
Variables Control	Variació dels tipus d'interès reals mundials (α_1)	-4,703 [1,267]***	4,373 [1,521]***	-4,765 [3,089]	8,083 [2,230]***	-3,847 [1,357]***	-0,098 [1,400]
	Creixement de la producció mundial (α_2)	1,361 [0,621]**	0,910 [0,911]	1,857 [1,077]*	2,949 [1,687]*	1,748 [0,842]**	0,200 [0,741]
	Creixement de la producció nacional (α_3)	1,102 [0,199]***	-0,851 [0,428]*	0,890 [0,283]***	-1,639 [0,510]**	1,077 [0,320]***	-0,6430 [0,491]
Variables "dummies"	Repressió Financera (β_1)	51,742 [8,161]***	69,083 [8,289]***	56,706 [11,745]***	82,270 [11,310]***	39,107 [11,980]***	58,723 [8,072]***
	Liberalització financera a curt termini (δ_1) Sector 1 i 2	81,623 [10,117]***	56,463 [11,247]***	97,193 [16,080]***	45,447 [15,955]***	56,550 [13,540]***	58,780 [9,892]***
	Primer Sector Liberalitzat: Compte Financer (δ_3)	-9,453 [13,009]	-3,219 [16,050]	-26,612 [23,257]	64,328 [25,549]**	7,857 [15,298]	-21,950 [13,539]
	Primer Sector Liberalitzat: Mercat Borsari (δ_4)	-26,004 [20,553]	-6,12 [24,403]	-7,521 [38,320]	40,561 [45,600]	-17,653 [23,957]	-26,940 [18,863]
	Liberalització financera a curt termini (δ_2) Sector 2	-3,940 [12,028]	24,455 [13,961]*	-6,480 [19,061]	43,831 [19,291]**	1,195 [15,865]	0,52 [12,528]
	Liberalització financera a llarg termini (γ_1)	40,752 [5,221]***	44,902 [4,840]***	47,190 [8,681]***	64,876 [8,788]***	35,001 [6,558]***	33,420 [3,524]***

Nombre d'observacions	147	148	65	66	82	82
R ²	0,87	0,74	0,89	0,87	0,84	0,81

Quadre 12.12.b

Contrast d'Hipòtesis	P- Valor					
	Conjunt de Mercats		Economies Emergents		Economies Madures	
	<i>Expansió</i>	<i>Crisi</i>	<i>Expansió</i>	<i>Crisi</i>	<i>Expansió</i>	<i>Crisi</i>
Regressió < Liberalització a curt termini ^{a, b}						
Primer Sector	0,01	0,83	0,01	0,98	0,12	0,66
Segon Sector	0,01	0,17	0,02	0,10	0,09	0,88
Sector Financer Nacional	0,01	0,82	0,01	0,97	0,14	0,50
Compte Financer	0,11	0,78	0,32	0,20	0,11	0,91
Mercat Borsari	0,44	0,75	0,22	0,47	0,50	0,89
Repressió > Liberalització a llarg termini ^{a, b}	0,08	0,00	0,23	0,10	0,35	0,00
Liberalització a curt termini > Liberalització a llarg termini ^{a, b}						
Primer Sector	0,00	0,17	0,00	0,86	0,05	0,02
Segon Sector	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,04
Sector Financer Nacional	0,00	0,17	0,00	0,87	0,06	0,01
Compte Financer	0,03	0,33	0,22	0,08	0,06	0,41
Mercat Borsari	0,26	0,42	0,15	0,33	0,44	0,53

Nota: ^{a)} La "liberalització a curt termini del primer (segon) sector" es correspon al contrast de la hipòtesi nul·la que estableix que l'obertura del primer (segon) sector no accentua els períodes d'expansió o de crisi en relació als períodes de repressió financera o en relació a la liberalització a llarg termini. Quan els mercats borsaris van ser liberalitzats abans de 1973, només se sotmeten al contrast d'hipòtesis el compte financer i el sector financer nacional.

^{b)} La liberalització a curt termini dels sectors financers nacionals (compte financer / mercat borsari) es correspon amb el contrast de la hipòtesi nul·la de què l'obertura del primer mercat financer (compte financer / mercat borsari) no accentua els períodes d'expansió o de recessió en relació als períodes de repressió financera o en relació a la liberalització a llarg termini. Quan els mercats borsaris van ser liberalitzats abans de 1973, només se sotmeten al contrast d'hipòtesis el compte financer i el sector financer nacional

^{c)} Les variacions dels tipus d'interès, de la producció mundial i de la producció nacional corresponen a taxes de creixement mesurades entre el principi i el final de cada fase expansiva o recessiva.

^{d)} Els errors estàndards figuren entre parèntesis. Els símbols *, **, *** determinen uns nivells de significació del 10, 5 i 1 per cent respectivament.

Font: Elaboració pròpia a partir de les dades del IFS del FMI i de la base de dades de Kaminsky i Schmukler (2002).

Finalment, entenem com a períodes de liberalització a llarg termini el 5è any després de l'obertura del segon sector financer i els anys posteriors sempre i quan no es produeixi la reversió del procés. Per això, LT_i^{S2} val 1 quan el cicle el cicle d'expansió (recessió) es registra a partir del 5è any des que es va produir la liberalització del segon dels mercats financers i 0 en qualsevol altre cas.

El quadre 12.12a mostra els resultats de les regressions relatives a la dimensió dels cicles dels mercats borsaris en resposta a variacions dels tipus d'interès mundials, del creixement de la producció mundial, del creixement de la producció nacional, tot considerant si la successiva liberalització dels diferents mercats financers accentua la inestabilitat dels mercats de capitals, i si els efectes de la liberalització depenen de quin sector financer es liberalitza primer. El quadre 12.12b proporciona el contrast d'hipòtesis dels coeficients de regressió.

2.2. ELS EFECTES DE LA LIBERALITZACIÓ SUCCESSIVA SOBRE LA VOLATILITAT DELS MERCATS FINANCERS

Les dades dels quadres adjunts evidencien que, malgrat la introducció de noves variables fictícies, els costos a curt termini i els beneficis a llarg termini generats per la liberalització financera no canvien ostensiblement i, per tant, tampoc no ho fan les conclusions a les que arribàvem a la secció anterior.

Amb tot, la consideració de la seqüència de desregulació dels mercats posa de manifest algunes diferències importants. Així, amb caràcter general l'obertura successiva dels diferents mercats financers accentua l'amplitud dels períodes expansius tant als països més avançats com als països emergents. En particular, a les economies més industrialitzades l'obertura del primer i del segon mercat financer amplifica les fases expansives de forma similar, entorn als 45 per cent respecte als períodes de "*repressió financera*". A les economies emergents l'accentuació dels períodes d'expansió dels mercats financers és molt més acusada després de la liberalització d'un primer sector, doncs la volatilitat augmenta fins a un 71 per cent respecte els períodes de "*restriccions financeres*" mentre que s'incrementa "*només*" en un 60 per cent després de la desregulació del segon dels sectors.

En canvi, en general, les crisis són menys profundes després de l'obertura del segon sector financer si ho comparem amb la dimensió de les fases recessives observada durant les èpoques de "*repressió financera*". Als països més avançats la liberalització del primer i del segon mercat augmenta de manera inapreciable l'amplitud dels períodes de crisi. En canvi, a les economies emergents la volatilitat dels mercats financers, paradoxalment, es redueix aproximadament en un 45 per després de la primera obertura respecte l'època de "*restriccions*"

financeres”. Per contra, l’obertura del segon dels mercats financers augmenta l’amplada mitjana dels períodes de crisi un 8,5 per cent respecte els períodes de restriccions. Aquestes consideracions avalen l’evidència recollida per la literatura econòmica en virtut de la qual, la desregulació, per exemple, del sector financer nacional afavoreix una tendència d’expansió continuada del crèdit bancari que es perllonga diversos anys després que s’hagi produït la liberalització; i aquest creixement del crèdit bancari, tendeix a alimentar les fases alcistes dels mercats financers (Akerloff i Romer, 1993 i Hellman, Murdock i Stiglitz, 2000). A mesura que aquesta dinàmica es consolida, a l’economia nacional es va configurant una situació de creixent fragilitat financera associada a la gran expansió de la despesa, l’apreciació real de la moneda nacional, l’aparició de notables dèficits per compte corrent i, tal vegada, l’aparició d’un deute exterior creixent. És en aquest escenari, qualsevol esdeveniment pot propiciar el col·lapse dels mercats financers i la depreciació de la moneda nacional (Rojas Suarez i Weisbrod, 1994).

2.3. *ELS EFECTES DE LA LIBERALITZACIÓ D’UN SECTOR DETERMINAT SOBRE LA VOLATILITAT DELS MERCATS FINANCERS*

Quant a si els efectes de la liberalització depenen de quin sector financer és el que es liberalitza primer, les dades del quadre 12.12a revelen que –per bé que els valors dels coeficients de regressió no són estadísticament significatius– la liberalització del sistema bancari és un dels sectors que més alimenta les fases expansives dels mercats financers, doncs, la dimensió dels períodes d’expansió augmenta en més d’un 58 per cent respecte els períodes de restriccions. A l’altre extrem trobem que, en general, la desregulació dels mercats borsaris és la que menys alimenta l’amplitud dels períodes d’expansió, només un 7,5 per cent respecte l’època de “*repressió financera*”. La supressió dels controls als moviments de capitals queda en una posició intermèdia³⁷.

A nivell particular, podem comprovar com, als països més avançats, la liberalització dels moviments de capitals incrementa l’amplada dels cicles financers expansius aproximadament en un 65 per cent respecte als períodes de restriccions financeres; la desregulació del sector financer nacional, amb un 45 per cent, és el segon dels factors que més alimenta la volatilitat dels mercats financers respecte els períodes de restriccions. Curiosament, l’obertura dels mercats borsaris en aquestes economies contribueix a reduir la volatilitat en un 0,5 per cent, fins i tot, en fases expansives.

A les economies emergents la liberalització del sector financer nacional és el principal factor que fomenta l’exuberància dels períodes d’expansió fins a un 71 per cent, seguit per la

³⁷ Bekaert et alter (2002) arriben a unes conclusions similars. En el seu treball troben que conseqüència de la liberalització dels mercats de capitals, es produeix una disminució significativa tant en la volatilitat de la producció com del consum. L’obertura de les operacions del compte financer redueixen la volatilitat de la producció i del consum, però el seu impacte és menor que el de la liberalització dels mercats borsaris. Tanmateix, aquests autors també troben que la liberalització dels moviments de capitals incrementa la volatilitat de la producció i del consum a les economies emergents.

desregulació dels mercats borsaris que afavoreix un augment de la volatilitat en un 58 per cent de les fases cícliques expansives respecte el seu valor mitjà durant els períodes de “*repressió financera*”. Aquí, els moviments de capitals proporcionen un efecte disciplinant superior.

Quant a l'impacte de l'ordre en el procés de liberalització dels diferents sectors financers sobre l'amplada de les fases recessives dels mercats financers, podem comprovar, com en general, la liberalització de qualsevol mercat financer tendeix a reduir l'amplada de les crisis dels mercats de capitals respecte els períodes de restriccions financeres entre un 18 i un 27 per cent. A les economies més avançades la tendència s'ajusta a la tendència general en la mesura que és l'obertura a l'exterior dels mercats borsaris qui més redueix la volatilitat, aproximadament en un 46 per cent, mentre que la liberalització de les operacions del compte financer atenuen la volatilitat en un 37 per cent. En canvi, la desregulació del sector financer nacional quasi no afecta a les fases recessives.

A les economies emergents és destacable que quan el procés de liberalització s'inicia amb la supressió dels controls als moviments de capitals l'amplada dels períodes de crisi s'accentua en un 33 per cent; la desregulació inicial dels mercats borsaris també afavoreix un augment de la dimensió dels períodes de crisi, però només del 4,5 per cent respecte els períodes de “*repressió financera*”. En aquestes economies, només si la liberalització comença amb la desregulació del sector financer nacional es redueix la volatilitat dels mercats de capitals respecte les èpoques de recessió.

Els resultats de l'apartat anterior adquireixen encara més sentit quan se'ls relaciona amb la informació del quadre 10.12. Així, als països del G-7 i a Europa, l'estratègia de liberalització començava als mercats borsaris però alhora l'estimació economètrica revelava que en aquestes economies s'aconseguia una major estabilitat durant els períodes de crisi quan el procés de desregulació s'iniciava als mercats borsaris. De la mateixa manera, a les economies de l'Est d'Àsia, però sobretot a les d'Amèrica Llatina, l'estratègia de liberalització passava inicialment per l'obertura dels sistemes financers nacionals. Novament en aquest cas, els resultats de l'estimació economètrica posen de manifest que la desregulació del sector financer nacional reduïa la volatilitat dels mercats de capitals durant els períodes de crisi.

D'aquí es desprèn que, tant a les economies més avançades com als països emergents, aquells mercats que s'obren a l'exterior en primera instància d'acord amb l'estratègia de liberalització són els que es desenvolupen més aviat i, per tant, són els que contribueixen a reduir la volatilitat dels diferents mercats i a afavorir l'estabilitat. Dit d'una altra manera, l'evidència empírica posa de manifest que la seqüència i el ritme de les reformes no són tant importants com la consistència i la credibilitat de les mesures que es duen a terme en cada moment. De fet, els beneficis potencials derivats del procés de liberalització financera depenen crucialment d'un seguit de requisits que inclouen la naturalesa de les polítiques macroeconòmiques instrumentades i la qualitat de l'estructura institucional.

3. La consistència de les polítiques macroeconòmiques i la qualitat de l'estructura institucional

D'aquesta manera, la liberalització del compte de capital, la coordinació de les reformes específiques implementades en determinats sectors nacionals i estrangers, especialment al sector financer nacional, i l'administració d'una política monetària i de tipus de canvi consistent són aspectes determinants en estratègia de liberalització. De fet, a l'Est d'Àsia els problemes en termes generals, es van donar perquè el nivell de regulació i de supervisió financera no era massa exigents mentre que a Mèxic les dificultats van aparèixer com a conseqüència de la pràctica de polítiques manifestament inconsistents. Per això cal un enfocament multidimensional que suposa, en moltes ocasions, l'adopció de sistemes de tipus de canvi més flexibles, una major utilització de la política fiscal i el perfeccionament i l'enduriment de les regulacions financeres nacionals.

3.1. LA NATURALESA DE LA POLÍTICA MACROECONÒMICA

Les polítiques macroeconòmiques desencertades, tal com estableix el "*Consens de Washington*" fan un país més vulnerable a crisis canviàries i financeres. Per això, la capacitat d'una economia per prevenir i resoldre crisis que "*s'autoalimenten*" i "*s'autogeneren*" ha d'anar acompanyada de la instrumentació de polítiques consistents temporalment.

3.1.1. La prevenció de les crisis canviàries i financeres: aprendre a gestionar l'èxit

L'anàlisi realitzada als capítols anteriors de les crisis de Mèxic (1994) i de l'Est d'Àsia revela que aquests episodis poden ser considerades, paradoxalment i a diferència de les crisis de la dècada dels '80 que tenien el seu origen en el compte corrent de la balança de pagaments, com a "*crisis d'èxit*", en el sentit que són, d'alguna manera, el resultat inevitable de situacions de bonances mal gestionades (CEPAL, 1998).

A més, com s'ha comentat prèviament, un cop ha esclatat una crisi que "*s'autogenera*", les alternatives per a la política econòmica són molt limitades, doncs, en molts casos, les opcions es redueixen a escollir quin tipus de crisi, canviària o financera, es vol sofrir. Per això, la solució a les crisis que tenen el seu origen en el compte financer de la balança de pagaments passa, necessàriament, per la seva prevenció a partir de la bona gestió de "*l'èxit econòmic*".

De fet, el prestar excessiva atenció a la resolució de les crisis porta a ignorar un fet que, en realitat, hauria de ser evident: el marge de maniobra de les autoritats econòmiques és major en els períodes d'expansió econòmica que en els períodes de crisi. Quan les entrades de capital adquireixen un volum considerable i els sistemes financers són dèbils, el marge de maniobra per

adoptar les polítiques macroeconòmiques adequades amb què controlar el nivell d'endeutament privat i l'assumpció de riscos excessius es veu limitada per la necessitat de trobar solucions de compromís. Des d'aquesta perspectiva, en el cas de les crisis que “s'autogeneren” i “s'autoalimenten” l'atenció ha de centrar-se en la gestió de les bonances i no de les crisis.

Aquest punt de vista resulta essencial, ja que, d'alguna manera, les institucions existents, en especial el FMI, han estat dissenyades per gestionar les crisis i, en canvi, no es disposen dels instruments apropiats per alertar sobre la gestació de desequilibris i, així, prevenir a temps el desenvolupament de situacions de bonança insostenibles. Per això, els països haurien de dissenyar nous instruments orientats a millorar la gestió de la política fiscal i monetària en les fases expansives del cicle econòmic i evitar la configuració de situacions de fragilitat financera que s'acaben tornant finalment insostenibles.

Per altra banda, el procés de globalització financera exigeix que les polítiques econòmiques dels països industrialitzats tenen efectes globals i no només nacionals. Per aquest motiu, l'ordenament institucional, en un el nou context que determina la globalització, exigeix també una coordinació efectiva de les polítiques macroeconòmiques dels països industrialitzats –que no s'ha aconseguit fins ara– per tal que tinguin en compte les externalitats que generen a nivell internacional. Aquesta circumstància fa necessària la cooperació de les institucions financeres internacionals i de les autoritats nacionals perquè desenvolupin unes polítiques destinades a promoure l'estabilitat i reduir el risc en el sistema financer internacional. En aquest sentit, el FMI ha estat col·laborant amb els Governos dels països membre i amb altres organismes internacionals, entitats reguladores i, fins i tot, el sector privat amb la finalitat de reforçar el sistema monetari internacional. Aquesta circumstància reflecteix un canvi de procediment per part del FMI que persegueix que els seus programes d'assistència reflecteixen millor l'evolució de l'economia mundial; especialment els efectes, de vegades desestabilitzadors, dels moviments de capitals a gran escala a nivell mundial.

3.1.2. La nova estratègia davant dels moviments de capitals

Malgrat haver-se dissenyat un sistema financer adequat a les necessitats de l'economia, s'ha d'anar amb compte amb el procés de transició ver una major mobilitat de capitals. Si el procés del sistema financer és massa accelerat és pot precipitar el que es coneix com a *big bang*, és a dir, pot succeir que les entrades netes de capitals privats siguin de tal magnitud que alimentin una bombolla especulativa que, amb el temps, serà el desencadenant d'una crisi financera. Justament per això, la inserció en la dinàmica dels mercats financers internacionals ha de ser gradual i prudent, a un ritme i una seqüència adequats a la capacitat del país per dissenyar i aplicar mesures més estrictes i efectives de regulació, supervisió i salvaguarda (FMI, 2001b).

Només d'aquesta manera els països seran capaços de capturar els beneficis a llarg termini, en termes de major eficiència i benestar econòmic, derivats del procés d'obertura a l'exterior.

Però com ha assenyalat la CEPAL (1998) i altres analistes com Krugman (2000) i Stiglitz (2002), en absència d'una regulació financera apropiada a nivell internacional, es justifica àmpliament l'adopció de mesures prudencials per part dels països en desenvolupament a l'hora de reduir els fluxs de capital més volàtils. En aquest context, l'ús de controls de capitals a les sortides de capitals –a l'estil de Malàisia– pot estar justificat durant un període de temps per protegir-se de les pressions que poden imposar les sortides de capitals a molt curt termini sobre el funcionament de determinats mercats i esmorteir els seus efectes sobre el tipus de canvi i la demanda agregada. Aquestes mesures poden comportar alguns costos, però en cap cas haurien de ser un substitut de la reforma, de fet, són un instrument que permet guanyar temps mentre els països enforteixen la regulació de les seves institucions financeres.

3.2. LA QUALITAT INSTITUCIONAL: LA MILLORA EN ELS MECANISMES DE REGULACIÓ I SUPERVISIÓ DEL SISTEMA FINANCER

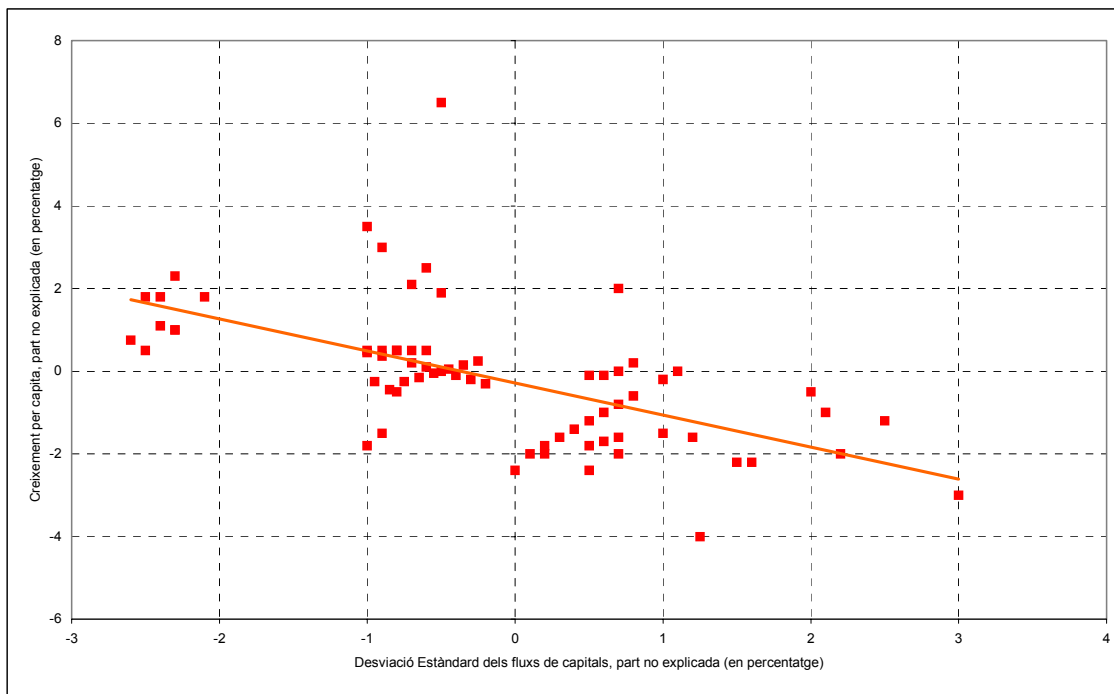
Però, la consistència temporal de la política econòmica per si sola no és suficient. Es requereix una estructura legal sòlida i un sistema de regulació i supervisió solvents per mitigar els problemes derivats de la informació imperfecta i dels comportaments estratègics dels mercats financers. Només així s'assoliran les condicions necessàries perquè els mercats financers funcionin de manera eficient, no distorsionin l'estabilitat macroeconòmica i comprometin el creixement econòmic futur.

De fet, unes normes de regulació i supervisió dels sistemes financers inadequades poden desvirtuar la bondat dels processos de liberalització financera sobre la dinàmica de creixement real de la producció i la convergència econòmica dels països en desenvolupament emergents. En aquest sentit, la desregulació dels diferents mercats financers, en absència d'unes estructures institucionals adequades per absorbir o mitigar l'impacte derivat d'aquell procés sobre la població en general i els més pobres en particular, podria compensar els beneficis derivats de la creixent integració financera. Això s'explica, perquè l'entrada massiva de capitals estrangers afavorida per unes normes de supervisió financera laxes o un zel excessiu per part dels inversors estrangers poden desvirtuar la capacitat del sistema financer per dur a terme la seva activitat d'intermediació eficient i configurar escenaris propicis a l'esclat de crisis financeres que "s'autogeneren" i "s'autoalimenten".

Així, Mody i Murshid (2002) troben que la volatilitat dels moviments de capitals ha tendit a reduir el creixement durant la dècada dels '90. Aquesta evidència es pot il·lustrar a través de la gràfica 6.12 que descriu la relació causal entre la volatilitat dels fluxs de capital amb el creixement real del PIB per càpita anual mitjà dels 30 darrers anys a partir de la comparació de

la correlació dels residus –les variacions no explicades– proporciona una clara indicació de l'associació entre volatilitat i creixement per càpita.

Gràfica 6.12. Volatilitat dels fluxos de capitals privats i creixement econòmic



Nota: La part no explicada del creixement per càpita que mesura l'eix vertical de la gràfica és la variació que no pot ser atribuïda a les variables de control de la regressió: PIB per càpita, nivell d'escolarització, el creixement de la població, nivells d'inversió, grau d'obertura i volatilitat dels fluxos de capitals. La part no explicada de la volatilitat dels fluxos de capitals és la variació que no pot ser imputada a alguna d'aquelles variables de control.

Font: Banc Mundial, *Global Development Finance (2001a)*

Per tant, com destaquen Bhattacharya i Thakor (1993) unes normes de regulació i supervisió adequades resulten cabdals per assegurar que les entitats de crèdits nacionals no assumeixin operacions de finançament o d'inversió excessivament arriscades. Són també imprescindibles les polítiques públiques i les reformes institucionals i la millora en la gestió de les empreses.

Aquesta necessitat és més acusada quan la presència de garanties governamentals –explícites o implícites– sobre préstecs i altres passius introdueix un problema “*d'atzar moral*” que mou als prestataris nacionals o estrangers a assumir operacions massa arriscades. En general, una gestió poc acurada per part de les empreses, la discrecionalitat de les normes comptables i l'absència d'una difusió en el temps de la informació sobre la situació macroeconòmica i del sector financer contribueixen a generar incertesa entre els inversors estrangers i agreujar els problemes derivats de la asimetria de la informació entre prestamistes internacionals i prestataris nacionals.

En la mesura que un dels factors principals que explica la vulnerabilitat d'un país a una crisi econòmica és la fragilitat del seu sistema financer, el programa de reformes hauria de centrar-se en la regulació i supervisió del sector financer nacional. Tanmateix, per nosaltres, l'aspecte determinant no és tant la liberalització o el procés de desregulació –que considera llibertat en la

constituïció de dipòsits, l'obertura del mercat a la banca estrangera i la supressió de les restriccions sobre els moviments de capitals— sinó la creació d'un marc normatiu que asseguri el funcionament eficient dels mercats financers. En molts països, això comporta, d'una banda, eliminar les restriccions que només serveixen per limitar la competència, i d'una altra, acompanyar aquesta major llibertat amb altres tipus de regulacions que garanteixin un comportament prudencial dels agents que operen als mercats financers. En aquest sentit, les autoritats nacionals haurien de forçar a les institucions bancàries dels seus països a dur a terme una gestió més acurada del risc, d'acord amb les recomanacions del Comitè de Basilea. Així mateix seria recomanable una supervisió més estricta dels centres *off-shore*.

A més d'assegurar la solidesa del sistema financer, promoure la competència i garantir la protecció dels consumidors, la normativa hauria de garantir que els diferents agents rebin els incentius adequats per usar la informació de manera prudent. Sense una legislació adequada, els mercats de capitals no compliran la seva funció de canalitzar l'estalvi nacional cap a les inversions més productives, la qual cosa perjudicarà negativament el creixement a llarg termini. Finalment, es poden evitar les crisis i també reduir la volatilitat dels fluxs privats de capitals si es millora l'avaluació dels riscos i s'estableix un diàleg més freqüent entre els Governos dels països i els inversors privats. Aquest element és important si tenim en compte que la major part dels corrents financers a nivell internacional es corresponen amb fluxs de capitals del sector privat.

En qualsevol cas, cal reconèixer la dificultat que entraña construir un sistema financer sòlid. El desenvolupament institucional, les transformacions en la cultura del crèdit i la creació d'unes estructures regulatòries que redueixin la probabilitat d'assumir massa risc són mesures que, a mig i llarg termini, limiten la freqüència i la gravetat de les crisis, però en cap cas aconseguiran eliminar completament la probabilitat d'una crisi sistèmica. Països amb institucions sofisticades, elevats nivells de transparència i una bona gestió empresarial com els Estats Units, Suècia o Japó han hagut de fer front a importants problemes dels seus sectors financers³⁸. De fet, el repte al que han de fer front els països en vies de desenvolupament en general, i les economies emergents en particular és encara més gran, doncs la seva base institucional de partida és força dèbil.

³⁸ Recordem la crisi del sistema d'estalvi i crèdit (*saving & loans*) dels Estats Units als anys '80, la crisi bancària als països nòrdics a principi dels anys '90, els problemes del sector financer al Japó a finals dels '90 o l'esclat de la bombolla financera associada a les empreses tecnològiques de la Nova Economia entre finals del 2000 i principis del 2001.

3.3. LA REFORMA DE L'ARQUITECTURA FINANCERA INTERNACIONAL

Per això, els organismes internacionals també poden ajudar els països a limitar l'abast dels costos associats als processos de liberalització financera a partir de la reducció de la asimetria en la informació entre prestamistes i prestataris. Aquesta circumstància imposa la promoció normes internacionals que millorin la transparència i afavoreixin la difusió de la informació de les institucions i agències públiques mundials. El conjunt d'aquests reptes obliga a superar el marc que determina el “*Consens de Washington*” i evolucionar vers una “*Nova arquitectura Internacional*”. En aquesta evolució cap a un nou paradigma per a la gestió econòmica internacional són dos els aspectes que resulten bàsics i fonamentals per reduir la freqüència i severitat de les situacions de “*pànic financer*”: a) la transparència de la informació econòmica i b) els programes de rescat financer i el problema d'*atzar moral* a nivell internacional.

3.3.1. La transparència de la informació econòmica

La necessitat de “*transparència*” suposa el reconeixement de la importància d'una bona informació per al funcionament eficient dels mercats financers. Així per exemple, la presència de signes que evidenciaven la creixent fragilitat financera des de Mèxic a Corea del Sud no van ser anticipats ni pels agents ni pels analistes que operaven als mercats de divises³⁹, fins que determinats esdeveniments –incertesa política o les fallides de grans corporacions– van precipitar el “*pànic financer*” (Kaminsky i Reinhart, 1999).

Per a Corsetti, Penseti i Roubini (1998) el problema fou que la informació no es va incorporar apropiadament a la percepció de risc dels mercats⁴⁰. És per això que segons Feldstein (1998) i Eichengreen (1999) els mercats de capitals requereixen unes normes d'auditoria comunes acompanyades sistema legal i efectiu que desincentivin el frau i proporcionin als inversors un volum d'informació adequada sobre els actius i passius financers de les empreses. Es tracta, doncs, de fomentar la fiabilitat, la difusió i la veracitat de la informació econòmica basada en un seguit de codis internacionals de conducta, l'explicitació de les polítiques econòmiques instrumentades, l'adopció de normes i criteris de comptabilitat generalment acceptats, etc. adreçades a tots els agents econòmics, tant del sector privat com del sector públic.

En aquest sentit, el FMI ha estat elaborant unes normes de caràcter voluntari en activitats de la seva responsabilitat, en alguns casos amb col·laboració amb el Banc de Pagaments Internacional (BIS) i el Banc Mundial. Entre aquestes normes hi figura les que guarden relació amb les pràctiques estadístiques dels països, els codis de bones pràctiques en les polítiques fiscals,

³⁹ Com assenyala l'informe anual del BIS (1998), la prima de risc que incorporaven els préstecs era baixa i les agències de *rating*, com Standard&Poor's i Moody's van mantenir nivells de qualificació relativament alts per als bons sobirans fins poc després de l'esclat de la crisi.

⁴⁰ De fet, la consideració de factors com el comportament dels intermediaris financers no bancaris, a l'estil dels *hedge funds* i dels fons de pensions, avalaria la hipòtesi que la mentalitat gregària dels inversors basada en l'asimetria de la informació va prevaler per sobre del càlcul racional i detallat del risc dels mercats.

monetària i financera i les directrius per al reforçament del sistema financer en termes de supervisió del sistema bancari i les normes que el regulen.

Com a complement de la tasca del FMI, el BIS, el Banc Mundial i altres institucions multilaterals han estat elaborant normes internacionals en camps com el de la comptabilitat i auditoria, fallides i processos concursals, gestió empresarial, reglamentació del mercat de valors i sistemes de pagaments i de liquidació d'operacions.

Les iniciatives destinades a incrementar la participació del sector privat en la resolució de les crisis financeres també emfasitzen la necessitat d'incloure als inversors internacionals a tenir en compte tota la informació disponible sobre els riscos de fallida. En aquest sentit una proposta, que va ser considerada amb posterioritat a la crisi de Mèxic i impulsada en un informe del "grups dels deu" (G-10) titulat "*The resolution of sovereign liquidity crises*" (1996), perseguia modificar el marc contractual incloent-hi clàusules d'acció col·lectiva (CAC) en els contractes de deute –*enfocament contractual*–. Més recentment, el FMI ha estudiat la idea d'establir un marc de dret internacional mitjançant la instauració d'un "*Mecanisme de Resolució del Deute Sobirà*" (*Sovereign Debt Resolution Mechanism, SDRM*) –*enfocament legal*–, i, a l'actualitat s'està preparant una tercera proposta, l'elaboració d'un "*Codi de Conducta*" –*enfocament voluntari*–. Aquestes tres solucions es distingeixen pels problemes que pretenen abordar i per la seva naturalesa contractual, legal o voluntària. El principal objectiu de l'*enfocament contractual* és resoldre el problema de coordinació entre els creditors. L'*enfocament legal* s'ocuparia tant dels problemes relacionats amb la coordinació entre els creditors com de la recopilació de la informació, que es concretaria en un marc legalment vinculant. Finalment, l'*enfocament voluntari* tractaria amb dos problemes, el de la coordinació i el de la recopilació de la informació, però no tindria caràcter vinculant.

De la mateixa manera, la difusió més àmplia de la informació als mercats i al públic, en general, constitueix un element central de la reforma del sistema financer internacional. Així, la publicació de dades actualitzades i fiables, la informació sobre la política econòmica i financera, les pràctiques i la formulació de decisions dels països són útils perquè els inversors puguin formar-se un criteri fonamentat, i els mercats puguin funcionar de manera eficient i ordenada⁴¹, però, també, per reforçar la credibilitat del sistema financer internacional i de les institucions nacionals i internacionals que gestionen l'economia.

⁴¹ Després de la crisi mexicana de 1994-95, el FMI va elaborar l'any 1996 les normes especials per a la divulgació de dades (NEDD) com a orientació per als països que tenen accés als mercats internacionals de capital a l'hora de publicar dades econòmiques i financeres. Els països que subscriuen el compliment d'aquestes normes es comprometen a publicar dades econòmiques i financeres nacionals detallades com, per exemple, la informació sobre el volum de reserves internacionals i de deute extern d'acord amb un calendari pre-establert.

3.3.2. *Els programes de rescat financer del FMI i el problema de l'atzar moral a nivell internacional*

Els organismes oficials internacionals intervenen en l'ajust intern de les crisis financeres, a través del subministrament de liquiditat i els programes d'ajust macroeconòmic. Les experiències amb les crisis del compte financer dels últims anys han portat al FMI a revisar alguns elements d'aquests programes. En primer lloc, després de les crisis asiàtiques de finals dels anys '90, el FMI va començar a adaptar la condicionalitat amb l'objectiu d'adequar-la als problemes i necessitats específics del país en qüestió, ampliant-se el seu enfocament per incloure àrees com les polítiques del sector financer, a més, de les tradicionals polítiques macroeconòmiques. Tot i que aquest nou enfocament va permetre la consideració dels factors estructurals causants de les crisis, posteriorment el FMI va reconèixer que, en determinats casos, s'havia produït un cert "excés".

En conseqüència, el FMI va decidir racionalitzar la seva condicionalitat per centrar-se en qüestions de rellevància fonamental per la resolució de crisis. Per altra banda, s'ha admès que la funció de "prestamista internacional d'última instància" no és, en gran mesura, ni factible ni aconsellable. No només perquè les quantitats que es poden lliurar com "ajuda oficial" no són il·limitades sinó sobretot per la institucionalització del "problema d'atzar moral" que comporten a nivell internacional.

Per això, ha anat guanyant pes la idea que el finançament oficial hauria d'estar subjecte a normes clares i incorporar límits rigorosos al seu accés. En aquest sentit, el marc del FMI per a l'accés al seu finançament no hauria de sobrepassar els límits preestablerts en funció de la quota assignada a cada país membre del FMI⁴².

No obstant, en certs casos, el FMI pot concedir fons per sobre d'aquests límits. De fet, fins el mes de març de 2003, això era possible en "circumstàncies excepcionals" que no s'explicaven en detall, o bé a través de l'ús del "Servei de Complimentació de Reserves" (SRF), que no estava subjecte a límits⁴³. Des de 1995, nou països: Argentina, Brasil, Indonèsia, Corea del Sud, Mèxic, Rússia, Tailàndia, Turquia i Uruguai, s'han beneficiat de l'accés concedit per sobre dels límits establerts. A més, la major part del total de préstecs atorgats pel FMI en aquest període van ser préstecs que superaven aquells límits.

Tanmateix, el març de 2003, el FMI va decidir reforçar la seva política d'accés especificant una sèrie de procediments i de criteris bàsics per aconseguir l'accés excepcional. Quant als procediments, actualment, la documentació dels programes ha d'incloure una justificació més detallada de l'import de finançament oficial proposat, el *Directori Executiu* del FMI ha de ser

⁴² D'aquesta manera, en general, els recursos que podria arribar a obtenir un país en un any no havien de superar el 100% de la quota (*límit d'accés anual*) i, a més, l'import total del saldo viu de préstecs del FMI havia de romandre per sota del 300% de la quota (*límit d'accés acumulat*).

⁴³ De fet, aquest servei podia utilitzar-se en casos en els que el risc de "contagi" suposava una amenaça per al sistema financer internacional.

consultat al principi i s'ha de dur a terme una avaluació sistemàtica posterior dels programes als que s'ha concedit accés excepcional. Els criteris són la presència de pressions excepcionals sobre el compte financer de la balança de pagaments –que no poden complir-se dins els límits normals–, una elevada probabilitat de què es mantingui la sostenibilitat del deute, bones perspectives de què el país recuperarà l'accés als mercats, i moltes possibilitats que el programa d'ajust tingui èxit⁴⁴. Aquesta política d'accés excepcional es va veure reforçada el juny de 2003, a l'hora que el FMI va acordar la publicació obligatòria dels informes elaborats per adoptar les decisions en aquest àmbit a partir de juliol del 2004, una mesura l'objectiu de la qual era disciplinar el procés de presa de decisions.

⁴⁴ A més, ha augmentat el consens relatiu a què la condicionalitat només pot ser efectiva si les autoritats nacionals tenen la capacitat administrativa i la determinació i el recolzament polític necessari per posar en pràctica les accions correctives contemplades en el programa d'ajust macroeconòmic.

D. Conclusions

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

L'experiència particular de les economies emergents revela que les crisis canviàries i la seva derivació en crisis financeres –o, alternativament, les crisis financeres i la seva derivació en crisis canviàries– han esdevingut una singularitat de les economies emergents que qüestiona les bondats de la integració econòmica a tenor dels costos econòmics i socials que imposa. De fet, les crisis constitueixen els episodis de volatilitat més dramàtics. De fet, la proliferació de crisis canviàries i financeres pot ser considerada com una de les característiques definitòries de la intensificació de la globalització financera durant els darrers vint anys. A més, el fet que les crisis més recents hagin afectat principalment a les economies més integrades als mercats financers internacionals ha fet que aquests fenòmens hagin esdevingut una referència de la distribució desigual dels beneficis i costos de la globalització.

Els costos que imposa, a curt termini, l'obertura financera a l'exterior i la desregulació del sector financer nacional en termes d'una major vulnerabilitat a les crisis que “*s'autoconfirmen*” i dels efectes que comporta, han de ser contraposats amb els beneficis potencials que es deriven d'una creixent integració financera a nivell internacional. Així, a nivell teòric nombrosos estudis acadèmics apunten que l'obertura als moviments de capitals afavoreix l'accés de les economies emergents als mercats financers internacionals i, per tant, incrementa les possibilitats de finançament de la inversió nacional. A més, si els capitals procedents de l'estranger prenen la forma d'inversió directa, els països es poden beneficiar d'unes transferències de tecnologia que afavoreixen l'expansió de la productivitat. Finalment, la desregulació pot contribuir a millorar l'eficiència del sistema financer nacional al llarg del temps a través de l'augment de la competència, la diversificació del risc, la millora de la transparència de les operacions i la major solvència de les entitats financeres. A nivell empíric, nombrosos treballs de recerca revelen que la intensificació del flux d'entrada de capitals privats procedents de l'exterior estimulen uns nivells d'inversió més alts, generen externalitats tecnològiques, afavoreixen el desenvolupament dels mercats financers nacionals i estan associades amb unes taxes de creixement superiors.

Aquestes discrepàncies sobre les bondats dels processos de liberalització financera podrien explicar-se a partir de les diferències en l'horitzó temporal que consideren els diferents treballs. Així, les diverses línies d'investigació se centren en l'estudi dels efectes dels processos de desregulació, bé a curt termini o bé a llarg termini, però no entren en l'anàlisi de l'evolució dels efectes de la liberalització al llarg del temps. A més, la literatura econòmica existent ha tendit a concentrar-se en l'estudi de la liberalització dels sistemes financers nacionals, dels mercats de capitals o dels moviments de capitals però no ha ofert, fins al moment, una anàlisi integral dels processos de liberalització quan, normalment, aquests processos comporten la progressiva obertura de cada un d'aquells tres sectors.

L'anàlisi que hem realitzat en aquest capítol mostra que, amb caràcter general, l'amplitud dels períodes de creixement dels mercats de capitals s'incrementa substancialment just després de la liberalització. Però aquesta volatilitat tendeix a estabilitzar-se a llarg termini si la liberalització és manté en el temps. Anàlogament, l'amplitud dels períodes de crisi, just després que s'hagi endegat el procés de liberalització, és quasi un 15 per cent superior a la situació on existien restriccions, però volatilitat es redueix en un 36 per cent de la seva magnitud durant els períodes de restriccions si la liberalització és manté a llarg termini.

Si aquestes tendències s'estudien a nivell desagregat, podem adonar-nos que la liberalització ha tingut, a curt termini, efectes diferents sobre les economies emergents i sobre les economies més avançades. Així per una banda, si bé és cert que el procés de liberalització ha alimentat la volatilitat a curt termini als mercats borsaris dels països més avançats durant els períodes d'expansió, aquesta tendència no ha estat tant marcada com a les economies emergents. Tanmateix, si les reformes, parcials o totals, implementades als diferents mercats financers es mantenen en el temps la volatilitat dels mercats de capitals a llarg termini tendeix a reduir-se de manera ostensible respecte a la situació existent previ a la supressió de les restriccions: quasi en un 9,5 per cent a les economies madures i entorn al 30 per cent a les economies emergents.

Per altra banda, s'observa que els processos de liberalització financera tendeixen a accentuar, a curt termini, l'amplitud dels períodes de crisi als mercats de capitals de les economies emergents, aproximadament, en un 35 per cent; però en canvi, als països més avançats la desregulació de l'economia financera, paradoxalment, contribueix a reduir la volatilitat dels mercats borsaris durant els períodes de recessió en un 15 per cent. També aquí, la persistència dels programes de reforma financera contribueixen a l'estabilització dels mercats de capitals a llarg termini en la mesura que l'amplitud dels períodes de crisi es redueix en un 5 per cent a les economies emergents i en un 33 per cent a les economies madures.

La consideració de la seqüència de desregulació dels mercats posa de manifest algunes diferències importants. Així, amb caràcter general, l'obertura successiva dels diferents mercats

financers accentua l'amplitud dels períodes expansius tant als països més avançats com als països emergents. En particular, a les economies més industrialitzades la desregulació del primer i del segon mercat financer amplifica les fases expansives de forma similar, entorn al 45 per cent respecte als períodes de "*repressió financera*". A les economies emergents l'accentuació dels períodes d'expansió dels mercats financers és molt més acusada després de la liberalització d'un primer sector, doncs la volatilitat augmenta fins a un 71 per cent respecte els períodes de "*restriccions financeres*" mentre que s'incrementa "*només*" en un 60 per cent després de la desregulació del segon dels sectors.

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

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

Totes les argumentacions anteriors avalarien la hipòtesi que sostenim en aquesta tesi doctoral segons la qual els mercats financers es tornen més inestables a curt termini com a conseqüència dels processos de liberalització, però a mig i llarg termini si aquestes reformes tenen èxit i es mantenen en el temps els mercats esdevenen més estables del que ho eren abans de la seva desregulació.

Per tant, no és una qüestió de si els moviments de capitals són beneficiosos a llarg termini o de si la integració financera proporciona beneficis nets potencialment positius, ni d'obviar que els moviments de capitals poden reportar enormes beneficis a mig termini. Més aviat, el debat hauria de centrar-se en els reptes per a la política econòmica a l'hora de preparar a l'economia per assimilar de la millor manera aquests beneficis potencials derivats dels fluxs d'entrada de

capitals i, alhora, reduir els riscos d'una sortida sobtada dels capitals. Només d'aquesta manera s'acabaran materialitzant els beneficis potencials a mig i llarg termini associats al procés de liberalització.

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

L'evidència empírica suggereix que, en general, les reformes institucionals s'esdevenen després que s'hagi endegat el procés de liberalització, és a dir, els processos de liberalització parcial són els que esperonen les reformes institucionals. Aquest extrem demostra que els canvis institucionals, en la majoria d'ocasions, són la conseqüència de la desregulació dels diferents mercats financers i, per tant, donen crèdit als arguments que proporciona l'estratègia de liberalització basada en l'enfocament de "*l'economia política*" en detriment la visió "*convencional*". Dit d'una altra manera, l'evidència empírica posa de manifest que la seqüència i el ritme de les reformes no són tant importants com la consistència i la credibilitat de les mesures que es duen a terme en cada moment. De fet, els beneficis potencials derivats del procés de liberalització financera depenen crucialment d'un seguit de requisits que inclouen la naturalesa de les polítiques macroeconòmiques instrumentades i la qualitat de l'estructura institucional. Per això, la liberalització dels mercats financers a les economies emergents i la seva obertura a l'exterior és un procés complex i sovint de llarg recorregut.

Les crisis de Mèxic (1994) i de les economies emergents de l'Est d'Àsia (1997) revelen que aquests episodis poden ser considerades com a "*crisis d'èxit*", en el sentit que són, d'alguna manera, el resultat inevitable de situacions de bonances mal gestionades. Per això, la solució a les crisis que tenen el seu origen en el compte financer de la balança de pagaments passa, necessàriament, per la seva prevenció a partir de la bona gestió de "*l'èxit econòmic*". D'aquí que la inserció en la dinàmica dels mercats financers internacionals ha de ser gradual i prudent, a un ritme i una seqüència adequats a la capacitat del país per dissenyar i aplicar mesures més estrictes i efectives de regulació, supervisió i salvaguarda, introduint una informació més transparent i prudent que actuï com a indicador avançat per a les autoritats econòmiques a l'hora d'administrar mesures correctores amb prou antelació com per evitar el col·lapse. Només d'aquesta manera els països seran capaços de capturar els beneficis a llarg termini, en termes de major eficiència i benestar econòmic, derivats del procés d'obertura a l'exterior.

Per altra banda, el procés de globalització financera exigeix que les polítiques econòmiques dels països industrialitzats tenen efectes globals i no només nacionals. Aquesta circumstància fa

necessària la cooperació de les institucions financeres internacionals i de les autoritats nacionals perquè desenvolupin unes polítiques destinades a promoure l'estabilitat i reduir el risc en el sistema financer internacional.

Els organismes internacionals també poden ajudar els països a limitar l'abast dels costos associats als processos de liberalització financera a partir de la reducció de la asimetria en la informació entre prestamistes i prestataris. Aquesta circumstància imposa la promoció normes internacionals que milloren la transparència i afavoreixen la difusió de la informació de les institucions i agències públiques mundials. En aquest mateix sentit, les iniciatives destinades a incrementar la participació del sector privat en la resolució de les crisis financeres també emfasitzen la necessitat d'incloure als inversors internacionals a tenir en compte tota la informació disponible sobre els riscos de fallida. Però, els majors esforços per reduir els costos derivats de la liberalització dels moviments de capitals correspon als propis països mitjançant la implementació de les polítiques adequades a cada circumstància, prescindint de dogmatismes, i creant les condicions internes més favorables possibles. Una política macroeconòmica consistent, una normativa de regulació i supervisió del sistema financer adequada i eficient, la reducció de les garanties governamentals, una normativa legal i comptable amb un marge de discrecionalitat menor i l'augment de la transparència poden traduir-se en la millora de l'eficiència de l'activitat del sistema financer a l'hora de canalitzar els capitals procedents de l'estranger cap als sectors més productius, la reducció del risc de l'activitat d'intermediació i la limitació del problema "*d'atzar moral*". Amb tot, en un context de lliure circulació de capitals, la presència d'unes variables macroeconòmiques fonamentals prou sòlides i, fins i tot d'una estructura institucional ferma, no esvaeix totalment el risc d'una crisi canviària i financera.