

Els Opuscles del CREI

nº **14**

abril 2004

Els controls de capital a l'Europa de la postguerra

Hans-Joachim Voth



CENTRE DE RECERCA
EN ECONOMIA INTERNACIONAL
GENERALITAT DE CATALUNYA
UNIVERSITAT POMPEU FABRA



Els controls de capital a l'Europa de la postguerra

El Centre de Recerca en Economia Internacional (CREI) és una institució de recerca constituïda com a consorci integrat per la Universitat Pompeu Fabra i la Generalitat de Catalunya. La seva seu és al campus de la Universitat Pompeu Fabra, a Barcelona.

L'objectiu del CREI és promoure la recerca en economia internacional i macroeconomia amb els estàndards acadèmics més alts.

Els Opuscles del Crei volen ser els instruments de difusió de la recerca del CREI en l'àmbit no acadèmic. Cada opuscle recull, per a un públic general, les conclusions i observacions de treballs publicats, o en vies de publicació, a les revistes especialitzades. En el respecte a la llibertat intel·lectual, es fa constar que les opinions expressades en *Els Opuscles del CREI* són responsabilitat dels seus autors.

Editat per: CREI
Universitat Pompeu Fabra
Ramon Trias Fargas, 25-27 08005 Barcelona
Tel. 93 542 24 98
© CREI, 2004
© d'aquesta edició: Hans-Joachim Voth
ISSN: 1137 - 7828
Traducció de l'anglès: Natàlia Mora
Disseny: Fons Gràfic
Impressió: Masanas Gràfiques
Dipòsit legal: B-21254-2004

1. Introducció

Segons els crítics de la globalització, l'absència de restriccions sobre els fluxos de capital causa estralls a tot el món. El principal problema derivat de la "globalització", a part de l'augment de la misèria als països del Tercer Món, es considera que és la major inestabilitat econòmica. La integració comercial sovint es veu com una força benigna, però la integració dels mercats de capital és vista quasi universalment amb escepticisme. En un article al *Financial Times* que ha estat àmpliament citat, George Soros descrivia aquests perills: "...el sistema financer global encara té defectes fonamentals... els booms i les crisis són endèmics... els mercats poden moure's com una bola de demolició, i esfondrar una economia rera l'altra".¹

L'escepticisme vigent respecte als avantatges de la lliure circulació de capital es remunta com a mínim als pares del sistema de Bretton Woods. Amb el record de la Gran Depressió i de la crisi del crèdit internacional de 1929-33 encara fresc a la memòria, tant els polítics com els acadèmics s'havien girat d'esquenes als fluxos lliures de capital. John Maynard Keynes argumentava a principis de la dècada de 1930:²

“Jo simpatitzo amb aquells que opten per minimitzar, més que...maximitzar els vincles econòmics entre nacions. Les idees, l'art, el coneixement, l'hospitalitat i els viatges haurien de ser internacionals. Però deixem que els béns siguin de casa quan sigui possible..., i sobretot, deixem que les finances siguin bàsicament nacionals.”

Fins fa poc, l'escepticisme dels arquitectes de Bretton Woods no era més que un record llunyà, quelcom passat de moda, irrellevant. Però fins ben bé 1996, la majoria d'economistes coincidia en què l'absoluta liberalització dels comptes de capital era profitosa, i en què l'FMI hauria de proposar-la explícitament com un dels seus objectius. Reflexionant sobre les experiències de les dècades de 1980 i 1990, just abans de l'esclat de la crisi financera asiàtica, Stanley Fischer argumentava que “...fins i tot...els països en crisi s'han vist beneficiats per l'afluència de capital, un fet que hauria de recordar-nos que cap país pot permetre's aïllar-se dels mercats de capital internacionals”.³ Les crisis a l'Àsia i a Amèrica Llatina des de 1997 han portat un clima intel·lectual nou; els controls de capital ja tornen a formar part de l'agenda política. Les sortides massives de capital, combinades amb la crisi financera i econòmica a l'Àsia Oriental i l'Argentina, han fet molt per debilitar l'anterior consens polític. Malaisià, en el que fou un desafiament a l'ortodòxia econòmica, va imposar

controls. Tot i així, probablement la seva recuperació ha estat en tots els sentits tan puixant com la dels països que van adoptar les polítiques ortodoxes de l'FMI.⁴ Les restriccions de Xile a les entrades de capital es presenten de sobte com un exemple positiu. Paul Krugman sosté que ha arribat el moment de “l'heretgia”, de reconsiderar la utilitat dels controls de capital.⁵ Fins i tot l'arxiliberal *Economist* reconeix avui que el seu tradicional suport als lliures moviments de capital pot haver estat un error, i que potser és prudent mantenir alguns controls, si més no en els països en desenvolupament.⁶

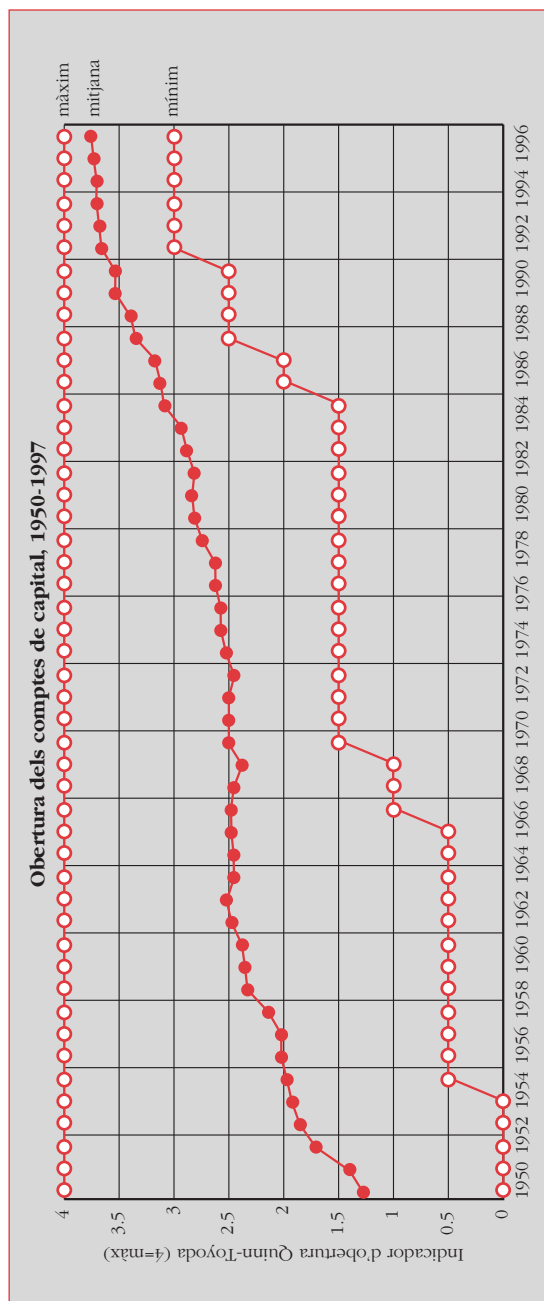
Bona part de la discussió sobre els costos i beneficis dels controls de capital s'ha basat en dades dels països del Tercer Món i l'OCDE durant els darrers vint anys.⁷ Aquesta línia de recerca té clars avantatges quant a disponibilitat de dades i rellevància política. Però potser no sigui la que ens digui tant com esperem sobre l'impacte econòmic dels controls de capital. La majoria dels controls vigents durant aquest període van implantar-se en els països menys desenvolupats, i sovint foren força suaus i ineficaços. A més a més, s'ha centrat molta atenció en la capacitat dels controls per reduir els efectes de contagi, i per disminuir el risc de crisis financeres. Aquest tipus d'anàlisi, per definició, es centra en efectes a curt termini. Com que la major part dels beneficis que es poden esperar de la llibertat de circulació de capitals són, per la seva pròpia naturalesa, a llarg termini, això pot esbiaixar els càlculs. També és difícil diferenciar l'efecte real dels controls en casos recents, ja que hi ha tota una sèrie de factors que són específics d'economies menys desenvolupades (com per exemple nivells relativament alts de corrupció, drets de propietat poc definits, etc.). Aquest opuscle resumeix la recerca recent sobre els efectes econòmics dels controls de capital i els

seus correlats polítics i econòmics, amb especial èmfasi en l'Europa de la postguerra.

Després de 1945, els controls al principi foren força amplis, i es van aplicar molt més estrictament del que es fa actualment en la majoria de països del Tercer Món. Després del final de la guerra, era quasi impossible obtenir divises per a operacions comercials, i molt menys per a transferències de capital a l'estranger.⁸ Les normes de Bretton Woods no preveïen tornar a obrir els comptes de capital, i subratllaven en canvi la importància de la convertibilitat de les transaccions per compte corrent. El Gràfic 1 mostra el grau d'obertura financera en un conjunt de països d'Europa occidental (més els Estats Units, Japó, Nova Zelanda i Austràlia). Com a mesura d'obertura dels comptes de capital, fem servir l'escala de Quinn-Toyoda, que va de 0 (les més tancades) a 4 (les més obertes), i que és un dels índexs més utilitzats per economistes i polítics. Es basa en els informes anuals del FMI sobre restriccions canviàries.⁹ A principis de la dècada de 1950, els controls eren en general força importants, i les polítiques aplicades en aquest grup de països comparativament semblants constituïen un ventall molt ampli. Mig segle més tard, les polítiques dels països rics han convergit en un alt grau d'obertura. Fins i tot els països més restrictius obtenen una puntuació de 3 punts sobre 4.

A l'Europa de la postguerra, els controls de capital es desmantellaren a velocitats diferents. L'obertura total dels comptes no va arribar a fer-se fins al període previ a la introducció de l'euro durant la dècada de 1990. Alemanya i els Països Baixos, per exemple, van impulsar mesures força liberalitzadores a principis dels anys 1960, tot i que després van tornar a imposar controls estrictes a finals de la dècada de 1960 i principis dels anys 1970. El Regne Unit va fer servir

Gràfic 1



controls molt específics fins al 1979, i després els va abolir ràpidament; França i Itàlia van conservar moltes restriccions fins a principis de la dècada de 1990. Són aquestes diferències tan marcades en un grup de països que, per altra banda, comparteixen un conjunt de característiques comunes, les que brinden un “experiment natural” per estudiar els efectes dels controls, i seran també útils per avaluar les interaccions entre els diferents sistemes polítics i la mesura en què els controls s’imposaven i es revocaven com a resposta a moments de crisi. L’anàlisi del cas de l’Europa de la postguerra, per tant, pot aclarir diverses qüestions polítiques de no poca importància. En primer lloc, alguns especialistes han argumentat que el període de ràpid creixement entre 1950 i 1970 va demostrar que els controls de capital no són danyosos.¹⁰ Concentrant-nos en aquest període, estem en realitat reduint la probabilitat de trobar efectes negatius, i fins i tot si n’aparegués algun, hi ha bones raons per pensar que hauria estat de més magnitud en circumstàncies menys favorables. En segon lloc, la transició a l’obertura va donar-se –si més no en retrospectiva– sense que hi hagués crisis o canvis seriosos. Tot i que els atacs especulatius al sistema de Bretton Woods i a l’SME el 1992 van provocar transtorns considerables, Europa no va arribar mai a viure una “dècada perduda” similar a la que va experimentar Amèrica Llatina durant la dècada de 1980, o una contracció de la producció que pogués comparar-se a les recessions viscudes a l’Àsia oriental el 1997/98. Entendre millor els factors que van facilitar aquesta còmoda transició serà útil per als encarregats del disseny de polítiques. En tercer lloc, podem examinar els determinants de l’obertura dels comptes de capital: quins factors polítics, institucionals i econòmics són els que faciliten als països la integració en els mercats de capital mundials?

2. Aspectes teòrics

La lliure circulació de capital hauria de ser inequívocament bona per al benestar general. Això és degut a una sèrie de raons. L’estalvi nacional disposa de sortides per als fons excedents o, alternativament, les necessitats de finançament poden ser satisfetes amb capital estranger. A més a més, el risc agregat hauria de disminuir. Sense la possibilitat d’importar o exportar capital, cada país hauria d’invertir exactament allò que estalvia. Les economies amb més creixement no podrien demanar préstecs a l’exterior per finançar nous equips o infraestructures; els països amb excés d’estalvi haurien d’acceptar rendiments en declivi constant per a les seves inversions. El potencial de la mobilitat de capital és tal que l’absència d’entrades de capital a gran escala als països en desenvolupament ha desconcertat durant molt de temps els economistes.¹¹ La possibilitat de diversificar riscos hauria d’augmentar dramàticament quan els mercats de capital s’obren als fluxos de l’exterior. Els riscos que, a qualsevol país, poden ser massa alts i estar massa concentrats per als seus inversors, haurien de ser en teoria una càrrega molt més fàcil de suportar per al conjunt del capital mundial. Això és degut en part a què el volum mínim eficient de determinats projectes pot ser que sigui massa gran per als inversors nacionals, donada la seva capacitat de risc. A més a més, si s’inverteix en un conjunt de projectes a nivell mundial, els riscos específics d’un país tenen molta menys importància que si la cartera consta únicament d’inversions nacionals.¹² La integració en els mercats de capital globals, per tant, hauria de reduir el cost del capital de risc.¹³

Més difícil és explicar per què els fluxos de capital internacionals s’han vinculat a la inestabilitat. En mercats sense costos de

transacció ni informació asimètrica, hi hauria d'haver poquíssimes crisis. Però hi ha canvis bruscos en la direcció d'aquests fluxos que han estat ben documentats, i sovint comporten costos gens menyspreables. Un país que s'hagi d'enfrontar a una fugida de capital (sovint en la meitat d'una crisi) haurà d'augmentar considerablement els tipus d'interès, fet que accelerarà la caiguda de la producció. Si la contracció és seriosa, pot haver-hi deflació, fet que carregarà els prestataris amb costos més grans que els esperats. Es dispararà el nombre de fallides, i els préstecs impagats plantejaran problemes a molts bancs. Les devaluacions brusques, sobretot després que un país abandoni una paritat canviària, magnificaran aquests efectes, i conduiran a la insolència dels prestataris nacionals. Depenent del volum del deute exterior, el sector bancari pot arribar a col·lapsar-se.

Explicar per què es donen els canvis bruscos en el volum i direcció dels fluxos de capital no és gens fàcil. Com a principal factor, acostuma a invocar-se a la informació asimètrica: ja que els prestataris saben molt més que els creditors sobre la seva situació financera, són els creditors els que han d'actualitzar contínuament les seves impressions sobre les probabilitats que el deute sigui pagat, basant-se en aspectes observables. Com menys informació proporcioni el conjunt inicial d'observacions, i com més reveladora sigui la informació posterior, més gran serà el risc de canvis bruscos. A més a més, si els creditors s'adonen que només disposen d'informació limitada, intentaran inferir la salut financera dels seus prestataris investigant les accions d'altres bancs, i desencadenaran així un comportament d'imitació autodestructiu. Els *shocks*, per tant, es magnificaran. Si les crisis financeres i monetàries es deriven principalment de les tendències a l'economia o bé es guien per la "irracionalitat" del

mercat és una qüestió que continua sent objecte de debat. La qüestió és què en el món, la freqüència de les crisis no ha disminuït.¹⁴

3. Els avantatges dels fluxos de capital lliures: evidència empírica

Durant molt de temps, van ser els proponents de liberalitzar els fluxos internacionals de capital els que van carregar amb el pes d'haver de demostrar els seus efectes positius. Els primers treballs empírics van poder demostrar molt pocs avantatges. Dani Rodrik, per exemple, va mostrar en un gràfic la taxa de creixement durant el període 1975-89 segons el grau d'obertura financera, fent servir dades de l'FMI.¹⁵ Ni el creixement ni la inversió estaven clarament o positivament correlacionats amb la liberalització financera. En el cas de la inversió, semblava que hi havia una relació negativa. En un moment en què tot just s'havien fet patents els perills de la llibertat de moviment del capital, l'absència de correlació positiva entre creixement i obertura semblava suggerir clarament que els riscos de la lliure circulació de capitals eren més grans que els beneficis. Un estudi sobre Europa occidental de Charles Wyplosz, a més a més, va arribar a la conclusió que els controls de capital havien contribuït en un 0.9% anual a la taxa mitjana de creixement durant el període 1960-95.

Les investigacions posteriors han millorat els treballs de Rodrik i Wyplosz a l'examinar un conjunt més gran de països i durant períodes més llargs, i al mesurar els controls de capital amb indicadors més apropiats. En lloc d'una senzilla variable fictícia dicotòmica, com la construïda per l'FMI, els politòlegs han elaborat una mesura més precisa, amb una escala del 0 al 4.¹⁶ L'anàlisi, fent servir dades més bones i tècniques més refinades,

indica que els fluxos de capital lliures de restriccions causen més beneficis que perjudicis, si més no de mitjana i durant períodes més llargs. Les regressions amb dades transversals per a diferents països sembla que confirmen els efectes negatius dels controls de capital de forma més clara per als països desenvolupats. Allà on els mercats financers són profunds i líquids, el sistema bancari està fortament supervisat i regulat, i la liberalització financera ve precedida per la integració comercial, hi ha forts efectes positius sobre el creixement.¹⁷ De mitjana, els països amb polítiques liberalitzadores poden augmentar el seu creixement anual fins a un 1.1%. Entre d'altres "condicions" que potencien els efectes positius, trobaríem alts nivells d'educació secundària, i una tradició legal anglosaxona. Una anàlisi més meticulosa ha demostrat que els beneficis estimats d'eliminar els controls de capital es donen independentment d'altres millores en l'àmbit macroeconòmic (com programes o reformes estables) que puguin acompanyar la liberalització financera.

Encara queda pendent dilucidar quins són els mecanismes responsables de les conseqüències positives de la integració financera. En principi, hi hauria tres factors com a possibles candidats. De fet, tots podrien estar implicats simultàniament. Primer, l'eliminació dels controls de capital podria reduir el cost del capital, en convertir els riscos idiosincràtics i específics d'un país en riscos diversificables. Segon, el volum de fons invertibles podria augmentar. Tercer, la distribució del capital pot ser més eficient en cas que els inversors estrangers siguin més perspicaços, i traslladin els fons a les indústries i empreses que proporcionaran més rendiments. Una de les maneres d'obrir la "caixa negra" d'aquesta aparentment benigna liberalització financera és analitzar casos individuals de liberalització, i determinar la magnitud dels canvis.

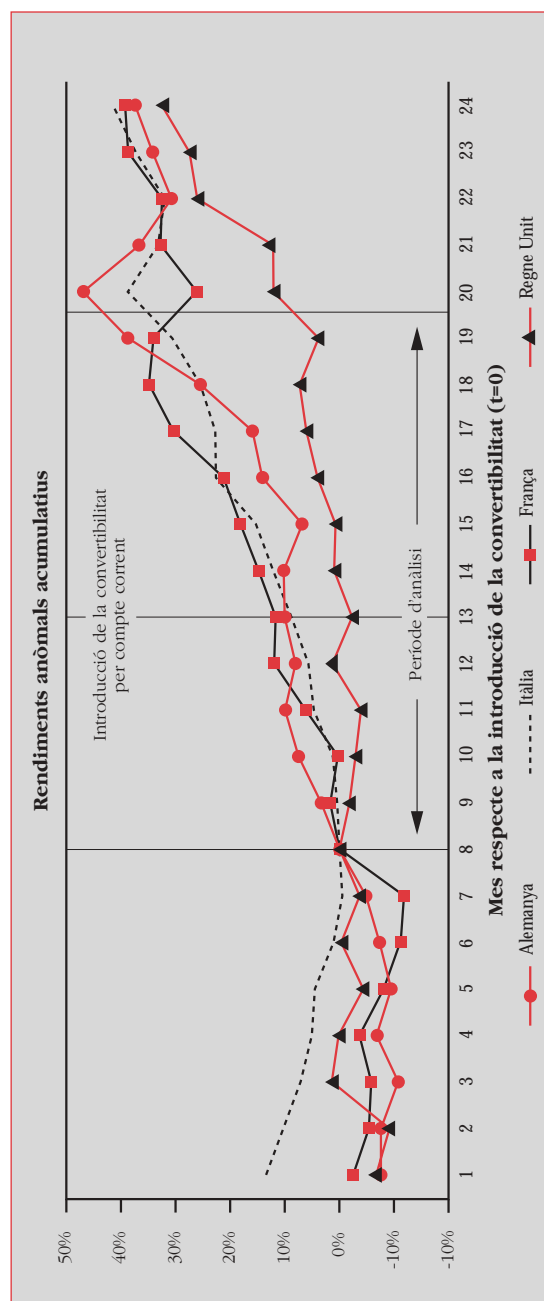
Un episodi particularment útil és la introducció de la convertibilitat de la moneda a Europa occidental el 1959. Durant uns 14 anys des del final de la Segona Guerra Mundial, els països europeus havien funcionat amb un sistema de compensació multilateral de pagaments (anomenat Unió Europea de Pagaments, UPE) que havia permès minimitzar la necessitat de fer transferències a l'exterior en dòlars. A llarg termini, quan van augmentar les reserves de divises, es va poder contemplar la possibilitat de recuperar la convertibilitat. Un cop restablerta, ja no podien ignorar-se totalment els fluxos de capital, si per altra banda els importadors i exportadors participaven en operacions de subfacturació i sobrefacturació respectivament.¹⁸

Per tal de determinar l'efecte que la liberalització té sobre el cost del capital, podem analitzar els preus de les accions o les *ratios* sobre dividend. El preu al qual les empreses poden vendre el seu capital propi (en termes d'un múltiple dels ingressos, mesurat normalment per *ratios* sobre dividend) és un bon indicador del seu cost del capital. Amb ràpid creixement, els dividends augmentaven. En aquest context esperaríem un augment del preu de les accions, sempre que els augments de dividends fossin inesperats. Però l'increment del preu de les accions cap al moment en què s'introdueix la convertibilitat és molt més gran (i està molt més concentrat en el temps) que el que pot explicar-se per les millores generals de la situació econòmica. El Gràfic 2 mostra els canvis en els índexs del mercat de valors per a quatre grans països europeus: Itàlia, França, Alemanya i el Regne Unit. Com que aquests quatre països van implementar la lliure circulació de la moneda en diferents moments en el temps, els alineem segons el temps passat des d'aquest canvi, pel que el mes 0 indica el moment en què

s'introdueix la convertibilitat de les transaccions per compte corrent. Durant un període de 12 mesos centrat en el mes del canvi (des de 5 mesos abans fins a 6 mesos després) observem un increment del preu de les accions d'entre un 23 i un 34%. Aquest augment és en comparació als rendiments "normals" esperats durant aquests mesos tenint en compte el comportament de certes variables macroeconòmiques. Un augment així en la valoració de les accions ve a suggerir una reducció en el cost del capital d'aproximadament un terç, una xifra semblant als efectes mesurats en estudis recents de liberalitzacions en el Tercer Món.¹⁹

Una manera alternativa d'examinar els efectes dels controls de capital sobre el cost de finançament és fixar-se en els molts canvis de política de finals de la dècada de 1960 i principis de la de 1970. Quan la gestió del sistema de tipus de canvi fixos de Bretton Woods va complicar-se, uns quants països europeus van introduir o intensificar els controls sobre les entrades i sortides de capital. Una mesura útil del rigor d'aquests controls és la diferència entre el tipus d'interès a diferents països denominats en la mateixa moneda. En absència de controls, la diferència hauria de ser 0: qualsevol diferencial del tipus d'interès desapareixeria a causa de l'arbitratge dels agents als mercats financers. Però les diferències, en realitat, eren considerables, fet que indica que durant la dècada de 1960 continuava havent-hi obstacles significatius a la mobilitat del capital. Les polítiques més restrictives de finals dels anys 60 i de la dècada de 1970 van ampliar els diferencials considerablement. Alemanya, per exemple, va intentar impedir les entrades de capital per evitar el recalentament de l'economia i la inflació. La diferència entre els tipus d'interès nacionals i els dipòsits en marcs alemanys a l'exterior era del

Gràfic 2



0.11 per cent l'abril de 1970, però va créixer fins al 2.64 per cent durant el període comprès entre abril de 1970 i setembre de 1974. En altres països també hi va haver increments importants. Si l'argument sobre els importants beneficis que comporta la diversificació del risc és vàlid, aleshores hauríem d'esperar un fort descens del valor dels títols a mesura que augmenta la segregació en els mercats de capital, i independentment de si els bancs centrals estan intentant atraure capital o exportar-lo. A més a més, el descens hauria de ser similar als països que intentaven frenar les entrades de capital (Alemanya, Països Baixos) i als que pretenien contenir les sortides de capital (Regne Unit, França, Itàlia). Precisament això és el que suggereix l'examen de la rendibilitat de les accions durant els períodes en què s'intensifiquen els controls de capital. A mesura que es "nacionalitzava" el risc que abans era diversificable, la rendibilitat del capital propi va caure en picat, fet que suggereix que el cost del capital va augmentar considerablement. En el cas d'Alemanya, l'efecte acumulat dels controls va originar un augment d'aproximadament un terç del cost de finançament.

Les dades sobre el cost del capital sembla que apunten clarament a què un dels principals avantatges de la integració dels mercats de capital internacionals deriva de l'abaratiment del finançament del capital propi. Els indicadors d'integració, més sensibles, també poden utilitzar-se per a examinar si els controls de capital durant "l'edat d'or" a Europa, tal com alguns especialistes han argumentat, foren beneficiosos per al creixement.²⁰ A la nostra mostra de països europeus observem clars efectes negatius derivats dels controls de capital. Per tal d'obtenir aquest resultat és crucial utilitzar els índexs d'intervenció política més recents i més precisos. Si fem servir

les mesures d'obertura financera desenvolupades per Quinn i Toyoda (en una escala de l'1 al 4) o el diferencial entre les taxes nacionals i les exteriors, trobem de forma sistemàtica que els controls van ser perjudicials. Aquest efecte, a més a més, és gran en termes econòmics. El càlcul més precís implica que, per a un augment de l'1% del diferencial entre els tipus d'interès nacionals i els de l'exterior, s'alentia el creixement en un 0.3% anual. Això també implica que, per molt impressionants que semblin les taxes de creixement a Europa entre 1950 i 1970, podrien haver estat més altes si s'hagués procedit abans a la liberalització. Els efectes beneficiosos a llarg termini de la integració dels mercats de capitals pot ser que siguin més difícils d'apreciar que les dramàtiques crisis econòmiques ocasionals que acostumen a cridar l'atenció dels mitjans de comunicació, però no són per això menys importants.

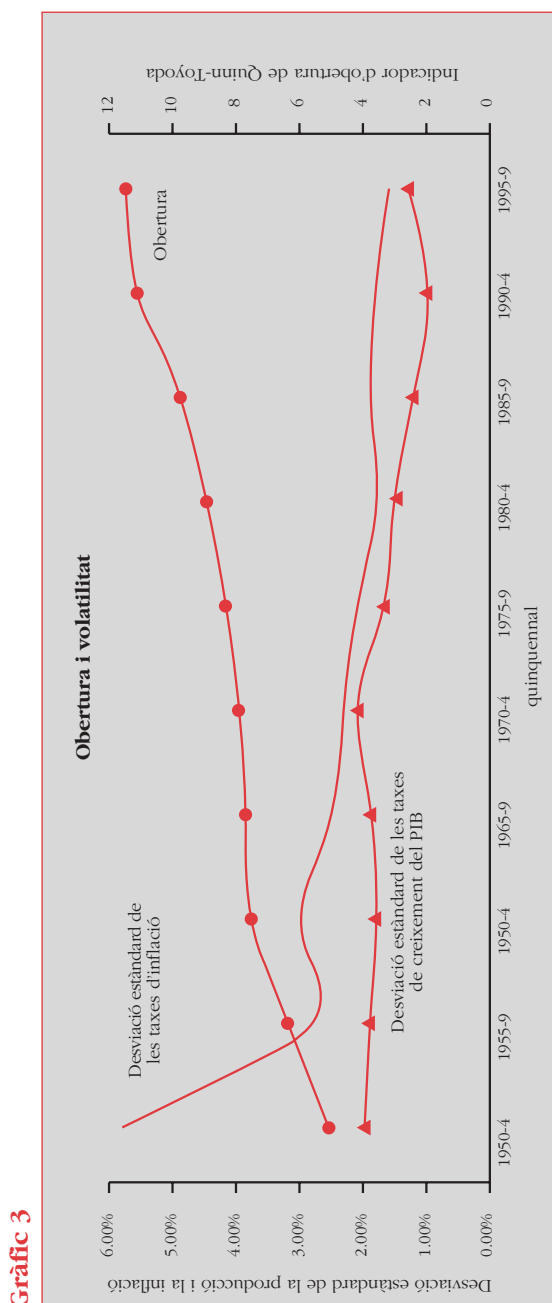
4. Controls de capital i inestabilitat

Hi ha la creença general que la lliure circulació del capital pot ser desestabilitzadora. No obstant això, l'impacte d'algunes crisis ocasionals, per molt espectaculars que siguin, ha de contrarestar-se amb la capacitat estabilitzadora de la integració dels mercats de capital. Alguns canvis sobtats de les condicions econòmiques poden generar cicles d'auge i crisis espectaculars en economies aïllades. Si Alemanya no hagués disposat d'accés als mercats de capital internacionals per demanar en préstec els fons que necessitava després de la reunificació, per exemple, els tipus d'interès nacionals haurien estat fins i tot més alts del que ja eren. Les transferències de l'exterior van permetre la distribució temporal del consum i la inversió, fet que hauria de reduir la volatilitat.²¹ No podem, per tant, arribar a l'inevitable conclusió

que la integració en els mercats de capital internacionals debilita l'estabilitat. Si és l'efecte de la crisi o bé la moderació de la inversió i el consum el que domina, ja és una qüestió empírica. Alguns autors, partint de consideracions teòriques, han argumentat que la integració financera internacional hauria d'estimular la volatilitat de la producció en països de renda baixa, i reduir-la en països rics.²²

A la majoria de països rics, la volatilitat de les variables macroeconòmiques claus ha disminuït considerablement durant els darrers 50 anys (Gràfic 3). La desviació estàndard del creixement de la producció (respecte a la tendència) a finals de la dècada de 1990 representava aproximadament dues terceres parts del que era a mitjan de segle.²³ I, més sorprenent encara, la variabilitat de la inflació s'ha reduït a menys d'un terç del seu nivell inicial. La menor volatilitat fou paral·lela als grans augments en l'obertura financera i comercial.

Hi ha cap raó per pensar que aquesta relació és causal? Evidentment, també hi ha altres factors que hi intervenen. La producció s'ha estabilitzat en els països desenvolupats com a conseqüència de canvis estructurals més profunds, com la pèrdua de pes de l'agricultura i la creixent importància del sector serveis.²⁴ Alguns autors han arribat a la conclusió que la liberalització del mercat borsari redueix la volatilitat dels canvis en la producció.²⁵ Però la liberalització del mercat borsari (en aquest cas definida com l'obertura a l'entrada de capital estranger) està altament correlacionada amb altres reformes com les liberalitzacions comercials, fet que dificulta la identificació de les conseqüències separatament. Podem fer servir dades de 21 països durant quasi mig segle per investigar més detalladament la relació entre obertura financera i fluctuacions de



Nota: Obertura calculada com la suma de l'obertura comercial i financera

la producció. Si introduïm l'obertura comercial com a variable de control, una major obertura financera resulta ser desestabilitzadora, però només per a la producció. Un dels mecanismes claus de transmissió per tal que l'obertura dels comptes de capital tingui aquests efectes desestabilitzadors sembla que és el "contagi" al mercat borsari. En països amb mercats de valors comparativament liberalitzats, les fluctuacions de preus són més pronunciades. Això pot estendre's a la resta de l'economia pels efectes sobre la riquesa i a través dels cicles OPS/inversió. La integració comercial, en canvi, és indubtablement beneficiosa. Les dades indiquen que un país que passi d'un grau d'obertura comercial com el que hi havia de mitjana el 1950-54 al que hi hagué de mitjana el 1995-98, veurà reduïda la volatilitat de la seva producció en un 0.61% o, en altres paraules, quasi exactament un terç de la volatilitat que presenta el període en el seu conjunt. Els mateixos càlculs indiquen que una major convertibilitat del compte de capital durant el període va augmentar la volatilitat mitjana en un 0.52%. L'impacte del grau d'obertura en la volatilitat de la inflació és més gran, i inequívocament beneficiosa, tant en el cas de la liberalització comercial com en la de capital. L'eliminació de restriccions sobre el flux de béns i fons es tradueix en una volatilitat considerablement menor.

Quines conclusions podem derivar d'aquests resultats ambigus? Són bons o dolents els controls de capital per a l'estabilitat macroeconòmica? Per tal d'entendre les causes de la volatilitat, examinaré l'origen dels *shocks*. En el cas dels *shocks* de demanda, la producció i la inflació es mouran en la mateixa direcció. Els *shocks* d'oferta, en canvi, generaran moviments oposats d'aquestes dues variables.²⁶ Els instruments polítics a disposició dels bancs centrals són

semblants a un *shock* de demanda –permeten el moviment de la inflació i la producció en la mateixa direcció. En el cas de previsió perfecta, els bancs centrals haurien de ser capaços de neutralitzar completament els *shocks* de demanda. Els *shocks* d'oferta, en canvi, són més difícils de desxifrar. Si el principal objectiu polític és l'estabilitat de la producció, augmentarà la volatilitat de la inflació. En el cas contrari, la variabilitat de la producció creixerà a mesura que les autoritats monetàries intentin estabilitzar la taxa d'increment dels preus. Una bona mesura de l'eficiència de la política monetària ha de tenir en compte tant la volatilitat de la producció com la de la inflació.

Si analitzem la inestabilitat macroeconòmica durant els darrers cinquanta anys, ens trobem que les polítiques monetàries eficients són molt més corrents en països amb comptes de capital oberts. La Taula 1 ofereix una perspectiva general. De cada país agafem una observació per a períodes de cinc anys. Després els ordenem segons l'obertura dels seus comptes de capital. Les economies menys obertes presenten de mitjana un índex de Quinn-Toyoda de només 1.2 punts dels 4 possibles per a obertura financera. També tendeixen a obtenir menys de la meitat de la puntuació màxima relativa a la liberalització comercial. Tant la volatilitat de la producció com la de la inflació són més grans quan l'obertura del compte de capital i del compte corrent és baixa. Si ens desplaçem del quart al segon quantil referent a l'obertura del compte de capital, la volatilitat de la producció es redueix en un 0.5%, i la de la inflació en un 0.8%. A més a més, la política monetària ineficient coincideix amb menor mobilitat de capital i més restriccions comercials. La ineficiència de la política monetària disminueix regularment a mesura que augmenta l'obertura del compte corrent i del compte de capital.²⁷

Taula 1

Obertura, volatilitat i la ineficiència de la política monetària

	Obertura compte capital	Obertura compte corrent	Volatilitat de la producció*	Volatilitat de la inflació*	Ineficiència de la política monetària**
Primer quintil	1.2	3.6	2.5%	4.0%	83.3
Segon quintil	2.1	4.7	2.0%	3.0%	72.3
Tercer quintil	2.9	5.5	1.5%	2.1%	32.8
Quart quintil	3.4	7.2	1.5%	2.2%	16.5
Cinquè quintil	4.0	7.8	1.2%	1.4%	10.3

* calculada com la desviació estàndard dels canvis anuals en intervals de 5 anys

** calculada com la suma de les volatilitats de la producció i la inflació, menys la seva covariància

Intuïtivament, sembla que això té sentit – si no es sobrecarrega els bancs centrals amb altres tasques (defensar tipus de canvi fixos, facilitar la repressió fiscal o generar ingressos per senyoratge per al Tresor Públic), aquests seran més eficaços a l'hora d'evitar que la producció i la inflació es desviïn involuntàriament dels seus valors d'equilibri. També descobrim que els bancs centrals en països amb comptes de capital oberts tendeixen a seguir polítiques més intervencionistes quant al tipus d'interès.²⁸ La liberalització dels comptes de capital ha d'analitzar-se en el context de reformes institucionals més generals, amb considerable integració comercial i en el marc de les quals els bancs puguin aplicar polítiques d'estabilització. En aquestes condicions, els beneficis de l'obertura sembla que superen els costos, si més no pel que fa a la volatilitat. El que els països puguin perdre a causa d'una més gran obertura dels comptes de capital quant a estabilitat de la producció, ho guanyen fàcilment en estabilitat de la inflació. Si els fluxos de capital internacionals, tal com

sostenen molts dels seus crítics, coaccionen la política econòmica, els grillons que li imposen són més aviat manilles d'or.

5. La política econòmica de la integració financera

Per què hi ha països més oberts que d'altres? Poden les grans diferències en obertura financera que s'observen a l'Europa de la postguerra explicar-se per les diferents preferències dels agents polítics? O més aviat els beneficis derivats de la liberalització difereixen sistemàticament entre països, i això porta a alguns a obrir-se als fluxos de capital internacionals abans que els altres? Per a qualsevol persona familiaritzada amb la història dels controls de capital durant l'època de Bretton Woods, seria difícil ignorar el pes de les idees i preferències dels agents polítics. Sense Keynes i sense l'experiència de la Gran Depressió, les polítiques haurien estat molt més liberals des de molt abans. Però amb això no n'hi ha prou per explicar les trajectòries tan divergents que van seguir els països europeus. Hi ha pocs elements del clima polític i intel·lectual d'Alemanya, per exemple, que predestinessin el país a adoptar un grau d'obertura molt més gran que, per exemple, el del Regne Unit durant el període comprès entre 1950 i 1980.

Recentment, els economistes han començat a investigar la relació entre característiques constitucionals i resultats econòmics. A diferència d'altres variables polítiques, com el perfil d'esquerres o de dretes dels successius governs, els aspectes constitucionals varien molt poc. Hi ha algun vincle entre aquestes característiques estructurals, i més profundes, del sistema polític d'un país, i les seves variables econòmiques més importants? Persson i Tabellini, dos experts en

aquest tipus d'anàlisi, sostenen que en els països amb sistemes de govern presidencials i amb regles de vot per majoria, el pes de l'Estat és un 10% del PIB menor que el del prototípic país amb sistema de vot proporcional i caps de govern escollits per majoria parlamentària.²⁹ Dit d'altra manera, en els països on el cap de govern no necessita una majoria parlamentària contínua, i el sistema electoral es recolza en la majoria simple, la proporció del PIB controlada per l'Estat serà només tres quartes parts de la dels Estats amb govern parlamentari i representació proporcional.

¿Aquests aspectes constitucionals, poden també oferir una explicació de per què en alguns països els comptes de capital són més oberts que en altres? A primera vista, podrien aplicar-se arguments semblants. Els defensors de la "nova política econòmica" sostenen que l'Estat és més petit en països amb vot per majoria simple perquè les polítiques consistents en augmentar els impostos i la despesa beneficiaran desproporcionadament electorats i grups de pressió petits en districtes electorals marginals, fet que limita el suport a aquest tipus de polítiques. Pel fet que els controls de capital són semblants a un impost als propietaris de capital (augmenta la pressió fiscal sobre els seus actius, que poden veure el seu valor reduït per l'augment de la inflació), podem suposar que l'obertura variarà amb el sistema electoral. Empíricament, no hi ha evidència sòlida que doni suport a aquesta idea. Els països on preval la majoria simple tenen menys restriccions a la mobilitat del capital, però les diferències no són importants.³⁰ En canvi, el sistema de govern presidencial sembla que està directament relacionat amb comptes de capital molt més oberts. Però a la nostra base de dades disposem només de dos països classificats com a presidencials.³¹ Hauríem de ser prudents a l'hora de concedir massa importància a aquest efecte,

sobretot tenint en compte que no s'ha trobat en altres anàlisis transversals que inclouen dades de països en desenvolupament i de l'OCDE durant la dècada de 1990.

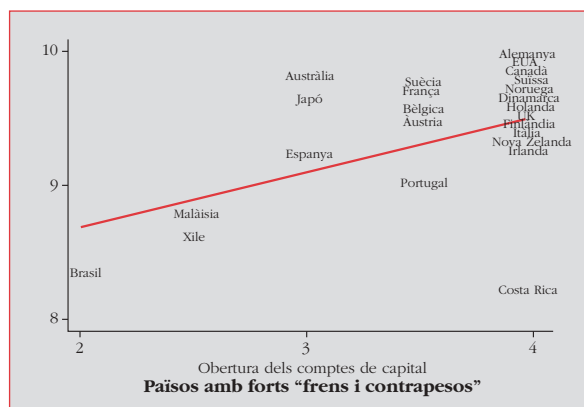
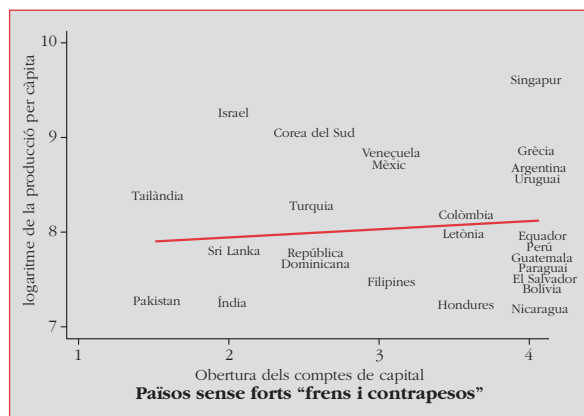
A la meua anàlisi, un dels aspectes constitucionals que presenta una relació forta i significativa amb l'obertura és la solidesa dels "frens i contrapesos". Com més institucions hi hagi que puguin, parcialment o totalment, bloquejar noves polítiques, més gran sembla ser l'obertura total. Curiosament, el resultat es veu reforçat si tenim en compte els partits polítics que controlen diferents parts de l'Estat, tal com consta en la clàssica "cohabitació" francesa, quan hi ha presidents d'un partit diferent al del primer ministre i al de la majoria del Parlament. La correlació, per tant, no només reflecteix la interacció positiva entre bancs centrals independents i liberalització dels mercats de capital. Els països amb constitucions que tenen més institucions amb capacitat de vet que la mitjana són al voltant d'un punt més oberts que els que estan per sota de la mitjana.³²

Una possible interpretació d'aquesta interacció és que per als països amb més agents amb dret a vet, l'obertura als fluxos de capital internacionals pot comportar més beneficis potencials, i consegüentment, tenen més tendència a fer-ho. Això no hauria de sorprendre'ns: les transferències de capital molt sovint impliquen compromisos a llarg termini, sobretot en els casos d'inversió estrangera directa. Una major incertesa respecte a les futures polítiques és lògic que actuï de poderós element dissuasiu per a la inversió estrangera, i per tant els sistemes polítics amb més "frens i contrapesos" haurien de ser, *ceteris paribus*, més estables. Els estudis empírics demostren que, efectivament, els països amb més agents amb capacitat de vet apliquen polítiques

fiscals més estables, i l'argument hauria de poder estendre's a les polítiques estructurals.³³ Segons això, els països que puguin comprometre's de forma creïble a seguir l'ortodòxia els hauria de ser més fàcil beneficiar-se de la mobilitat internacional del capital que aquells països que no disposen d'aquests nivells de compromís. Dit d'una altra manera, pot perfectament donar-se el cas que, a més de l'educació i d'un sistema legal anglosaxó, hi hagi altres aspectes constitucionals que, combinats amb la liberalització financera, puguin actuar com a catalitzadors del creixement. El Gràfic 4 ofereix una confirmació visual d'aquesta hipòtesi. Es mostra el logaritme de la producció per càpita segons l'obertura del compte de capital en una mostra transversal de 50 països, amb dades del període 1985-1995. Així com els primers estudis que trobem en la literatura empírica sobre creixement es centraven exclusivament en les taxes de variació de la renda per càpita, treballs més recents han concentrat molts més esforços en explicar el *nivell de la producció per càpita*.³⁴ Per al grup en conjunt, hi ha una dèbil correlació positiva. Passem tot seguit a subdividir la mostra en països amb forts "frens i contrapesos" i països sense. El pendent de la línia discontinua mostra que els països amb molts agents amb capacitat de vet poden esperar beneficis econòmics molt més grans que aquells amb poques institucions amb dret a vet en el seu procés polític. Per a països sense forts "frens i contrapesos", la línia ajustada és quasi plana, fet que indica que es beneficiaran molt poc (o gens) d'una major integració en els mercats de capital globals.

Una segona interpretació (tot i que no contradictòria amb l'anterior) seria que una major obertura tendeix a crear guanyadors i perdedors malgrat que, en conjunt, la producció augmenti. Com que els grups socials no coneixen *ex ante* qui es beneficiarà de les mesures de liberalització,

Gràfic 4



els grups que es vegin potencialment perjudicats no acceptaran una més gran integració si no estan segurs de ser compensats. El compromís creïble amb la redistribució és més fàcil en les democràcies, i també hauria de ser més fàcil en països amb estats del benestar més grans, i amb més "frens i contrapesos" que redueixen l'amenaça de bruscos canvis polítics.³⁵ Aquest argument es veu reafirmat per la constatació que països més oberts tenen estats del benestar més grans, i això s'estén a l'obertura dels comptes de capital.³⁶

6. Conclusions

Marx va afirmar que el capitalisme evolucionaria cap a la pròpia autodestrucció, i els actuals crítics de la “globalització” creuen que hi ha forces similars en joc. Un dels populars crítics de la globalització, William Greider, defensava que la imposició de “controls nacionals sobre el capital” hauria de ser prioritària en els programes polítics. Si no, “el sistema global... probablement experimentarà una sèrie de terribles esdeveniments– desastres de grans dimensions de caire econòmic, social o mediambiental”.³⁷

Investigacions recents han contribuït a proporcionar una avaluació més prudent dels beneficis i costos associats als fluxos de capital globals. Ja hi ha prou dades fiables que una major obertura financera és inequívocament bona per al creixement econòmic. La liberalització dels comptes de capital no només s’associa a rendes per càpita i productivitat més altes, sinó que, a més a més, els estudis de casos de liberalització concrets demostren que hi ha una posterior acceleració del creixement. La causa més probable és el cost més baix de l’accés al capital. Tan bon punt el capital creua les fronteres nacionals, els riscos que abans no podien reduir-se ara poden ser diversificats més fàcilment. Conseqüentment, el cost de finançament del capital propi cau fins a aproximadament un terç. Hi ha també bones raons per pensar que l’eficiència de la distribució del capital millora a mesura que els països adopten mesures liberalitzadores.

Hi ha certs indicis, fins i tot per a un conjunt de països europeus força desenvolupats, que hi ha aspectes foscos en la mobilitat del capital. La major obertura dels comptes de capital està associada a una major volatilitat de la producció. No obstant això, també sembla que va paral·lela a

una menor variació (i a nivells més baixos) d’inflació. De fet, l’estabilitat macroeconòmica agregada augmenta amb l’obertura financera. La causa més probable és institucional: els països que adopten comptes de capital relativament oberts també tenen bancs centrals més independents, i no es recolzen en el senyoratge per finançar les despeses de l’Estat. La política monetària pot ser utilitzada més fàcilment per combatre els efectes dels shocks, especialment si no s’ha de recórrer a la política de tipus d’interès per defensar una paritat concreta del tipus de canvi.

La liberalització del mercat de capital també està considerablement vinculada a aspectes constitucionals. Mentre que, per una banda, el sistema electoral i el tipus de govern no són molt rellevants, tenir un sistema de “frens i contrapesos” sí que és important. A més institucions independents amb capacitat de vet en un sistema polític (i a major estat del benestar) més probable és que un país estigui obert als fluxos financers internacionals. El període de creixement espectacular a Europa durant els “anys daurats” entre 1950 i 1970 es va emmarcar en un moment de molt poca mobilitat de capital. Tanmateix, això no implica, com queda fermament demostrat en investigacions recents, que els controls de capital siguin bons per a l’economia. Al contrari, imposar restriccions va tenir un efecte considerable fins i tot en els moments de major intervenció estatal sobre les transaccions internacionals. La raó per la qual, durant els darrers 50 anys, els països europeus han passat a ser considerablement més oberts, i per què ho han fet quasi tots sense patir cap de les crisis devastadores que han assolat sovint els països del Tercer Món, sembla radicar en el desenvolupament d’estructures polítiques i institucionals complementàries. La delegació

progressiva de les competències polítiques i econòmiques en les regions autònomes, en institucions supranacionals i bancs centrals independents ha augmentat el nombre d'agents amb poder de vet a la majoria de països europeus, un efecte que s'ha vist reforçat per una major heterogeneïtat en l'orientació política de les legislatures i els governs, i per una clara major redistribució. Allà on els sistemes polítics poden comprometre's creïblement a mantenir polítiques estables i a compensar els que es veuen perjudicats per l'obertura, és més probable que es doni la liberalització i que aquesta comporti beneficis econòmics considerables. Si hi ha quelcom que l'experiència europea dels darrers cinquanta anys pot ensenyar als polítics del present, és la importància de les condicions institucionals i socials per tal que l'obertura sigui un èxit. L'obertura dels comptes de capital, com a condició aïllada, pot ser que no sigui un objectiu recomanable en un programa polític. En aquest sentit, la proposta de 1996 del FMI que s'ha mencionat a la introducció potser fou equivocada. Ha d'haver-hi suficients transferències socials per compensar els potencials perjudicats, i els sistemes polítics han de ser estables per garantir la continuïtat d'aquestes polítiques. Si es donen aquestes precondicions, no hi ha cap raó per témer que els mercats de capital globals tinguin cap efecte desestabilitzador.

Aquests resultats també vénen a dir que el nerviosisme generat pel poder dels mercats anònims (i la impotència dels governs escollits democràticament) no està fonamentat. En lloc de minar la influència dels polítics i els avenços de l'estat del benestar, una liberalització del mercat de capital exitosa pot ser que depengui de tots dos. I tot i que els règims autoritaris (i els països

democràtics però políticament fràgils) poden obrir els seus comptes de capital, hi ha poques possibilitats que n'obtinguin els mateixos beneficis que les democràcies amb un sistema elaborat de "frens i contrapesos".

Notes

- (1) Soros 1999.
- (2) Citat segons Rodrik 2002.
- (3) Fischer 1998.
- (4) Aquest és l'argument de Rodrik i Kaplan, que no està lliure de crítiques. Kaplan i Rodrik 2001.
- (5) Krugman 1998. L'anàlisi de la comptabilitat de les empreses indica que el deute a curt termini no havia disminuït com havien suggerit abans alguns autors. Comparar amb Gallego i Hernandez 2003.
- (6) Crook 2003.
- (7) L'única excepció notable són els recents treballs d'Arteta, Eichengreen i Wyplosz 2001, així com altres estudis de Wyplosz (Wyplosz 1999, Wyplosz 2000).
- (8) Bakker 1993, Eichengreen 1993.
- (9) Quinn i Inclan 1997, Quinn 1997.
- (10) Wyplosz 1999.
- (11) Lucas 1990.
- (12) Obstfeld 1994.
- (13) Stulz 1999.
- (14) Bordo, Eichengreen, Klingebiel i Martinez-Peria 2001.
- (15) Rodrik 1998a.
- (16) Quinn i Toyoda 1996; Quinn i Inclan 1997.
- (17) Arteta, Eichengreen i Wyplosz 2001; Bekaert, Harvey i Lundblad 2001.
- (18) Voth 2003c.
- (19) Henry 2000.
- (20) Wyplosz 1999.
- (21) Hi ha dades noves que indiquen que el repartiment del risc internacional pot ser més gran que el que es pensava abans. Comparar amb Brandt, Cochran i Santa-Clara 2002.
- (22) Kraay 1998, Aghion, Bacchetta i Banerjee 1999.
- (23) Fem servir la desviació estàndard de la producció real menys la tendència filtrada de Hodrick-Prescott.
- (24) Sheffrin 1988, Blanchard i Simon 2001. Comparar amb el treball de Romer 1989.
- (25) Bekaert, Harvey i Lundblad 2002.
- (26) Cecchetti i Krause 2001.
- (27) Voth 2003b.
- (28) Voth 2003b.

- (29) Persson i Tabellini 2003.
- (30) Voth 2003a.
- (31) Els dos països són els Estats Units i Suïssa. En el cas de Suïssa, molts observadors polítics en discutirien la classificació.
- (32) La correlació no ve donada per una associació positiva entre règims presidencials i nombre d'institucions amb dret a vet. Al contrari, la correlació amb el nombre d'agents amb poder de vet és petita (0.2) en les dades de panell, i negativa (-0.44) en anàlisis transversals.
- (33) Henisz 2001.
- (34) Hall i Jones 1999.
- (35) Acemoglu i Robinson 2000. La despesa en benestar social com a percentatge del PIB i el nombre d'agents amb capacitat de vet estan significativament i considerablement correlacionats en una mostra transversal de països (0.38, significativa a l'1 per cent).
- (36) Rodrik 1998b, Voth 2003a.
- (37) Greider 1997: 472-3.

Bibliografia

- Acemoglu, D. i J. A. Robinson (2000). "Why Did the West Extend the Franchise? Democracy, Inequality, and Growth in Historical Perspective." *Quarterly Journal of Economics* 115(4): 1167-99.
- Aghion, P., P. Bacchetta, *et al.* (1999). Capital Markets and the Instability of Open Economies, Centre for Economic Policy Research Discussion Paper: 2083: 33.
- Arteta, C., B. Eichengreen, *et al.* (2001). On the Growth Effects of Capital Account Liberalization. *Article escrit per a la conferència commemorativa del 60è aniversari de A. Razin.*
- Bakker, A. F. P. (1993). *The Liberalization of Capital Movements in Europe*. Dordrecht, Kluwer.
- Bekaert, G., C. Harvey, *et al.* (2001). "Does Financial Liberalization Spur Growth?" *National Bureau of Economic Research Working Paper* 8245.
- Bekaert, G., C. Harvey, *et al.* (2002). "Growth Volatility and Equity Market Liberalization." *Manuscript inèdit, Duke University.*
- Blanchard, O. i J. Simon (2001). "The Long and Large Decline in US Output Volatility." *MIT Economics Working Paper* 01-29.
- Bordo, M., B. Eichengreen, *et al.* (2001). "Is the Crisis Problem Growing More Severe?" *Manuscript inèdit, Economics Department, Rutgers University.*
- Brandt, M., J. Cochrane, *et al.* (2002). "International Risk Sharing is Better than You Think." *Manuscript inèdit, Wharton School of Finance.*
- Cecchetti, S. i S. Krause (2001). "Financial Structure, Macroeconomic Stability and Monetary Policy." *National Bureau of Economic Research Working Paper* 8354.
- Crook, C. (2003). "A Slightly Circuitous Route." *The Economist* (May 1st).
- Eichengreen, B. (1993). *Reconstructing Europe's Trade and Payments*. Manchester, Manchester University Press.
- Fischer, S. (1998). Capital-Account Liberalization and the Role of the IMF. *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?* S. Fischer, R. Cooper, *et al.*, Princeton University, Princeton Studies in International Finance.

- Gallego, F. i L. Hernandez (2003). Microeconomic Effects of Capital Controls: The Chilean Experience During the 1990s. *Symposium on Capital Controls. Special Issue: International Journal of Finance and Economics*. B. Eichengreen and H.-J. Voth.
- Greider, W. (1997). *One World, Ready or Not : The Manic logic of global capitalism*. New York, Simon & Schuster.
- Hall, R. E. i C. I. Jones (1999). "Why Do Some Countries Produce So Much More Output Per Worker Than Others?" *Quarterly Journal of Economics* 114(1): 83-116.
- Henisz, W. J. (2001). "Political Institutions and Policy Volatility." *Manuscrito inédito, Wharton School of Finance*.
- Henry, P. B. (2000). "Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices." *Journal of Finance* 55(2): 529-64.
- Kaplan, E. i D. Rodrik (2001). "Did the Malaysian Capital Controls Work?" *NBER Working Paper* 8142.
- Kraay, A. (1998). "In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization." *World Bank, Manuscrit inédit*.
- Krugman, P. (1998). "Heresy Time." <http://www.mit.edu/~krugman>.
- Lucas, R. E., Jr. (1990). "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?" *American Economic Review* 80(2): 92-96.
- Obstfeld, M. (1994). "Risk Taking, Global Diversification, and Growth." *American Economic Review* 84(5): 1310-1329.
- Persson, T. i G. E. Tabellini (2003). *The Economic Effects of Constitutions*, MIT Press.
- Quinn, D. (1997). "The Correlates of Change in International Financial Regulation." *American Political Science Review* 91(3): 531-551.
- Quinn, D. i C. Inlcan (1997). "The Origins of Financial Openness: A Study of Current and Capital Account Liberalization." *American Journal of Political Science* 41(3): 771-813.
- Quinn, D. i M. Toyoda (1996). "Measuring International Financial Openness and Closure." *Manuscrit inédit, Georgetown University*.
- Rodrik, D. (1998a). Who Needs Capital-Account Convertibility. *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility? S. Fisher, R. Cooper, et al.* Princeton, International Finance Section, Dept. of Economics, Princeton University. 207: 55-65.
- Rodrik, D. (1998b). "Why Do More Open Economies Have Bigger Governments?" *Journal of Political Economy* 106(5): 997-1032.
- Rodrik, D. (2002). "Feasible Globalizations." *NBER Working Paper* 9129.
- Romer, C. D. (1989). "The Prewar Business Cycle Reconsidered: New Estimates of Gross National Product, 1869-1908." *Journal of Political Economy* 97(1): 1-37.
- Sheffrin, S. M. (1988). "Have Economic Fluctuations Been Dampened? A Look at Evidence Outside the United States." *Journal of Monetary Economics* 21(1): 73-83.
- Soros, G. (1999). "To Avert the Next Crisis." *Financial Times* (January 7).
- Stulz, R. (1999). "Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital." *NYSE Working Paper* 99(02).
- Voth, H.-J. (2003a). "Constitutions and Capital Account Openness." *Manuscrit inédit, Universitat Pompeu Fabra*.
- Voth, H.-J. (2003b). "Does Globalization Lead to Higher Volatility." *Manuscrit inédit, Universitat Pompeu Fabra*.
- Voth, H.-J. (2003c). Liberalization and the Cost of Capital in Western Europe 1950-1999. *Symposium on Capital Controls. Special Issue: International Journal of Finance and Economics*. B. Eichengreen and H.-J. Voth.
- Wyplosz, C. (1999). "Financial Restraints and Liberalization in Postwar Europe." *mimeo, Graduate Institute of International Studies, Geneva*.
- Wyplosz, C. (2000). "Exchange Rate Regimes: Some Lessons from Postwar Europe." *mimeo, Graduate Institute of International Studies, Geneva*.

Títols publicats fins ara

- 1. Una reflexió sobre l'atur a Espanya**
Ramon Marimon (juny 97)
 - 2. Reduir l'atur: a qualsevol preu?**
Fabrizio Zilibotti (desembre 97)
 - 3. Impostos sobre el capital i el treball, activitat macroeconòmica i redistribució**
Albert Marcet (novembre 98)
 - 4. El prestador de darrera instància en l'entorn financer actual**
Xavier Freixas (novembre 99)
 - 5. Per què creix el sector públic? El paper del desenvolupament econòmic, el comerç i la democràcia**
Carles Boix (novembre 99)
 - 6. Gerontocràcia i Seguretat Social**
Xavier Sala i Martín (juliol 2000)
 - 7. La viabilitat política de la reforma del mercat laboral**
Gilles Saint-Paul (desembre 2000)
 - 8. Contribueixen les polítiques de la Unió Europea a estimular el creixement i a reduir les desigualtats regionals?**
Fabio Canova (maig 2001)
 - 9. Efectes d'aglomeració a Europa i als EUA**
Antonio Ciccone (setembre 2001)
 - 10. Polarització econòmica a la conca mediterrània**
Joan Esteban (maig 2002)
 - 11. Com inverteixen la seva riquesa les economies domèstiques?**
Miquel Faig (octubre 2002)
 - 12. Efectes macroeconòmics i distributius de la Seguretat Social**
Luisa Fuster (abril 2003)
 - 13. Educar la intuïció: Un repte pel segle XXI**
Robin M. Hogarth (setembre 2003)
 - 14. Els controls de capital a l'Europa de la postguerra**
Hans-Joachim Voth (abril 2004)
-



Hans-Joachim Voth

Hans-Joachim Voth va estudiar a Bonn, Freiburg, St. Antony's College, Oxford, i a l'European University Institute, Florència. És Ph.D. en Història Econòmica pel Nuffield College, Oxford (1996).

Actualment és catedràtic de la Universitat Pompeu Fabra. En el passat ha estat professor a Cambridge University, Stanford University i al MIT, i va ser Director Associat del Centre for History and Economics a Cambridge University del 1999 al 2002. A més a més, ha estat professor visitant a l'Institute for Advanced Studies, RSSH, ANU, Austràlia, i al Nuffield College, Oxford.

El seus treballs en història econòmica han estat publicats en diferents revistes científiques, com la *European Economic Review*, *el Journal of Economic History*, *Explorations in Economic History*, *la American Economic Review* i *la Economic History Review*. El 2001 l'Oxford University Press va publicar un llibre basat en la seva tesi, guanyadora d'un premi. Hans-Joachim és Research Fellow del CEPR, Londres.

CENTRE DE RECERCA EN ECONOMIA INTERNACIONAL

GENERALITAT DE CATALUNYA
UNIVERSITAT POMPEU FABRA

Ramon Trias Fargas, 25-27 - 08005 Barcelona
Tel: 93 542 24 98 - Fax: 93 542 18 60
E-mail: crei@upf.edu
<http://www.econ.upf.edu/crei>

P.V.P.: 6,00€

