

Els Opuscles del CREI

nº **14**

Abril 2004

Los controles de capital en la Europa de la posguerra

Hans-Joachim Voth



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



Los controles de capital en la Europa de la posguerra

El Centre de Recerca en Economia Internacional (CREI) es un centro de investigación constituido como consorcio integrado por la Universitat Pompeu Fabra y la Generalitat de Catalunya. Su sede está en el campus de la Universitat Pompeu Fabra, en Barcelona.

El objetivo del CREI es promover la investigación en economía internacional y macroeconomía con los estándares académicos más altos.

Els Opuscles del Crei pretenden ser los instrumentos de difusión de la investigación del CREI en el ámbito no académico. Cada *Opuscle* recoge, para un público general, las conclusiones y observaciones de trabajos publicados, o en vías de publicación, en las revistas especializadas. Se hace constar que las opiniones expresadas en *Els Opuscles del CREI* son responsabilidad de sus autores.

Editado por: CREI
Universitat Pompeu Fabra
Ramon Trias Fargas, 25-27 08005 Barcelona
Tel. 93 542 24 98
© CREI, 2004
© de esta edición: Hans-Joachim Voth
ISSN: 1137 - 7828
Traducción del inglés: Natàlia Mora
Diseño: Fons Gràfic
Impresión: Masanas Gràfiques
Depósito legal: B-21255-2004

1. Introducción

Según los críticos de la globalización, la ausencia de restricciones en los flujos de capital causa estragos en todo el mundo. El principal problema derivado de la “globalización”, aparte del aumento de la miseria en los países del Tercer Mundo, se considera que es la mayor inestabilidad económica que provoca. La integración comercial es a veces considerada una fuerza benigna, pero la integración de los mercados de capital es vista casi universalmente con escepticismo. En un artículo en el *Financial Times* que ha sido ampliamente citado, George Soros describía estos peligros: “...el sistema financiero global todavía tiene defectos fundamentales... los *booms* y las crisis son endémicos... los mercados pueden moverse como una bola de demolición y derrumbar una economía tras otra”.¹

El actual escepticismo sobre las ventajas de la libre circulación de capitales se remonta por lo menos a los mismos padres del sistema de Bretton Woods. Con el recuerdo de la Gran Depresión y de la crisis del crédito internacional de 1929-33 todavía fresco en su memoria, tanto los políticos como los académicos habían dado la espalda a los flujos libres de capital. John Maynard Keynes argumentaba a principios de la década de 1930:²

“Yo simpatizo con aquellos que optan por minimizar, más que... maximizar los vínculos económicos entre naciones. Las ideas, el arte, el conocimiento, la hospitalidad y los viajes deberían ser internacionales. Pero dejemos que los bienes estén producidos en casa cuando sea posible..., y sobre todo dejemos que las finanzas sean fundamentalmente nacionales.”

Hasta hace poco, el escepticismo de los arquitectos del sistema de Bretton Woods no era más que un recuerdo lejano –algo pasado de moda, irrelevante. Hasta 1996, la mayoría de economistas estaba de acuerdo en que la absoluta liberalización de las cuentas de capital era beneficiosa, y en que el FMI debería proponerla explícitamente como uno de sus objetivos. Reflexionando sobre las experiencias de las décadas de 1980 y 1990, justo antes del estallido de la crisis financiera asiática, Stanley Fischer argumentaba que “...incluso...los países en crisis se han visto beneficiados de la afluencia de capital, un hecho que debería hacernos recordar que ningún país puede permitirse aislarse de los mercados de capital internacionales”³. Las crisis en Asia y América Latina desde 1997 han vuelto a cambiar el clima intelectual; los controles de capital ya vuelven a formar parte de la agenda política. Las salidas masivas de capital, combinadas con la crisis

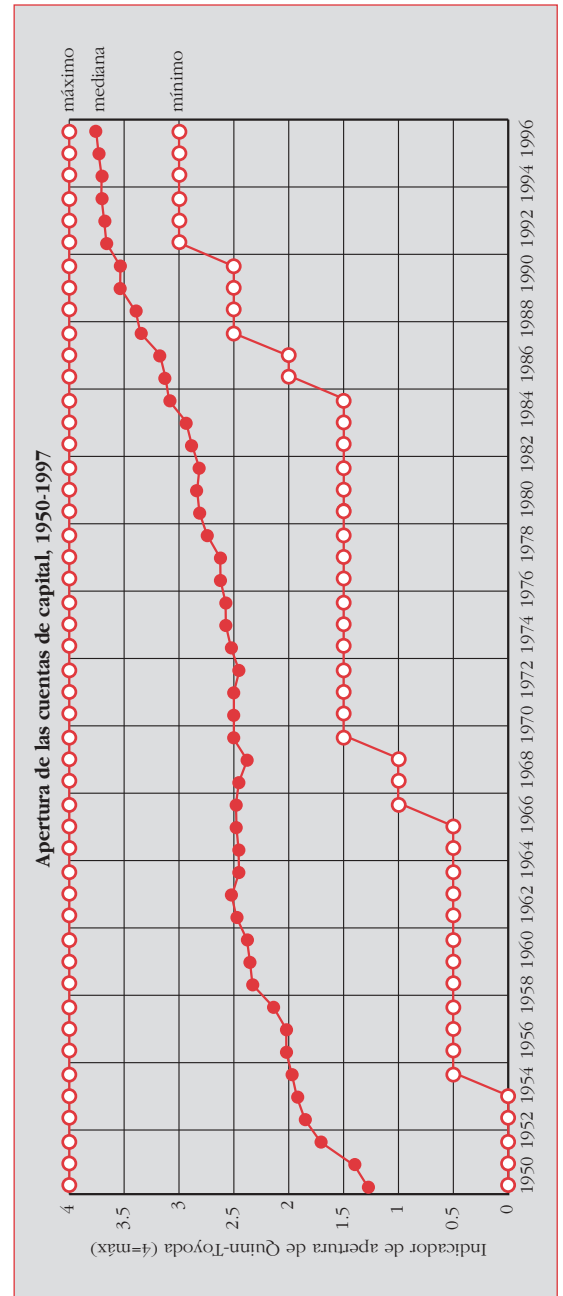
financiera y económica en Asia Oriental y Argentina, han hecho mucho por socavar el consenso político anterior. Malasia, en lo que fue un desafío a la ortodoxia económica, impuso controles; sin embargo, probablemente su recuperación ha sido en todos los sentidos tan pujante como la de los países que adoptaron las políticas ortodoxas del FMI.⁴ Las restricciones de Chile a las entradas de capital se presentan de pronto como un ejemplo positivo. Paul Krugman sostiene que ha llegado el momento de la “herejía” –de reconsiderar la utilidad de los controles de capital.⁵ Incluso el archiliberal *Economist* reconoce hoy que su tradicional apoyo a los libres movimientos de capital puede haber sido un error, y que tal vez es prudente mantener algunos controles, por lo menos en los países en desarrollo.⁶

Gran parte de la discusión sobre los costes y beneficios de los controles de capital se ha basado en datos de los países del Tercer Mundo y de la OCDE durante los últimos veinte años.⁷ Esta línea de investigación tiene claras ventajas en cuanto a disponibilidad de datos y relevancia política. Pero tal vez no pueda decirnos tanto sobre el impacto económico de los controles de capital como uno espera. La mayoría de los controles vigentes durante este período se dieron en los países menos desarrollados, y fueron a menudo bastante suaves e ineficaces. Además, buena parte de la atención se ha centrado en la capacidad de los controles de reducir los efectos de contagio y de disminuir el riesgo de crisis financieras. Este tipo de análisis, por definición, se centra en los efectos a corto plazo. Puesto que la mayor parte de los beneficios que se pueden esperar de la libertad de circulación de capitales son, por su propia naturaleza, a largo plazo, esto puede sesgar los cálculos. También es difícil diferenciar el efecto real de los

controles en casos recientes, puesto que hay una serie de factores que son específicos de economías menos desarrolladas (tales como niveles relativamente altos de corrupción, derechos de propiedad poco definidos, etc.). Este opúsculo resume la investigación reciente sobre los efectos económicos de los controles de capital y sus correlatos políticos y económicos, con especial énfasis en la Europa de la posguerra.

Después de 1945, los controles fueron al principio bastante amplios, y se aplicaron mucho más estrictamente que en la mayoría de países del Tercer Mundo hoy en día. Después del final de la guerra, era casi imposible obtener divisas para operaciones comerciales, y mucho menos para transferencias de capital al extranjero.⁸ Las normas de Bretton Woods no preveían volver a abrir las cuentas de capital, y subrayaban en cambio la importancia de la convertibilidad de las transacciones por cuenta corriente. El Gráfico 1 muestra el grado de apertura financiera en un conjunto de países de Europa occidental (más los Estados Unidos, Japón, Nueva Zelanda y Australia). Como medida de apertura de las cuentas de capital, utilizamos la escala de Quinn-Toyoda, que va de 0 (las más cerradas) a 4 (las más abiertas), y que es uno de los índices más utilizados por economistas y politólogos. Se basa en los informes anuales del FMI sobre restricciones cambiarias.⁹ A principios de la década de 1950, los controles en general eran bastante importantes, y las políticas aplicadas en este grupo de países comparativamente semejantes conformaban un abanico muy amplio. Medio siglo después, las políticas de los países ricos han convergido hacia un alto grado de apertura. Incluso los países más restrictivos alcanzan una puntuación de 3 puntos sobre 4.

Gráfico 1



En la Europa de la posguerra, los controles de capital se dismantelaron a velocidades diferentes. La apertura total de las cuentas no se llegó a dar hasta el período previo a la introducción del euro en la década de 1990. Alemania y los Países Bajos, por ejemplo, impulsaron medidas bastante liberalizadoras a principios de la década de 1960, aunque luego volvieron a imponer controles estrictos a finales de la década de 1960 y principios de la de 1970. El Reino Unido utilizó controles muy específicos hasta 1979, y después los abolió rápidamente; Francia e Italia mantuvieron muchas restricciones hasta principios de la década de 1990. Son estas diferencias tan marcadas en un grupo de países que, por otro lado, comparten un conjunto de características comunes, las que proporcionan un “experimento natural” para estudiar los efectos de los controles, y serán también útiles para evaluar las interacciones entre los diferentes sistemas políticos y la medida en que los controles se imponían y revocaban como respuesta a momentos de crisis. El análisis del caso de la Europa de la posguerra, por lo tanto, puede aclarar varias cuestiones políticas de no poca importancia. En primer lugar, algunos especialistas han argumentado que el período de rápido crecimiento entre 1950 y 1970 demostró que los controles de capital no son dañinos.¹⁰ Al concentrarnos en este período, estamos en realidad reduciendo la probabilidad de encontrar efectos negativos –y si aún así apareciera alguno, existen buenas razones para pensar que éste sería aún mayor bajo otras circunstancias menos favorables. En segundo lugar, la transición a la apertura tuvo lugar –por lo menos en retrospectiva– sin que hubiera cambios o crisis serios. Aunque los ataques especulativos al sistema de Bretton Woods y al SME en 1992 provocaron trastornos considerables, Europa nunca llegó a vivir una “década perdida” similar a

la que experimentó América Latina durante la década de 1980, o una contracción de la producción que pudiera compararse a las recesiones vistas en Asia Oriental en 1997/98. Una mayor comprensión de los factores que facilitaron esta cómoda transición será útil para los encargados de formular políticas. En tercer lugar, podemos examinar los determinantes de la apertura de las cuentas de capital: ¿qué factores políticos, institucionales y económicos son los que facilitan a los países la integración en los mercados de capital mundiales?

2. Aspectos teóricos

La libre circulación de capital debería ser inequívocamente buena para el bienestar general. Esto se debe a una serie de razones. El ahorro nacional dispone de salidas para los fondos excedentes o, alternativamente, las necesidades de financiación pueden satisfacerse con capital extranjero. Además, el riesgo agregado debería disminuir. Sin la posibilidad de importar o exportar capital, cada país tendría que invertir exactamente lo que ahorra. Las economías con mayor crecimiento no podrían pedir prestado al exterior para financiar nuevos equipos o infraestructuras; los países con exceso de ahorro tendrían que aceptar rendimientos en constante declive para sus inversiones. El potencial de la movilidad de capital es tal que la ausencia de entradas de capital a gran escala en los países en desarrollo ha desconcertado durante mucho tiempo a los economistas.¹¹ La posibilidad de diversificar riesgos debería aumentar dramáticamente en cuanto los mercados de capital se abren a los flujos del exterior. Los riesgos que, en cualquier país, pueden ser demasiado altos y estar demasiado concentrados para sus inversores, deberían ser en teoría una

carga mucho más fácil de soportar para el conjunto del capital mundial. Esto se debe en parte a que el tamaño mínimo eficiente de ciertos proyectos puede que sea demasiado grande para los inversores nacionales, dada su capacidad de riesgo. Además, si se invierte en un conjunto de proyectos a nivel mundial, los riesgos específicos de un país tienen mucha menos importancia que si la cartera consta únicamente de inversiones nacionales.¹² La integración en los mercados de capital globales debería, por tanto, reducir el coste del capital de riesgo.¹³

Más difícil es explicar por qué los flujos de capital transnacionales se han vinculado a la inestabilidad. En mercados sin costes de transacción ni información asimétrica, las crisis deberían ser contadísimas. Pero hay cambios bruscos en la dirección de estos flujos que han sido bien documentados; y a menudo conllevan costes nada menospreciables. Un país que se tenga que enfrentar a una huída de capital (a menudo en mitad de una crisis) tendrá que aumentar considerablemente los tipos de interés, lo que acelerará la caída de la producción. Si la contracción es seria, puede darse deflación, lo que cargará a los prestatarios con costes mayores que los esperados. Se disparará el número de bancarrotas, y los préstamos impagados plantearán problemas a muchos bancos. Las devaluaciones bruscas – sobre todo después de que un país abandone una paridad cambiaria– magnificarán estos efectos, y conducirán a la insolvencia a los prestatarios nacionales. Dependiendo del tamaño de la deuda exterior, el sector bancario puede llegar al límite de la bancarrota.

Explicar por qué se dan los cambios bruscos en el volumen y dirección de los flujos de capital no es nada fácil. Como principal factor, suele invocarse a la información asimétrica: ya que los

prestatarios saben mucho más que los acreedores sobre su situación financiera, éstos últimos tienen que actualizar continuamente sus impresiones sobre las probabilidades de retorno del préstamo, basándose en aspectos observables. Cuanto menor sea la información que proporcione el conjunto inicial de observaciones, y cuanto más reveladora sea la información posterior, mayor será el riesgo de cambios bruscos. Además, si los prestamistas se dan cuenta de que sólo disponen de información limitada, intentarán inferir la salud financiera de sus prestatarios investigando las acciones de otros bancos, y desencadenarán así un comportamiento de imitación autodestructivo. Los *shocks*, por lo tanto, se magnificarán. Si las crisis financieras y monetarias se derivan de tendencias en la economía o bien se guían por la “irracionalidad” del mercado es algo que continúa siendo objeto de debate. La cuestión es que en el mundo la frecuencia de las crisis no ha disminuido.¹⁴

3. Las ventajas de los flujos de capital libres: evidencia empírica

Durante mucho tiempo, fueron los proponentes de liberalizar los flujos internacionales de capital los que cargaron con el peso de tener que demostrar sus efectos positivos. Los primeros trabajos empíricos consiguieron demostrar pocas ventajas. Dani Rodrik, por ejemplo, mostró en un gráfico la tasa de crecimiento durante el período 1975-89 según el grado de apertura financiera, usando datos del FMI.¹⁵ Ni el crecimiento ni la inversión estaban clara o positivamente correlacionados con la liberalización financiera. En el caso de la inversión, parecía existir una relación negativa. En un momento en que justo se habían hecho patentes los peligros de la libertad de movimiento

del capital, la ausencia de correlación positiva entre crecimiento y apertura parecía sugerir claramente que los riesgos de la libre circulación de capitales eran mayores que los beneficios. Un estudio sobre Europa occidental de Charles Wyplosz, además, llegó a la conclusión de que los controles de capital contribuyeron en un 0.9% anual a la tasa media de crecimiento durante el período 1960-95.

Las investigaciones posteriores han mejorado los trabajos de Rodrik y Wyplosz al examinar un mayor conjunto de países y durante períodos más largos, y al medir los controles de capital con indicadores más apropiados. En lugar de una sencilla variable ficticia dicotómica (como la construida por el FMI), los politólogos han elaborado una medida más precisa con una escala del 0 al 4.¹⁶ El análisis, usando mejores datos y técnicas más refinadas, indica que los flujos de capital libres de restricciones causan más beneficio que daño, por lo menos como promedio y durante períodos más largos. Las regresiones con datos transversales para diferentes países parecen confirmar los efectos perjudiciales de los controles de capital de forma más clara para los países desarrollados. Allí donde los mercados financieros son profundos y líquidos, el sistema bancario está fuertemente supervisado y regulado, y la liberalización financiera es precedida por la integración comercial, hay fuertes efectos positivos sobre el crecimiento.¹⁷ Como promedio, los países con políticas liberalizadoras pueden aumentar su crecimiento anual hasta en un 1.1%. Entre otras “condiciones” que potencian los efectos positivos estarían altos niveles de educación secundaria, y una tradición legal anglosajona. Un análisis más meticuloso ha demostrado que los beneficios estimados de eliminar los controles se dan independientemente de otras mejoras en el

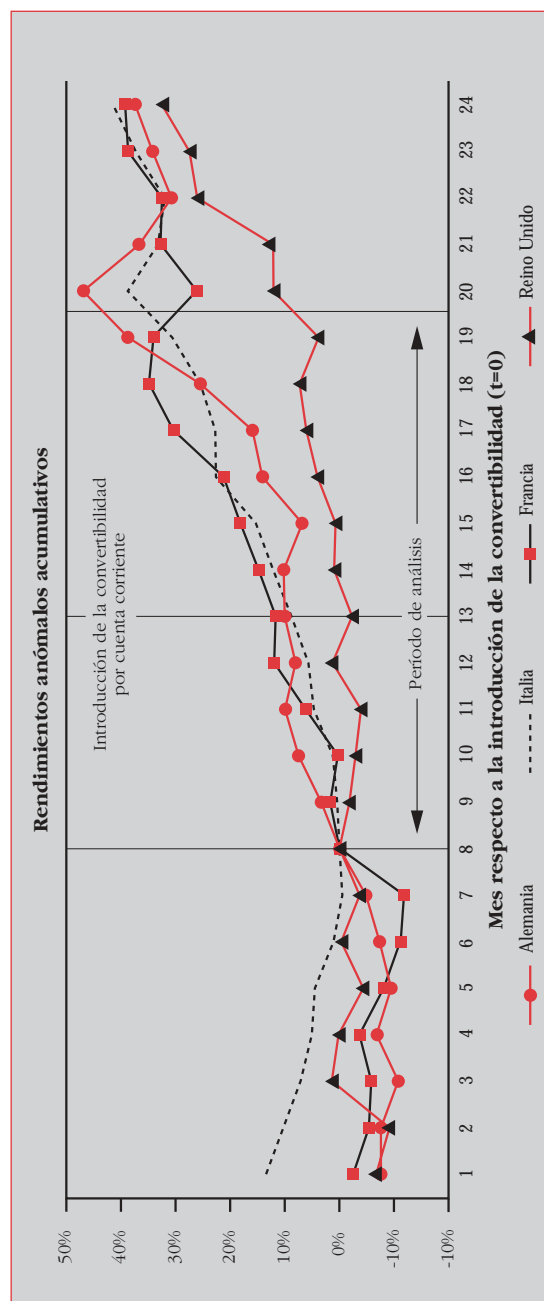
ámbito macroeconómico (como programas o reformas estables) que puedan acompañar a la liberalización financiera.

Todavía queda pendiente dilucidar cuáles son los mecanismos responsables de las consecuencias positivas de la integración financiera. En principio, habría tres factores como posibles candidatos. En la práctica, todos ellos podrían estar implicados simultáneamente. Primero, la eliminación de los controles de capital podría reducir el coste del capital, al convertir los riesgos idiosincrásicos y específicos de un país en riesgos diversificables. Segundo, el volumen de fondos invertibles podría aumentar. Tercero, la distribución del capital puede ser más eficiente en caso que los inversores extranjeros sean más perspicaces, y trasladen los fondos a las industrias y empresas que darán mayores rendimientos. Uno de los modos de abrir la “caja negra” de esta aparentemente benigna liberalización financiera es analizar casos individuales de liberalización, y determinar la magnitud de los cambios.

Un episodio particularmente útil es la introducción de la convertibilidad de la moneda en Europa Occidental en 1959. Durante unos 14 años desde el final de la Segunda Guerra Mundial, los países europeos habían funcionado con un sistema de compensación multilateral de pagos (conocido como Unión Europea de Pagos, UPE) que había permitido minimizar la necesidad de hacer transferencias al exterior en dólares. A largo plazo, cuando crecieron las reservas de divisas, se pudo contemplar el retorno a la convertibilidad. Una vez restablecida ésta, ya no podrían ignorarse totalmente los flujos de capital si por otro lado los importadores y exportadores se involucraban en operaciones de subfacturación y sobrefacturación respectivamente.¹⁸

Para determinar el efecto que tiene la liberalización sobre el coste del capital, podemos analizar los precios de las acciones o los ratios sobre dividendo. El precio al que las empresas pueden vender su capital propio (en términos de un múltiple de los ingresos, normalmente medido por los ratios sobre dividendo) es un buen indicador del coste del capital. Con rápido crecimiento, los dividendos aumentaban. En dicho contexto esperaríamos un aumento del precio de las acciones –siempre que los aumentos de dividendos fueran inesperados. Pero el incremento del precio de las acciones alrededor del momento en que se introduce la convertibilidad es mucho mayor (y mucho más concentrado en el tiempo) que lo que puede ser explicado por mejoras generales de la situación económica. El Gráfico 2 muestra los cambios en los índices del mercado de valores para cuatro grandes países europeos: Italia, Francia, Alemania y Reino Unido. Puesto que estos cuatro países implementaron la libre circulación de la moneda en diferentes momentos en el tiempo, los alineamos según el tiempo pasado desde el cambio, con lo que el mes 0 indica el momento en que se introduce la convertibilidad de las transacciones por cuenta corriente. Durante un período de 12 meses centrado en el mes del cambio (desde 5 meses antes hasta 6 meses después) observamos un incremento en el precio de las acciones de entre un 23 y un 34%. Este aumento es en comparación con los rendimientos “normales” esperados durante estos meses, dado el comportamiento de ciertas variables macroeconómicas. Un aumento así en la valoración de las acciones viene a sugerir una reducción en el coste del capital de aproximadamente un tercio – algo parecido a los efectos encontrados en estudios recientes de liberalizaciones en el Tercer Mundo.¹⁹

Gráfico 2



Un modo alternativo de examinar los efectos de los controles de capital sobre el coste de financiación es fijarse en los muchos cambios de política de finales de la década de 1960 y principios de la de 1970. En cuanto se hizo más difícil gestionar el sistema de tipos de cambio fijos de Bretton Woods, bastantes países europeos introdujeron o intensificaron los controles sobre las entradas y salidas de capital. Una medida útil del rigor de estos controles es la diferencia entre el tipo de interés en diferentes países denominados en la misma moneda. En ausencia de controles, la diferencia debería ser 0 – cualquier diferencial del tipo de interés desaparecería debido al arbitraje de los agentes en los mercados financieros. Pero las diferencias eran en realidad considerables, lo que indica que en la década de 1960 continuaba habiendo obstáculos significativos a la movilidad del capital. Las políticas más restrictivas de finales de los años 60 y de la década de 1970 aumentaron los diferenciales considerablemente. Alemania, por ejemplo, intentó impedir las entradas de capital para evitar el recalentamiento de la economía y la inflación. La diferencia entre los tipos de interés nacionales y los depósitos en marcos alemanes en el exterior era del 0.11 por ciento en abril de 1970, pero creció hasta el 2.64 por ciento durante el período comprendido entre abril de 1970 y septiembre de 1974. En otros países también hubo incrementos importantes. Si el argumento sobre los importantes beneficios derivados de la diversificación del riesgo es correcto, entonces deberíamos esperar un fuerte descenso del valor de los títulos a medida que aumenta la segregación en los mercados de capital – e independientemente de si los bancos centrales están intentando atraer capital o exportarlo. Además, el descenso debería ser similar en los países que trataron de frenar las entradas de capital (Alemania, Países Bajos) y en esos que

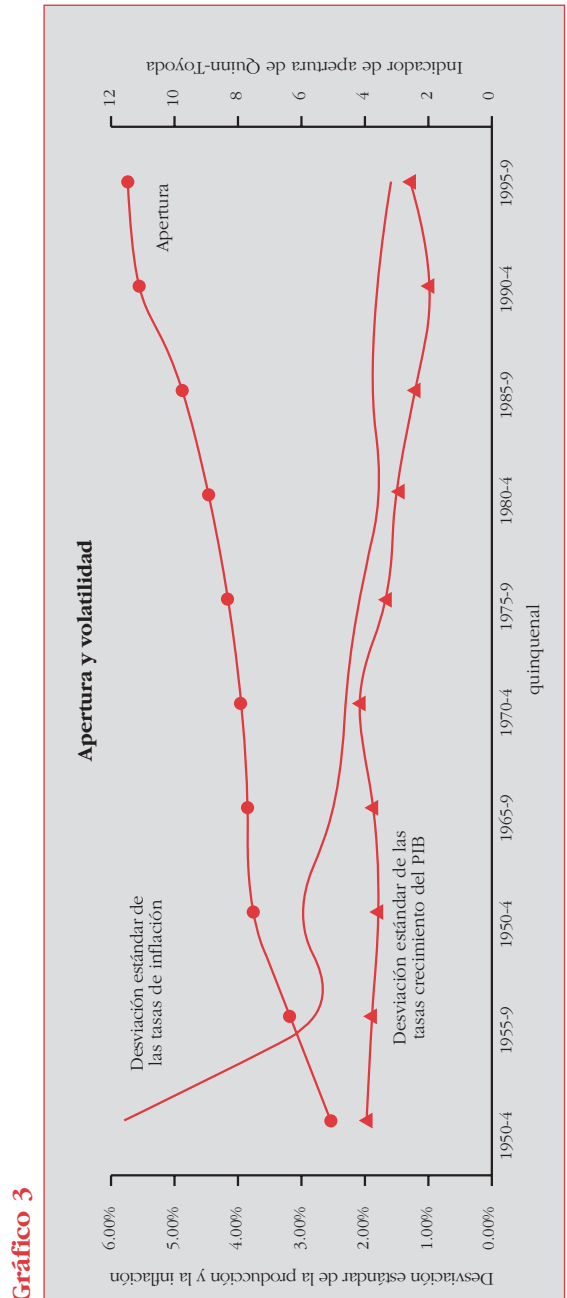
intentaron contener las salidas de capital (Reino Unido, Francia, Italia). Esto es precisamente lo que sugiere el examen de la rentabilidad de las acciones durante los períodos en que se intensifican los controles de capital. A medida que se “nacionalizó” el riesgo que antes era diversificable, la rentabilidad del capital propio cayó en picado, lo que sugiere que el coste del capital aumentó considerablemente. Para el caso de Alemania, el efecto acumulado de los controles causó un aumento de aproximadamente un tercio del coste de financiación.

Los datos sobre el coste del capital parecen apuntar claramente a que una de las principales ventajas de la integración de los mercados de capital internacionales deriva del abaratamiento de la financiación del capital propio. Los indicadores de integración, más sensibles, también pueden utilizarse para examinar si los controles de capital durante la “edad de oro” en Europa, tal como algunos especialistas han argumentado, fueron beneficiosos para el crecimiento.²⁰ En nuestra muestra de países europeos, observamos claros efectos negativos derivados de los controles de capital. Para obtener este resultado es crucial utilizar los índices de intervención política más recientes y más precisos. Si utilizamos las medidas de apertura financiera desarrolladas por Quinn y Toyoda (en una escala del 1 al 4) o el diferencial entre las tasas nacionales y las exteriores, encontramos de forma sistemática que los controles fueron perjudiciales. Este efecto además es grande en términos económicos. El cálculo más preciso implica que, para un aumento del 1% del diferencial entre los tipos de interés nacionales y aquéllos en el exterior, se ralentizaba el crecimiento en un 0.3% anual. Esto también implica que, por muy impresionantes que parezcan las tasas de crecimiento en Europa entre 1950 y 1970, éstas podrían haber sido mayores si

se hubiera procedido antes a la liberalización. Los efectos beneficiosos a largo plazo de la integración de los mercados de capitales puede que sean más difíciles de apreciar que las dramáticas crisis económicas ocasionales que suelen atraer la atención de los medios de comunicación, pero no por ello son menos importantes.

4. Controles de capital e inestabilidad

Existe la creencia común de que la libre circulación del capital puede ser desestabilizadora. Sin embargo, el impacto de algunas crisis ocasionales, por muy espectaculares que sean, tiene que contrarrestarse con la capacidad estabilizadora de la integración de los mercados de capital. Algunos cambios repentinos de las condiciones económicas pueden causar ciclos de auge y crisis espectaculares en economías aisladas. Si Alemania no hubiera dispuesto de acceso a los mercados de capital internacionales para pedir prestados los fondos que necesitaba después de la reunificación, por ejemplo, los tipos de interés nacionales hubiesen sido incluso más altos de lo que ya eran. Las transferencias del exterior permitieron una distribución temporal del consumo y la inversión, lo que debería reducir la volatilidad.²¹ No puede por tanto concluirse prematuramente que la integración a los mercados de capital internacionales socava la estabilidad. Si es el efecto de la crisis o bien la moderación de la inversión y el consumo lo que domina ya es una cuestión empírica. Algunos autores, partiendo de consideraciones teóricas, han argumentado que la integración financiera internacional debería estimular la volatilidad de la producción en países de renta baja, y reducirla en países ricos.²²



Nota: Apertura calculada como la suma de la apertura comercial y financiera

En la mayoría de países ricos, la volatilidad de variables macroeconómicas claves ha disminuido considerablemente durante los últimos 50 años (Gráfico 3). La desviación estándar del crecimiento de la producción (respecto a la tendencia) a finales de la década de 1990 representaba aproximadamente dos terceras partes de lo que era a mediados de siglo.²³ Y más sorprendente aun, la variabilidad de la inflación se ha reducido a menos de un tercio de su nivel inicial. La menor volatilidad fue paralela a grandes aumentos en la apertura financiera y comercial.

¿Existe alguna razón para pensar que esta relación es causal? Intervienen, por supuesto, otros factores. La producción se ha estabilizado en los países desarrollados como consecuencia de cambios estructurales más profundos, como la pérdida de peso de la agricultura y la mayor importancia del sector servicios.²⁴ Algunos autores han llegado a la conclusión de que la liberalización del mercado bursátil reduce la volatilidad de los cambios en la producción.²⁵ Sin embargo, la liberalización del mercado bursátil (en este caso definida como la apertura a la entrada de capital extranjero) está altamente correlacionada con otras reformas como las liberalizaciones comerciales, lo que dificulta la identificación de las consecuencias separadamente. Podemos usar datos de 21 países durante casi medio siglo para investigar más detalladamente la relación entre apertura financiera y fluctuaciones de la producción. Si introducimos la apertura comercial como variable de control, una mayor apertura financiera resulta ser desestabilizadora, pero únicamente para la producción. Uno de los mecanismos de transmisión claves para que la apertura de las cuentas de capital tenga estos efectos desestabilizadores parece que es el “contagio” al mercado bursátil. En países con mercados de

valores comparativamente liberalizados las fluctuaciones de precios son más pronunciadas. Esto puede extenderse al resto de la economía por sus efectos sobre la riqueza y a través de los ciclos de OPS/inversión. La integración comercial, en cambio, es indudablemente beneficiosa. Los datos sugieren que un país que pase de un grado de apertura comercial como el que había como media en 1950-54 al que hubo de media en 1995-98 verá reducida la volatilidad de su producción en un 0.61%, o en otras palabras, casi exactamente un tercio de la volatilidad que presenta el período en su conjunto. Los mismos cálculos indican que una mayor convertibilidad de la cuenta de capital durante el período aumentó la volatilidad media en un 0.52%. El impacto del grado de apertura en la volatilidad de la inflación es mayor, e inequívocamente beneficiosa, tanto en el caso de la liberalización comercial como en la de capital. La eliminación de restricciones sobre el flujo de bienes y fondos se traduce en una volatilidad considerablemente menor.

¿Qué conclusiones podemos derivar de estos resultados ambiguos? ¿Son buenos o malos los controles de capital para la estabilidad macroeconómica? Para entender las causas de la volatilidad, examinaré el origen de los *shocks*. En el caso de los *shocks* de demanda, la producción y la inflación se moverán en la misma dirección. Los *shocks* de oferta, en cambio, generarán movimientos opuestos en estas dos variables.²⁶ Los instrumentos políticos a disposición de los bancos centrales son similares a un shock de demanda – permiten el movimiento de la inflación y la producción en la misma dirección. En el caso de previsión perfecta, los bancos centrales deberían ser capaces de neutralizar completamente los *shocks* de demanda. Los *shocks* de oferta, en cambio, son más difíciles de descifrar. Si el principal objetivo político es la

estabilidad de la producción, aumentará la volatilidad de la inflación. En el caso contrario, la variabilidad de la producción crecerá a medida que las autoridades monetarias intenten estabilizar la tasa de incremento de los precios. Una buena medida de la eficiencia de la política monetaria debe tener en cuenta tanto la volatilidad de la producción como la de la inflación.

Si analizamos la inestabilidad macroeconómica durante los últimos cincuenta años, nos encontramos con que las políticas monetarias eficientes son mucho más corrientes en países con cuentas de capital abiertas. La Tabla 1 ofrece una perspectiva general. De cada país tomamos una observación para períodos de cinco años. Después éstos se ordenan según la apertura de sus cuentas de capital. Las economías menos abiertas presentan de media un índice de Quinn-Toyoda de sólo 1.2 puntos de los 4 posibles para apertura financiera. También tienden a obtener menos de la mitad de la puntuación máxima relativa a la liberalización comercial. Tanto la volatilidad de la producción como la de la inflación son mayores cuando la apertura de la cuenta de capital y de la cuenta corriente es baja. Si nos desplazamos del cuarto al segundo quintil referente a la apertura de la cuenta de capital, la volatilidad de la producción se reduce en un 0.5%, y la de la inflación en un 0.8%. Además, la política monetaria ineficiente coincide con menor movilidad del capital y más restricciones comerciales. La ineficiencia de la política monetaria disminuye regularmente a medida que aumenta la apertura de la cuenta corriente y de capital.²⁷

Intuitivamente, esto parece tener sentido – si no se sobrecarga a los bancos centrales con otras tareas (defender tipos de cambio fijos, facilitar la represión fiscal, o generar ingresos por señoraje

para el Tesoro Público), éstos serán más eficaces a la hora de evitar que la producción y la inflación se desvíen indeseadamente de sus valores de equilibrio. También descubrimos que los bancos centrales en países con cuentas de capital abiertas tienden a seguir políticas más intervencionistas en cuanto al tipo de interés.²⁸ La liberalización de las cuentas de capital tiene que analizarse en el contexto de reformas institucionales más generales, con considerable integración comercial y en el marco de las cuales los bancos puedan aplicar políticas de estabilización. En estas condiciones, los beneficios de la apertura parecen superar a los costes, por lo menos en cuanto a volatilidad. Lo que los países puedan perder debido a la mayor apertura de las cuentas de capital en cuanto a estabilidad de la producción, lo ganan fácilmente en estabilidad de la inflación. Si los flujos de capital internacionales, tal como sostienen muchos de sus críticos, coaccionan la política económica, los grilletes que le imponen son más bien de oro.

Tabla 1
Apertura, volatilidad y la ineficiencia de la política monetaria

	Apertura cuenta capital	Apertura cuenta corriente	Volatilidad de la producción*	Volatilidad de la inflación*	Ineficiencia de la política monetaria**
primer quintil	1.2	3.6	2.5%	4.0%	83.3
segundo quintil	2.1	4.7	2.0%	3.0%	72.3
tercer quintil	2.9	5.5	1.5%	2.1%	32.8
cuarto quintil	3.4	7.2	1.5%	2.2%	16.5
quinto quintil	4.0	7.8	1.2%	1.4%	10.3

* calculada como la desviación estándar de los cambios anuales en intervalos de 5 años

** calculada como la suma de las volatilidades de la producción y la inflación, menos su covarianza

5. La política económica de la integración financiera

¿Por qué hay países más abiertos que otros? ¿Pueden las grandes diferencias en apertura financiera que se observan en la Europa de la posguerra explicarse por las diferentes preferencias de los agentes políticos? ¿O acaso los beneficios derivados de la liberalización difieren sistemáticamente entre países, lo que lleva a algunos a abrirse a los flujos de capital internacionales antes que otros? Para cualquiera familiarizado con la historia de los controles de capital durante la época de Bretton Woods, sería difícil ignorar el peso de las ideas y preferencias de los agentes políticos. Sin Keynes y sin la experiencia de la Gran Depresión, las políticas hubieran sido mucho más liberales desde mucho antes. Pero esto no es suficiente para explicar las trayectorias tan divergentes que siguieron los países europeos. Hay pocos elementos del clima político e intelectual de Alemania, por ejemplo, que predestinaran al país a adoptar un grado de apertura mucho mayor que por ejemplo el del Reino Unido durante el período comprendido entre 1950 y 1980.

Recientemente, los economistas han empezado a investigar la relación entre características constitucionales y resultados económicos. A diferencia de otras variables políticas como el perfil de izquierdas o de derechas de los sucesivos gobiernos, los aspectos constitucionales varían muy poco. ¿Existe algún vínculo entre estas características estructurales, y más profundas, del sistema político de un país, y sus variables económicas más importantes? Persson y Tabellini, dos expertos en este tipo de análisis, sostienen que en los países con sistemas de gobierno presidenciales y con reglas de voto por mayoría simple, el peso del estado es un 10% del

PIB menor que el del prototípico país con sistema de voto proporcional y jefes de gobierno elegidos por mayoría parlamentaria.²⁹ En otras palabras, en los países donde el jefe de gobierno no necesita una mayoría parlamentaria continua, y el sistema electoral se apoya en la mayoría simple, la proporción del PIB controlada por el estado será sólo tres cuartas partes de la de los estados con gobierno parlamentario y representación proporcional.

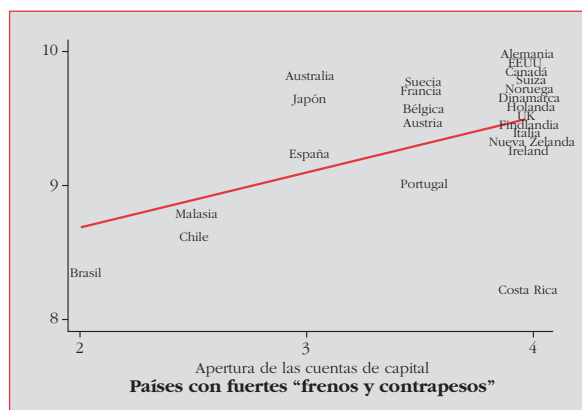
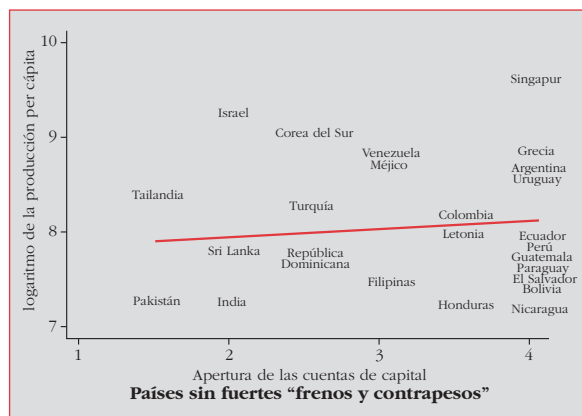
¿Pueden estos aspectos constitucionales ofrecer también una explicación de por qué en algunos países las cuentas de capital son más abiertas que en otros? A primera vista, podrían aplicarse argumentos parecidos. Los defensores de la “nueva política económica” sostienen que el Estado es más pequeño en países donde el voto es por mayoría simple porque las políticas consistentes en gravar y gastar beneficiarían desproporcionadamente a electorados y grupos de presión pequeños en distritos electorales marginales, lo que limita el apoyo a este tipo de políticas. Puesto que los controles de capital son similares a un impuesto sobre los propietarios de capital (subirá la presión fiscal sobre sus activos y el valor de éstos puede disminuir debido al aumento de la inflación), es de suponer que la apertura varíe con el sistema electoral. Empíricamente, no hay evidencia sólida que apoye esta idea. Los países donde prevalece la mayoría simple tienen menos restricciones a la movilidad del capital, pero las diferencias no son importantes.³⁰ En cambio, el sistema de gobierno presidencial parece que está directamente relacionado a cuentas de capital mucho más abiertas. Pero en nuestra base de datos sólo disponemos de dos países clasificados como presidenciales.³¹ Deberíamos ser prudentes a la hora de dar demasiada importancia a este efecto, sobre todo teniendo en cuenta que no ha podido

encontrarse en análisis transversales que incluyen datos de países en desarrollo y de la OCDE en la década de 1990.

En mi análisis, uno de los aspectos constitucionales que está fuerte y significativamente relacionado con la apertura es la solidez de los “frenos y contrapesos”. A mayor número de instituciones independientes que puedan, parcial o totalmente, bloquear políticas nuevas, mayor parece ser la apertura total. Curiosamente, el resultado se ve reforzado si tenemos en cuenta los partidos políticos que controlan diferentes partes del Estado, tal como se da en la clásica “cohabitación” francesa, cuando hay presidentes de un partido diferente al del primer ministro y al de la mayoría del Parlamento. La correlación, por tanto, no sólo refleja la interacción positiva entre bancos centrales independientes y liberalización de los mercados de capital. Los países con constituciones que tienen más agentes con capacidad de veto que la media son alrededor de un punto más abiertos que los que están por debajo de la media.³²

Una posible interpretación de esta interacción es que para los países con más agentes con capacidad de veto, la apertura a los flujos de capital internacionales puede conllevar más beneficios potenciales, y por lo tanto son más propensos a ello. Esto no debería sorprendernos: las transferencias de capital conllevan a menudo compromisos muy a largo plazo, sobre todo en los casos de inversión extranjera directa. La mayor incertidumbre respecto a las futuras políticas debería actuar de poderoso elemento disuasorio para la inversión extranjera, y los sistemas políticos con más “frenos y contrapesos” deberían por tanto, *ceteris paribus*, ser más estables. Los estudios

Gráfico 4



empíricos demuestran que, efectivamente, los países con más agentes con capacidad de veto aplican políticas fiscales más estables, y el argumento debería poder extenderse también a las políticas estructurales.³³ Siendo esto así, a los países que puedan comprometerse de forma creíble a seguir la ortodoxia les debería ser mucho más fácil beneficiarse de la movilidad internacional del capital que a aquellos países que no disponen de dichos niveles de compromiso. Dicho de otro modo, podría muy bien ser el caso que, además de la educación y

de un sistema legal anglosajón, haya otros aspectos constitucionales que, combinados con la liberalización financiera, puedan actuar como catalizadores del crecimiento. El Gráfico 4 confirma gráficamente esta hipótesis. Muestra el logaritmo de la producción per cápita según la apertura de la cuenta de capital en una selección transversal de 50 países, con datos del período 1985-1995. Así como los primeros estudios de la literatura empírica sobre el crecimiento se centraban exclusivamente en las tasas de variación de la renta per cápita, trabajos más recientes han concentrado muchos más esfuerzos en explicar el *nivel de la producción per cápita*.³⁴ Para el grupo en conjunto, existe una débil correlación positiva. Pasamos luego a subdividir la muestra en países con fuertes “frenos y contrapesos” y países sin. La pendiente de la línea discontinua muestra que los países con muchos agentes con capacidad de veto pueden esperar beneficios económicos mucho mayores que aquellos con pocas instituciones con derecho a veto en su proceso político. Para los países sin fuertes “frenos y contrapesos”, la línea ajustada es casi plana, lo que indica que se beneficiarán muy poco (o nada) de una mayor integración en los mercados de capital globales.

Una segunda interpretación (aunque no contradictoria con la anterior) sería que una mayor apertura tiende a crear ganadores y perdedores a pesar de que, en conjunto, la producción aumente. Puesto que los grupos sociales no conocen *ex ante* quién se beneficiará de las medidas de liberalización, los grupos que potencialmente se vean perjudicados no aceptarán la mayor integración si no están seguros de ser compensados. El compromiso creíble con la redistribución es más fácil en las democracias, y también debería ser más fácil en

países con estados del bienestar mayores, y con más “frenos y contrapesos” que reduzcan la amenaza de bruscos cambios políticos.³⁵ Este argumento se ve reafirmado por la constatación de que países más abiertos tienen mayores estados del bienestar, y esto se extiende a la apertura de las cuentas de capital.³⁶

6. Conclusiones

Marx sostuvo que el capitalismo evolucionaría hasta su autodestrucción, y los actuales críticos de la “globalización” creen que existen fuerzas similares en juego. Uno de los críticos populares de la globalización, William Greider, sostuvo que la imposición de “controles nacionales sobre el capital” debería ser prioritaria en los programas políticos. Si no, “el sistema global... probablemente experimentará una serie de terribles acontecimientos – desastres de grandes dimensiones de naturaleza económica, social o medioambiental”.³⁷ Investigaciones recientes han contribuido a proporcionar una evaluación más prudente de los beneficios y costes asociados a los flujos de capital globales. Hay ya suficientes datos fiables de que una mayor apertura financiera es inequívocamente buena para el crecimiento económico. La mayor liberalización de las cuentas de capital no sólo se asocia a rentas per cápita más altas y mayor productividad, sino que además los estudios de casos de liberalización concretos muestran que hay una posterior aceleración del crecimiento. La causa más probable es el menor coste del acceso al capital. En cuanto el capital cruza las fronteras nacionales, los riesgos que antes no podían reducirse ahora pueden ser diversificados más fácilmente. Consecuentemente, el coste de financiación del capital propio cae hasta aproximadamente un tercio. Existen también

razones para pensar que la eficiencia de la distribución del capital mejora a medida que los países adoptan medidas liberalizadoras.

Hay evidencia – incluso para un conjunto de países europeos relativamente muy desarrollados– de que existe el lado oscuro de la movilidad del capital. La mayor apertura de las cuentas de capital está asociada a una mayor volatilidad de la producción. Sin embargo, también parece ir paralela a una menor variación (y niveles más bajos) de inflación. La estabilidad macroeconómica agregada de hecho aumenta con la apertura financiera. La causa más probable es institucional: los países que adoptan cuentas de capital relativamente abiertas también tienen bancos centrales más independientes, y no se apoyan en el señoreaje para financiar los gastos del Estado. La política monetaria puede utilizarse más fácilmente para combatir los efectos de los *shocks*, y más aún si no tiene que recurrirse a la política de tipos de interés para defender una paridad concreta del tipo de cambio.

La liberalización del mercado de capital está también considerablemente vinculada a aspectos constitucionales. Mientras que por un lado el sistema electoral y el tipo de gobierno no son tan relevantes, tener un sistema elaborado de “frenos y contrapesos” es importante. Cuanto mayor es el número de agentes independientes con capacidad de veto en un sistema político (y cuanto mayor sea el estado del bienestar), más probable es que un país esté abierto a los flujos financieros internacionales. El período de crecimiento espectacular en Europa durante los “años dorados” entre 1950 y 1970 tuvo lugar en un momento de muy poca movilidad de capital. Esto no implica, como queda firmemente demostrado en investigaciones recientes, que los controles de capital sean buenos para la economía. Al

contrario, imponer restricciones tuvo un efecto considerable incluso en los momentos de mayor intervención estatal sobre las transacciones internacionales. La razón por la que, durante los últimos 50 años, los países europeos han pasado a estar considerablemente más abiertos, y por qué lo han hecho en gran medida sin padecer ninguna de las crisis devastadoras que han acosado a menudo a los países del Tercer Mundo, parece radicar en el desarrollo de estructuras políticas e institucionales complementarias. La delegación progresiva de las competencias políticas y económicas en las regiones autónomas, en instituciones supranacionales y en bancos centrales independientes ha aumentado el número de agentes con poder de veto en la mayoría de países europeos, un efecto que se ha visto reforzado por la mayor heterogeneidad en la orientación política de las legislaturas y los gobiernos, y por la claramente mayor redistribución. Allí donde los sistemas políticos pueden comprometerse creíblemente a mantener políticas estables y a compensar a aquellos que se ven perjudicados por la apertura, es más probable que se dé la liberalización y que ésta conlleve beneficios económicos considerables. Si hay algo que la experiencia europea de los últimos cincuenta años puede enseñar a los políticos de hoy en día es la importancia de las condiciones institucionales y sociales para que la apertura sea un éxito. La apertura de las cuentas de capital, como condición aislada, puede que no sea un objetivo recomendable en un programa político. En este sentido, la propuesta de 1996 del FMI que se ha discutido en la introducción puede que fuera equivocada. Tiene que haber suficientes transferencias sociales para compensar a los potenciales perjudicados, y los sistemas políticos tienen que ser estables para garantizar la continuidad de estas políticas. Si se cumplen estas

precondiciones, no hay ninguna razón para temer que los mercados de capital globales tengan ningún efecto desestabilizador.

Estos resultados también vienen a decir que el nerviosismo generado por el poder de los mercados anónimos (y la impotencia de los gobiernos elegidos democráticamente) carece de fundamento. En lugar de socavar la influencia de los políticos y los logros del estado del bienestar, una liberalización del mercado de capital exitosa puede que dependa de ambos. Y así como los regímenes autoritarios (y los países democráticos pero políticamente frágiles) pueden abrir sus cuentas de capital, hay pocas probabilidades de que obtengan los mismos beneficios que las democracias con un elaborado sistema de “frenos y contrapesos”.

Notas

- (1) Soros 1999.
- (2) Citado según Rodrik 2002.
- (3) Fischer 1998.
- (4) Este es el argumento de Rodrik y Kaplan, aunque no está libre de críticas. Kaplan y Rodrik 2001.
- (5) Krugman 1998. El análisis de la contabilidad de varias empresas sugiere que la deuda a corto plazo no disminuyó en el modo que otros autores antes habían sugerido. Comparar con Gallego y Hernandez 2003.
- (6) Crook 2003.
- (7) La única excepción notable es el trabajo reciente de Arteta, Eichengreen y Wyplosz 2001, así como otros estudios de Wyplosz (Wyplosz 1999, Wyplosz 2000).
- (8) Bakker 1993, Eichengreen 1993.
- (9) Quinn y Inclan 1997, Quinn 1997.
- (10) Wyplosz 1999.
- (11) Lucas 1990.
- (12) Obstfeld 1994.
- (13) Stulz 1999.
- (14) Bordo, Eichengreen, Klingebiel y Martinez-Peria 2001.
- (15) Rodrik 1998a.
- (16) Quinn y Toyoda 1996; Quinn y Inclan 1997.
- (17) Arteta, Eichengreen y Wyplosz 2001; Bekaert, Harvey y Lundblad 2001.
- (18) Voth 2003c.
- (19) Henry 2000.
- (20) Wyplosz 1999.
- (21) Hay nuevos datos que indican que el riesgo compartido internacional es mucho mayor que lo que anteriormente se creía. Comparar con Brandt, Cochrane y Santa-Clara 2002.
- (22) Kraay 1998, Aghion, Bacchetta y Banerjee 1999.
- (23) Utilizamos la desviación estándar de la producción real menos la tendencia filtrada de Hodrick-Prescott.
- (24) Sheffrin 1988, Blanchard y Simon 2001. Comparar con el trabajo de Romer 1989.
- (25) Bekaert, Harvey y Lundblad 2002.
- (26) Cecchetti y Krause 2001.
- (27) Voth 2003b.
- (28) Voth 2003b.
- (29) Persson y Tabellini 2003.

- (30) Voth 2003a.
- (31) Los dos países son Estados Unidos y Suiza. En el caso de Suiza, muchos observadores políticos discutirían su clasificación.
- (32) Además la correlación no se da por una asociación positiva entre el régimen presidencial y el número de agentes con derecho a veto. Al contrario, la correlación con las instituciones con poder de veto es pequeña (0.2) en los datos de panel, y negativa (-0.44) en los datos transversales.
- (33) Henisz 2001.
- (34) Hall y Jones 1999.
- (35) Acemoglu y Robinson 2000. El gasto en bienestar social como porcentaje del PIB y el número de agentes con capacidad de veto están fuertemente y significativamente correlacionados en una muestra transversal de países (0.38, significativa al 1 por ciento).
- (36) Rodrik 1998b, Voth 2003a.
- (37) Greider 1997: 472-3.

Bibliografía

- Acemoglu, D. y 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. *Artículo escrito para la conferencia conmemorativa del 60 aniversario 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." *Manuscrito inédito, Duke University.*
- Blanchard, O. y 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?" *manuscrito inédito, Economics Department, Rutgers University.*
- Brandt, M., J. Cochrane, *et al.* (2002). "International Risk Sharing is Better than You Think." *Manuscrito inédito, Wharton School of Finance.*
- Cecchetti, S. y 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. y 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. y 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. y 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, manuscrito inédito*.
- 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. y 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. y C. Inclan (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. y M. Toyoda (1996). "Measuring International Financial Openness and Closure." *Manuscrito inédito, 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." *Manuscrito inédito, Universitat Pompeu Fabra*.
- Voth, H.-J. (2003b). "Does Globalization Lead to Higher Volatility." *Manuscrito inédito, 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*.

Títulos publicados

- 1. Una reflexión sobre el desempleo en España**
Ramon Marimon (Junio 97)
 - 2. Reducir el paro: ¿a cualquier precio?**
Fabrizio Zilibotti (Diciembre 97)
 - 3. Impuestos sobre el capital y el trabajo, actividad macroeconómica y redistribución**
Albert Marcet (Noviembre 98)
 - 4. El prestamista en última instancia en el entorno financiero actual**
Xavier Freixas (Noviembre 99)
 - 5. ¿Por qué crece el sector público? El papel del desarrollo económico, el comercio y la democracia**
Carles Boix (Noviembre 99)
 - 6. Gerontocracia y Seguridad Social**
Xavier Sala i Martín (Julio 2000)
 - 7. La viabilidad política de la reforma del mercado laboral**
Gilles Saint-Paul (Diciembre 2000)
 - 8. ¿Contribuyen las políticas de la Unión Europea a estimular el crecimiento y a reducir las desigualdades regionales?**
Fabio Canova (Mayo 2001)
 - 9. Efectos de aglomeración en Europa y en EE.UU.**
Antonio Ciccone (Septiembre 2001)
 - 10. Polarización económica en la cuenca mediterránea**
Joan Esteban (Mayo 2002)
 - 11. ¿Cómo invierten su riqueza las economías domésticas?**
Miquel Faig (Octubre 2002)
 - 12. Efectos macroeconómicos y distributivos de la Seguridad Social**
Luisa Fuster (Abril 2003)
 - 13. Educar la intuición: Un reto para el siglo XXI**
Robin M. Hogarth (Septiembre 2003)
 - 14. Los controles de capital en la Europa de la posguerra**
Hans-Joachim Voth (Abril 2004)
-



Hans-Joachim Voth

Hans-Joachim Voth estudió en Bonn, Freiburg, St. Antony's College, Oxford, y en el European University Institute, Florencia. Es Ph.D. en Historia Económica por el Nuffield College, Oxford (1996).

Actualmente es catedrático de la Universitat Pompeu Fabra. Anteriormente ha sido profesor en Cambridge University, Stanford University y en el MIT. Fue Director Asociado del Centre for History and Economics en Cambridge University del 1999 al 2002. Además ha sido profesor visitante del Institute for Advanced Studies, RSSS, ANU, Australia, y del Nuffield College, Oxford.

Sus trabajos en historia económica han sido publicados en varias revistas científicas, como la *European Economic Review*, *el Journal of Economic History*, *Explorations in Economic History*, *la American Economic Review* y *la Economic History Review*. En el 2001 la Oxford University Press publicó un libro basado en su tesis, ganadora de un premio. Hans-Joachim es 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>

PVP: 6,00€



Generalitat de Catalunya
Departament de Presidència



Generalitat de Catalunya
Departament d'Universitats, Recerca
i Societat de la Informació