



MOVILIDAD DE CAPITAL Y POLÍTICA MONETARIA: CONSIDERACIONES GENERALES*

Miguel Fuentes D.**

Claudio E. Raddatz K.***

Carmen María Reinhart****

I. INTRODUCCIÓN

Si bien el entorno económico mundial ha cambiado considerablemente desde finales del 2011 hasta el presente, tanto para las economías avanzadas como para las emergentes, los temas y las políticas tratadas en estos trabajos comparten una dimensión atemporal. En su conjunto, los estudios comprendidos en el libro tratan diversos aspectos de las causas, consecuencias y desafíos de política relacionados con los ciclos de auge y caída que han caracterizado a las economías de mercado durante la mayor parte de su historia. Los trabajos han optado por un foco de economía abierta y conectan el ciclo de prosperidad-crisis-depresión con los flujos de capitales internacionales y su impacto en el endeudamiento interno y externo, las fluctuaciones de la moneda y el sector bancario; exploran su conexión con factores globales, como las tasas de interés, los precios de las materias primas y las crisis o turbulencias fuera de las fronteras. Si bien el análisis tiene un sesgo hacia los mercados emergentes, particularmente de América Latina, la Crisis Financiera Global ha puesto de relieve la importancia de estos temas para las economías maduras.

II. EL MARCO INTERNACIONAL EN CONSTANTE EVOLUCIÓN

Al momento de la Conferencia, el panorama mundial se presentaba notablemente más promisorio para los mercados emergentes en su conjunto, al tiempo que muchas economías avanzadas, si no la mayoría, seguían luchando contra las secuelas de las crisis sistémicas de la banca. Tras un 2010 relativamente alentador y luego de extensos análisis en los círculos de política sobre los “brotes verdes”, las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos, Japón y especialmente Europa se debieron corregir a la baja. La profundidad de los problemas financieros, fiscales y estructurales de la Eurozona se hizo más visible y la probabilidad de una resolución rápida perdió fuerza. No obstante, surgió un elemento novedoso en el entorno mundial: la resiliencia relativa de los mercados emergentes frente al colapso financiero del “Norte”. Las economías emergentes mostraron una recuperación relativamente rápida y sostenida luego de las turbulencias mundiales del 2008 y principios del 2009, lo cual constituyó

* Esta es una traducción adaptada del capítulo introductorio del volumen XVIII (*Capital Mobility and Monetary Policy*, 2014) del BCCh, basado en la Conferencia Internacional del mismo nombre.

** Gerente de Análisis Macroeconómico, Banco Central de Chile. E-mail: mafuentes@bcentral.cl

*** Gerente de División Política Financiera, Banco Central de Chile. E-mail: craddatz@bcentral.cl

**** Universidad de Harvard. E-mail: carmen_reinhart@harvard.edu

un notable contraste con la década del 30, cuando las profundas crisis financieras de Estados Unidos y Europa marcaron el inicio de años, si no décadas, de contracción y estancamiento en el “Sur”.

Tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, las autoridades de política, los académicos y la comunidad financiera todavía estaban tratando de entender el *tsunami* financiero que los sacudió a fines del 2008 y los canales por los cuales la crisis de las hipotecas *subprime* de Estados Unidos se convirtió en algo viral y global en forma casi sincrónica. Ya en el 2011, las repercusiones de la crisis europea se volvieron más evidentes a medida que las crisis bancarias se fueron transformando en crisis de deuda soberana en un número cada vez mayor de países “periféricos” (un grupo al que se agregaron España e Italia, además de Grecia, Irlanda y Portugal)¹. El debate sobre cómo manejar y resolver los problemas fiscales y la falta de competitividad internacional de los países de la periferia llegó a analizar las ventajas de apartarse del euro (o incluso de disolverlo).

Las economías emergentes no tenían ningún antecedente en el cual basarse, ya que hasta entonces nunca habían vivido una sucesión de acontecimientos comparables con la Crisis Financiera Global. Tal como era de esperarse, en el momento más álgido de la crisis mundial, los flujos de capitales hacia estos países dejaron de llegar. Paradójicamente, los flujos financieros huyeron hacia el epicentro de la crisis (Estados Unidos) en busca de seguridad (y/o liquidez). Sin embargo, y a diferencia de otros episodios de crisis, la *interrupción repentina* no duró demasiado tiempo para los países emergentes, ya que los flujos comenzaron a recuperarse enérgicamente en la segunda mitad del 2009, casi sin verse afectados por los problemas de Europa². En efecto, mientras la periferia europea se hundía en una crisis de deuda soberana de variadas magnitudes y el acceso a los mercados de capitales se perdía, los inversores globales, en su eterna búsqueda de mayores rendimientos, vieron los mercados emergentes como el destino más atractivo dentro de un entorno mundial desolador.

Las materias primas también siguieron un patrón algo atípico. Históricamente, las recesiones de Estados Unidos y de las grandes economías avanzadas conllevaban una baja de sus precios³. Sin embargo, luego de una caída precipitada pero pasajera a fines del 2008, los precios de las principales materias primas se recuperaron y superaron los niveles que tenían antes de la crisis. En definitiva, con unas pocas excepciones, las economías emergentes pudieron recuperarse más rápido que las avanzadas y sostener consistentemente tasas más altas de crecimiento económico, todo lo cual llevó a algunos analistas a definir esta situación como un “mundo de dos velocidades” (ver, por ejemplo, FMI, 2011). El concepto de un mundo de dos velocidades cobró fuerza al irse haciendo cada vez más evidente que la recuperación de las economías avanzadas no sería rápida y que el desendeudamiento privado y los crecientes problemas fiscales (más marcados en la periferia europea) podrían provocar una recesión prolongada. La falta de “espacio fiscal” para estimular la demanda en las economías avanzadas a medida que el tiempo pasaba y las deudas públicas aumentaban, llevó a las economías avanzadas a recurrir cada vez más a la demanda externa para estimular la recuperación. Los países

¹ Islandia es otra víctima, ya que también perdió el acceso a los mercados de capitales internacionales, aunque no forme parte de la Eurozona. Para la conexión entre las crisis bancarias y las crisis de deuda, ver Reinhart y Rogoff (2014).

² Para más detalles sobre el concepto original de “interrupción repentina”, ver Calvo (1998).

³ Este vínculo entre el “Norte” y el “Sur” tiene antecedentes de larga data, tal como se analiza en Dornbusch (1985).

emergentes, cuyo desempeño económico era comparativamente superior, fueron la fuente natural de esa demanda. No obstante, para poder actuar de motor mundial del crecimiento, los países emergentes debían estar dispuestos a incurrir en mayores déficits comerciales y de cuenta corriente, a tolerar una moneda más valorizada y a financiar esos déficits con capitales externos potencialmente inestables. La búsqueda de rendimiento en las economías emergentes se vio estimulada por las políticas expansionistas de Estados Unidos y de otras economías avanzadas. En efecto, después del 2008, en las economías avanzadas, las tasas de interés real de corto plazo ex post fueron negativas casi la mitad del tiempo, fenómeno que no se observaba desde finales de la década de los setenta.

La reversión repentina y drástica de los flujos de capitales de fines del 2008 y las incontables experiencias previas con reversiones similares ocurridas en el curso de la historia llevó a muchos países emergentes a estar atentos a los "cambiantes flujos financieros"⁴. En un entorno en el que los flujos de capitales son vistos como posibles indicadores de inestabilidad, no es de sorprenderse que las discusiones e investigaciones académicas sobre política sigan una línea de trabajo a base de cuestiones interrelacionadas, como por ejemplo: ¿Cuáles son los mecanismos que subyacen al aumento repentino de la entrada de capitales experimentado por los países emergentes antes de la crisis y después del 2009? ¿Qué consecuencias tiene esta entrada de capitales, las mismas que en episodios anteriores, o hay nuevas dimensiones? ¿Cuáles son los principales canales de transmisión de las crisis financieras y qué factores determinan la resiliencia frente a las turbulencias externas? E, igualmente importante, ¿Cómo debe responder la política a estos capitales externos y a sus efectos con el fin de evitar la aparición de vulnerabilidades financieras en el propio país?

El resto de este capítulo introductorio analiza los puntos principales de los artículos que componen el libro y sus aportes al análisis y a la literatura sobre movilidad de capitales, vínculos Norte-Sur, crisis financieras y política macroeconómica. El capítulo está estructurado en torno a las fases potenciales del ciclo de flujo de capitales: el aumento (o bonanza), la interrupción (o reversión) y las reacciones de política destinadas a manejar una entrada excesiva o una salida desordenada de capitales.

III. AUMENTO DE LA ENTRADA DE CAPITALS, CON ÉNFASIS EN AMÉRICA LATINA

Entre el 2003 y el 2008, y nuevamente entre el 2009 y el 2012, las economías emergentes fueron las receptoras de abundantes capitales del exterior. Ni la primera ola de entradas anterior a la Crisis Financiera Global, ni la ocurrida entre el 2009 y el 2010, se dirigió a financiar los déficits de cuenta corriente, que iban en constante aumento. Afectados por severas crisis desde mediados de los noventa, los países emergentes optaron por el autoseguro y, así, la primera ola de flujos de capitales fue canalizada fundamentalmente hacia la acumulación de reservas (que llegaron a nuevos récords en muchas economías emergentes y no solo en China). Esta utilización de los capitales también fue representativa de países latinoamericanos, como se puede observar en los saldos de cuenta corriente que muestra el cuadro 1. Los superávits de cuenta corriente son comparativamente infrecuentes en América Latina.

4 Tal como destaca el FMI (2011), el acto de equilibrismo no ocurría en forma ordenada, ya que los países latinoamericanos soportaban una parte desproporcionada del ajuste.

Cuadro 1**Saldos de cuenta corriente, 2003-2012**

(como porcentaje del PIB)

Grupo de países	2003-2007	2008	2009	2010	2011	2012
Economías avanzadas	-0,88	-1,14	-0,14	-0,02	-0,17	-0,13
Estados Unidos	-5,38	-4,74	-2,73	-3,05	-3,09	-3,03
Eurozona	0,63	-0,71	0,25	0,53	0,60	1,81
Economías emergentes y en desarrollo	3,35	3,52	1,47	1,53	1,90	1,45
Asia en desarrollo	4,31	5,85	3,72	2,47	1,58	1,06
Latinoamérica y el Caribe	0,90	-0,90	-0,71	-1,21	-1,34	-1,73
Japón	3,86	3,30	2,91	3,71	2,02	0,99
China	6,14	9,31	4,87	4,01	2,76	2,60
Brasil	1,09	-1,71	-1,50	-2,21	-2,11	-2,26
Chile	2,35	-3,23	2,05	1,48	-1,31	-3,54

Fuente: *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, abril 2013.

La casi equilibrada cuenta corriente que muestra el cuadro 1 para la Eurozona enmascara otra oleada de capitales del exterior ocurrida antes de la crisis del 2008. La periferia europea, junto con Islandia, el Reino Unido y Estados Unidos, registraron déficits récord de cuenta corriente financiados por un mayor endeudamiento con el exterior, también en volúmenes sin precedentes. En el 2008, el déficit de cuenta corriente de Islandia fue de 28% del PIB, el de Grecia, de 15%, y los de Portugal y España, de entre 9 y 13%. Al igual que muchos episodios pasados de bonanza de entrada de capitales, este tampoco tendría un final feliz.

Las tendencias de la cuenta corriente se relacionan directamente con las tendencias observadas en el endeudamiento externo a través de regiones y sus diferencias.

A diferencia de otros períodos pasados de turbulencia mundial, en esta oportunidad, Latinoamérica estaba notablemente bien posicionada para capear los desfavorables vientos de la Gran Recesión. El mejor modo de apreciar esto es comparar las cifras de deuda externa mundial. Como muestra el gráfico 1, Latinoamérica tenía entre los niveles más bajos de deuda externa del mundo durante los seis años que precedieron a la crisis financiera. Además, se estaba desendeudando a un ritmo vertiginoso, logrando así niveles de deuda que rivalizaban con los de principios de los setenta, uno de los períodos más brillantes de crecimiento económico del continente.

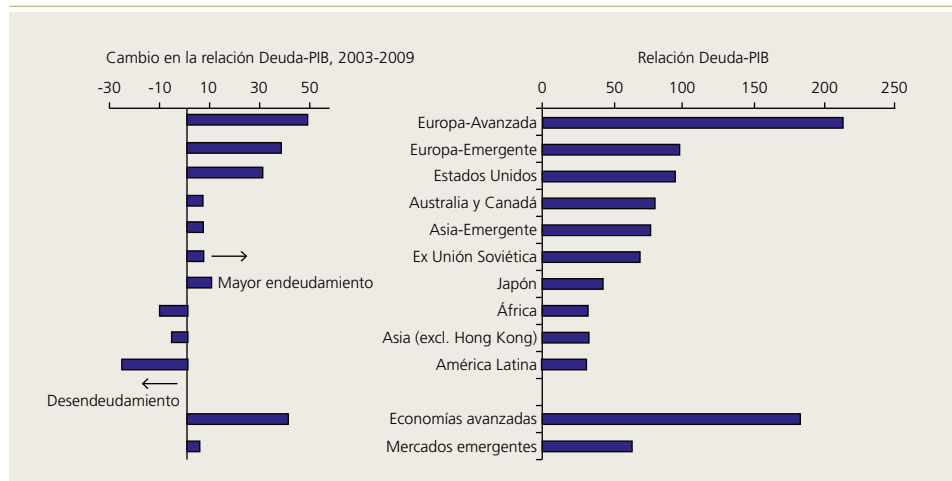
El gráfico 1 expone la deuda externa bruta entre los años 2003 y 2009 como porcentaje del PIB. El panel izquierdo indica si ha habido un aumento del endeudamiento o una disminución del mismo (desendeudamiento) respecto del PIB durante el período 2003-2009. El panel derecho muestra el coeficiente entre la deuda externa bruta y el PIB al cierre del segundo trimestre del 2009. Los promedios de los grupos se basan en datos de 59 países.

Tal como ilustra el lado derecho del gráfico, las cargas de deuda externa al momento de la crisis eran particularmente altas en Europa, con una relación promedio entre deuda externa y PIB de más de 200% en todas las economías europeas avanzadas y de casi 100% en Europa emergente. Una porción considerable de la deuda es intraeuropea, pero, de todos modos, externa al país.

Gráfico 1

Deuda externa bruta respecto del PIB: Promedios para 59 países seleccionados, 2003-2009

(como porcentaje del PIB)


Fuentes: *Perspectivas de la Economía Mundial* del FMI, *Estadísticas Trimestrales de Deuda Externa del Banco Mundial* (QEDS) y cálculos de los autores.

Notas: Los datos del 2009 finalizan en el segundo trimestre. A continuación se detallan, agrupados por región, los países que forman parte de las QEDS que se incluyen en estos cálculos.

Europa avanzada (15 países): Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Italia, Noruega, Países Bajos, Portugal, Suecia, Suiza y Reino Unido. Si se incluyera Irlanda, los promedios serían mucho más altos para este grupo.

Europa emergente (11): Bulgaria, Croacia, Eslovenia, Estonia, Letonia, Lituania, Polonia, República Eslovaca, Rep. Checa, Rumania y Turquía.

Ex Unión Soviética (8): Armenia, Bielorrusia, Georgia, Kazakstán, Kirguistán, Moldavia, Rusia y Ucrania.

África (3): Egipto, Sudáfrica y Túnez.

Asia emergente (6): Hong Kong, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia y Tailandia.

América Latina (12): Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, México, Paraguay, Perú y Uruguay. En total son 19 economías avanzadas y 40 emergentes.

En cambio, la dilapidadora Latinoamérica, a diferencia de las economías avanzadas, tenía obligaciones de deuda externa brutas que promediaban solo alrededor del 50% del PIB al estallar la crisis global. Además, a diferencia de las economías avanzadas, que aumentaron en 50% promedio la relación entre el PIB y la deuda externa bruta durante el último período, los países latinoamericanos de hecho redujeron la deuda externa en más de 30% del PIB.

Es importante destacar que Latinoamérica redujo sus pasivos en moneda extranjera, alejándose de una deuda dolarizada y yendo hacia una deuda en moneda local, y evitando así una de las principales trampas del endeudamiento de los países emergentes. Como ya hemos señalado, las cuentas corrientes de la mayor parte de la región tenían superávit, lo que es casi una rareza en la región. De hecho, las condiciones internas de Latinoamérica eran tan fuertes que no se podía encontrar ni un solo diario el 2008 o el 2009 que hablara sobre la posibilidad de una cesación de pagos en Latinoamérica como resultado del colapso económico mundial... toda una curiosidad.

Este profundo desendeudamiento que tuvo lugar durante el período previo al 2008-2009 está, por ende, íntimamente conectado con el bajo volumen de capitales que ingresaron a

la región durante varios años antes del 2003. Los bajos niveles de deuda externa pública y privada al comienzo de la crisis, así como la resiliencia de Latinoamérica en particular, y de las economías emergentes en general, ante la crisis del Norte, catalizaron aun más influjos de capitales hacia los mercados emergentes luego de la crisis. Estos flujos persistieron más allá del 2010, y así los superávits de cuenta corriente se redujeron, y a la larga dieron paso al déficit en algunos países; las viejas vulnerabilidades habían regresado.

1. Los motores de la entrada de capitales: ¿de empuje o de arrastre?

Una considerable cantidad de literatura de principios de los 90 analiza si los flujos de capitales hacia adentro o hacia afuera de las economías emergentes son básicamente impulsados por factores externos o de “empuje”, tales como tasas de interés, precios de materias primas y condiciones económicas generales en los centros financieros del mundo, o por fuerzas internas de “arrastre”, que a menudo responden a reformas estructurales, estabilización de la inflación, liberalización financiera o condiciones internas comparativamente favorables en el país receptor⁵.

Los artículos presentados por Forbes y Warnock (2014), Fratzscher (2014), Mendoza y Terrones (2014) y Shin (2014) contribuyen a este trabajo.

En el contexto del aumento repentino de flujos de capitales hacia los países emergentes con posterioridad a la Crisis Financiera Global, el diferencial entre crecimiento real y estimado entre las economías avanzadas y emergentes previamente analizado figuraba como uno de los principales factores de arrastre citados. Esto les brindó a los inversores internacionales un fuerte incentivo para invertir en los mercados emergentes. Por cierto, este diferencial de crecimiento no indica el grado en que el crecimiento del país emergente se ve ayudado por las políticas monetarias acomodaticias de las economías avanzadas, que inherentemente incluyen bajas tasas de interés y abundante liquidez mundial. Después de todo, los bancos del mundo emergente no sufrieron los trastornos del mercado crediticio interno que acompañan a las profundas crisis bancarias. Además, algunos de los grandes receptores de capital fueron los productores de materias primas que se beneficiaron del rápido y agudo rebote de sus precios cuando pasó la crisis. La fuerza de los precios de materias primas en medio de la recesión generalizada en las economías avanzadas se relaciona a menudo con las espectaculares y sostenidas tasas de crecimiento de China. Debido a la opinión generalizada de que China estaba en un proceso de reequilibrio interno y que permanecería en la senda de alto crecimiento de los últimos años, la fuerza de los precios de materias primas se percibía como persistente. Esto provocó pronósticos de crecimiento relativamente alto a mediano plazo para estas economías, tal como describen las proyecciones del FMI, que se presentan en el cuadro 2.

El rebote del rendimiento económico de las economías emergentes también implicó la normalización de las tasas de interés, las cuales, *ceteris paribus*, brindaron un factor de arrastre adicional para los capitales internacionales.

5 Para un análisis y una bibliografía integral sobre bonanzas de flujos de capitales y sus causas, véase Frankel (2011).

Cuadro 2
Crecimiento del PIB real y proyecciones en el 2011

Grupo de países	2003-08	2009	2010	Proyecciones		
				2011	2012	2016
Mundo	4,4	-0,7	5,1	4,4	4,5	4,7
Economías avanzadas	2,3	-3,4	3,0	2,4	2,6	2,4
Estados Unidos	2,3	-2,6	2,8	2,8	2,9	2,7
Eurozona	1,9	-4,1	1,7	1,6	1,8	1,7
Economías emergentes y en desarrollo	7,4	2,8	7,3	6,5	6,5	6,8
Asia en desarrollo	9,3	7,2	9,5	8,4	8,4	8,6
Latinoamérica y el Caribe	4,7	-1,7	6,1	4,7	4,2	3,9
Japón	1,5	-6,3	3,9	1,4	2,1	1,2
China	11,3	9,2	10,3	9,6	9,5	9,5
Brasil	4,2	-0,6	7,5	4,5	4,1	4,2
Chile	4,7	-1,7	5,3	5,9	4,9	4,3

Fuente: *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, abril 2011.

Finalmente, la resiliencia a la crisis financiera mostrada por muchas economías emergentes también sirvió para poner de manifiesto la mejora de sus posiciones fiscales (esto ya fue reflejado en un análisis anterior sobre la significativa reducción de la deuda externa pública), su regulación financiera y sus marcos institucionales. Si bien estas mejoras fueron el fruto de políticas aplicadas luego del comienzo de las crisis financieras de Asia y de Rusia, aún no habían sido puestas a prueba, y el impacto relativamente suave de la crisis en algunos de estos países validó estas políticas a los ojos de los inversionistas internacionales.

A pesar de todos los factores de arrastre mencionados más arriba, la coincidencia de la entrada de capitales con las políticas monetarias altamente expansivas en las economías avanzadas, los mínimos sin precedentes de las tasas de interés nominal (y a menudo real), la aparente sincronía y similitud de esta entrada de capitales en todos los países y las dificultades para determinar si los factores de arrastre ya mencionados fueron una causa o una consecuencia de los flujos, llevó a muchos a considerar el último episodio de entrada de capitales en oleadas hacia los países emergentes, como un ejemplo más, en el que la combinación de factores de arrastre jugó un rol crucial en el patrón de reasignación de flujos de capitales mundiales.

En principio, tanto los factores de empuje como los de arrastre pueden ser cíclicos (temporarios) y estar sujetos a reversiones. En la práctica, se tiende a considerar que las reformas de política y los cambios institucionales internos son menos transitorios que los ciclos de tasas de interés en Estados Unidos y otros centros financieros o que las fluctuaciones de los precios mundiales de las materias primas. Por lo tanto, la medida en la que los factores de empuje y de arrastre pueden explicar el patrón de los flujos de capitales sigue siendo un importante tema de investigación, no solo para entender el pasado, sino para determinar las probabilidades de futuras reversiones y sus consecuentes desbarajustes macroeconómicos.

Forbes y Warnock (2014) retoman y continúan su trabajo anterior sobre la caracterización y los determinantes de los flujos brutos de capitales⁶. Si bien gran parte de la investigación sobre movilidad de capitales durante la década de los 90 se centró en los flujos netos de capitales —la diferencia entre la entrada de capitales de no residentes y los flujos de salida de residentes—, la crisis puso en evidencia que las posiciones brutas detrás de estos flujos netos podían esclarecer la naturaleza de los movimientos repentinos de capitales, y también que las posiciones brutas eran potencialmente más importantes para la estabilidad financiera que las posiciones netas. Este punto también ha sido destacado por Broner et al. (2013).

En estudio anterior, Forbes y Warnock (2012) utilizan datos sobre flujos brutos de entrada y de salida para clasificar los episodios de grandes flujos netos de capitales como aumentos repentinos u oleadas, interrupciones, comienzos y retracciones. Según esta clasificación, las *oleadas* y las *interrupciones* corresponden a grandes flujos brutos de entrada o de salida de capitales por no residentes hacia adentro o hacia afuera de un país, respectivamente. En cambio, los *comienzos* y *retracciones* son grandes flujos brutos de salida o de entrada de capitales por los residentes de un país. Por lo tanto, una gran caída del flujo neto puede surgir de una interrupción o de un comienzo, dependiendo de si los que están sacando sus capitales fuera del país son residentes o no residentes. Por el contrario, un gran aumento del flujo neto de capitales puede surgir de una oleada o de una retracción. Además, pequeños movimientos del flujo neto de capitales puede estar ocultando grandes movimientos en las posiciones brutas entre residentes y no residentes. En el último capítulo del volumen, Forbes y Warnock (2014) extienden su trabajo anterior utilizando datos trimestrales sobre flujos de capitales entre 1980 y el 2009 con el fin de analizar las características de los episodios de grandes flujos de capitales antes y durante la crisis. Uno de los principales resultados es que la mayoría de los episodios más extremos fueron estimulados por flujos de deuda más que por flujos de capitales. Este análisis muestra que los flujos impulsados por capital responden más que nada a factores específicos de cada país y no se ven mayormente afectados por medidas de riesgo global u otros determinantes de contagio. En cambio, los flujos impulsados por deuda se relacionan principalmente con factores globales y de contagio regional, con factores a nivel de país relacionados básicamente con *shocks* de crecimiento que juegan un rol secundario.

Una regularidad empírica significativa del análisis de Forbes y Warnock es que los episodios extremos de flujos de capitales se relacionan mayormente con el factor deuda, con factores globales y con el contagio regional. Entre los factores globales, los autores concluyen que el riesgo global y las tasas de interés son los principales determinantes de los episodios extremos de flujos de capitales impulsados por deuda. La fuerte asociación entre flujos de deuda, volatilidad de flujos de capitales, factores externos y contagio está en línea con el análisis de Reinhart y Rogoff, que relaciona las oleadas de deuda externa con crisis bancarias y, a menudo, con crisis de deuda soberana, con los ejemplos más extremos provenientes de economías avanzadas (particularmente los casos de Islandia e Irlanda).

Estos resultados sugieren un rol importante de los factores de empuje en el aumento de la entrada de capitales hacia países emergentes. No obstante, también enmascaran alguna heterogeneidad en el tipo de factor global relacionado con cada tipo diferente de episodio. De

6 Ver Forbes y Warnock (2012).

mundiales se relacionan principalmente con las oleadas. Según estos resultados, las tasas de interés mundiales no jugaron un rol principal en la probabilidad de que fluya una oleada de capitales hacia un país.

Mendoza y Terrones (2014) aportan más evidencia sobre el rol de los factores de empuje respecto de los flujos de capitales. Si bien este artículo se centra más en caracterizar los patrones cíclicos en torno a los auges crediticios, hay un resultado interesante que muestra que los auges crediticios tienden a estar internacionalmente sincronizados y, a veces, culminan en torno a “grandes eventos”, tales como las crisis de Asia y de Rusia, y la Crisis Financiera Global del 2008. Los autores también consideran que los auges crediticios tienden a ser desencadenados por oleadas de capital, lo que significa que, en gran medida, estas oleadas se concentran en el tiempo en todos los países, sugiriendo la presencia de factores de empuje comunes. Sin embargo, Mendoza y Terrones también observan que los auges crediticios tienen importantes fuentes internas y a menudo vienen precedidos por aumentos de la PTF y por reformas financieras, aunque con menos frecuencia entre los países emergentes que entre los avanzados.

Otros estudios recientes han tratado de determinar la importancia relativa de los factores de empuje y de arrastre. Por ejemplo, Fratzscher (2012) utiliza datos mensuales sobre flujos de capitales de fondos mutuos internacionales, para estudiar el rol de los factores de empuje y de arrastre, con el fin de determinar tales flujos durante el período 2005-2011. Sus resultados muestran que ambos tipos de factores son importantes, si bien los factores de arrastre o aquellos relacionados con las condiciones económicas globales comunes fueron los más importantes, especialmente antes del comienzo de la crisis. Los factores internos o de arrastre ganaron importancia solo luego de que la recuperación hubo comenzado. En un estudio relacionado, Fratzscher, Lo Duca y Straub (2013) utilizan una metodología de estudio de eventos para analizar el rol de los anuncios de expansión cuantitativa (QE) sobre los flujos de acciones y bonos, precios y rendimientos internacionales. Encuentran que ambos programas de QE tuvieron efectos notorios sobre el valor internacional del dólar e indujeron una cartera relevante más allá de las fronteras nacionales. El anuncio de la Reserva Federal respecto de su intención de “reducir” las políticas QE en el segundo trimestre del 2013 (que constituiría otro estudio de caso en el criterio Fratzscher-Lo Duca-Straub) puso en marcha una venta de gran alcance de las monedas y activos financieros de los mercados emergentes. Solo podemos especular que este hecho pudo haber marcado el final de la más reciente era de bonanza de flujos de capitales en los países emergentes y respaldaría sus resultados anteriores.

En el volumen, el capítulo de Hyun Shin (2014) también identifica los factores de empuje (bajo el paraguas de la liquidez mundial) como factor clave del aumento repentino de flujos de capitales transfronterizos, observados en la segunda mitad de la década del 2000 y de la era posterior a la Crisis Financiera Global. El autor resalta el rol central que cumplieron los bancos comerciales para canalizar los fondos de los países donde la liquidez era abundante, especialmente el mercado de financiación de EE.UU., hacia países donde las políticas macroeconómicas expansionistas estaban creando una enorme demanda por esos recursos. Este mecanismo de transmisión también nos recuerda la importancia de las externalidades de las políticas y el modo en que pueden ser amplificadas por los bancos privados (o, más generalmente, las entidades financieras). Tal como se analiza en la sección sobre política, el comportamiento de los préstamos transfronterizos a través de bancos comerciales, observado durante la aparición de la crisis financiera del 2008, ayuda a extraer lecciones importantes

para el diseño de reglamentaciones que hagan que las economías sean menos propensas a sufrir estas alteraciones.

La evidencia existente relacionada con los determinantes de los flujos de capitales hacia los países apunta tanto a los factores de empuje como a los de arrastre que juegan un rol, que varía en significado y en magnitud de un tiempo a otro y de un país a otro. No obstante, la sincronía de episodios en torno a eventos grandes o sistémicos, la importancia de factores globales y la evidencia de externalidades de las medidas de empuje muy específicas sugieren con fuerza que los grandes episodios de entrada de capitales, las llamadas oleadas, se relacionan principalmente con los factores de empuje que operan a nivel mundial. Las políticas adoptadas por las mayores economías del mundo parecen definir un ciclo financiero que se extiende al resto del mundo. Los hechos del segundo trimestre del 2013, luego del anuncio de la Reserva Federal de su intención de pasar a una fase algo menos expansiva de su política monetaria, han hecho poco para refutar esta conclusión.

2. Las consecuencias: Auges y caídas del crédito y de los precios de los activos

Sean cuales sean las causas de las oleadas de capitales, sus consecuencias pueden ser preocupantes para la autoridad de política. A menudo se dice que los episodios extremos (en términos de su magnitud, en relación con el volumen de la economía, su persistencia o ambos) de entrada de capitales pueden provocar desalineaciones cambiarias reales que perjudican la competitividad de un país. En los extremos, puede aparecer o exacerbarse la llamada enfermedad holandesa. Los aumentos repentinos de entrada de capitales provocan la creación de burbujas en los precios de activos clave, como ser las propiedades inmobiliarias, que pueden amenazar la estabilidad financiera cuando estallen. La literatura reciente ha utilizado técnicas para identificar las oleadas de entrada de capitales descritas más arriba a fin de caracterizar sus consecuencias para el crecimiento del crédito, los movimientos del tipo de cambio real, y los precios de la vivienda y del patrimonio.

El punto de inicio en esta literatura es la identificación de los episodios extremos de entrada de capitales, utilizando diferentes métodos estadísticos y/o basándose en hechos o cronologías similares a algunos de los métodos analizados más arriba. Esta literatura se refiere a estos episodios genéricamente como aumentos repentinos, "oleadas" o bonanzas (como en Reinhart y Reinhart, 2009) sin considerar que las distinciones más sutiles, que dependen del lugar de residencia de los agentes o los tipos de diferencias de flujos de capitales entre los distintos trabajos, provienen principalmente, del uso de distintos filtros para definir la oleada o la bonanza (como los procedimientos para fijar umbrales, ajustes cíclicos, etc.).

Un tema que ha recibido atención considerable en los últimos años ha sido la relación entre oleadas de entradas de capitales y los auges crediticios, y en especial su conexión con las crisis. El capítulo de Mendoza y Terrones (2014) se centra principalmente en los auges crediticios posteriores a 1960 y sus factores determinantes. Un resultado clave del análisis de estos autores es que las oleadas de entradas de capitales son un determinante importante de los auges crediticios (de hecho, las oleadas temporariamente preceden a los auges crediticios), especialmente, pero no exclusivamente, entre los mercados emergentes. En cuanto a las crisis financieras, observan que no todos los auges crediticios desembocan en una crisis, pero todas las crisis financieras vienen precedidas de un auge crediticio. Schularik y Taylor (2012), que centran su estudio en una docena de economías avanzadas durante el período 1870-2009, llegan a conclusiones similares.

Existe literatura relacionada que se ha centrado más directamente en el diseño de políticas, específicamente teniendo en cuenta las características particulares de la relación entre los flujos de capitales y los créditos bancarios. El capítulo escrito por Shin (2014) muestra cómo la abundancia de financiación en los centros financieros internacionales se canaliza a todo el mundo mediante los bancos, fomentando la expansión del crédito al extranjero y haciendo que los bancos de los países receptores sean muy vulnerables a las fluctuaciones de la disponibilidad del financiamiento mayorista. El punto de partida de su argumento es que, contrario a la visión estándar de que las fluctuaciones del endeudamiento de un banco se deben a sus decisiones financieras corporativas en términos de sustituir capital por deuda para un nivel dado de activos, estas fluctuaciones son principalmente impulsadas por el crecimiento de los activos con un nivel fijo de patrimonio. En este contexto, los bancos toman importantes préstamos y aumentan su endeudamiento durante las expansiones. La vulnerabilidad macroeconómica provocada por el aumento del endeudamiento se analiza más profundamente en la sección siguiente. Shin documenta esta hipótesis con evidencia de Europa y Corea del Sur, mostrando así que la mayor parte de la expansión de los balances bancarios es impulsada por endeudamiento en los mercados interbancarios internacionales mayoristas, más que en la expansión de los depósitos minoristas.

El efecto de los flujos de capitales sobre los precios de las acciones en las economías receptoras es el tema del trabajo de Olaberria (2014). Allí él estudia la relación entre los flujos transfronterizos y el auge de precios accionarios con posterioridad a 1990, con especial énfasis en las condiciones económicas que pueden mediar en la relación entre dichas variables. Específicamente, presenta *proxies* para el nivel de apertura, la calidad de las instituciones y la medida del desarrollo financiero. Los auges de precios de acciones se definen como desviaciones de una tendencia de largo plazo. Los resultados de aplicar esta metodología a los datos indican que la entrada de capitales tiene un impacto considerable sobre los precios de las acciones únicamente en las economías emergentes, que se ven amplificados por su baja calidad institucional y modesto desarrollo financiero. Este resultado, posiblemente debido a la definición de auge bursátil utilizada, no concuerda con el resultado episodio a episodio de Reinhart y Reinhart (2009) de un aumento general de los precios de las acciones durante la fase de bonanza del ciclo. Más allá de los precios accionarios, Sá et al. (2011) se centran en el nexo entre los precios de los bienes raíces, las entradas de capitales, y las políticas crediticia y monetaria en las economías de la OCDE hasta la Crisis Financiera Global del 2008. Sus resultados sugieren que las entradas de capitales tienen un efecto significativo y positivo sobre los precios reales de las viviendas, el crédito real al sector privado y la inversión residencial real. Además, las respuestas de las variables de vivienda ante los *shocks* de flujos de capitales son más fuertes en países con mercados hipotecarios más desarrollados.

IV. LA INTERRUPCIÓN: DE LOS FLUJOS DE ENTRADA A LOS FLUJOS DE SALIDA

¿Qué pasa en las economías que reciben cantidades significativas de capitales cuando los flujos cesan (interrupción repentina) o se revierten completamente? ¿Qué pasa si el acceso a los mercados de capitales pasa a ser muy costoso o completamente imposible? ¿Qué pasa con la acumulación por lo general ingente de deuda privada o pública observada en los últimos años? ¿Podemos identificar los canales a través de los cuales las perturbaciones de los mercados financieros afectan la economía real? Estas preguntas son poco académicas, pero han sido fuente de preocupación para las autoridades de política de los países emergentes

durante décadas y, más recientemente, de muchas economías avanzadas. Varios de los trabajos incluidos en el volumen ofrecen algunas ideas desde perspectivas diferentes y a menudo complementarias.

Reinhart y Rogoff (2014) ofrecen un estudio de las principales tendencias de la deuda privada y pública de las economías emergentes e industrializadas desde fines del siglo XIX hasta el presente. Como ya se mencionó, altos niveles de deuda interna y externa están íntimamente relacionados con oleadas previas de entradas de capitales (por ejemplo, Mendoza y Terrones, 2008) que, a su vez, a menudo terminan en una crisis bancaria sistémica. La conexión entre deuda y crisis bancaria es la “igualdad de oportunidades” que afecta a las economías avanzadas y emergentes por igual. Las crisis bancarias, por su parte, generalmente llevan a un agudo deterioro de las finanzas públicas y, en los casos más extremos, culminan en una crisis de deuda soberana. Los niveles de producto y de crecimiento se ven muy perjudicados. Dicho de otro modo, como documentan Reinhart y Reinhart (2009), la probabilidad de una crisis bancaria condicionada a una bonanza de flujos de capitales (u oleada) en los tres años anteriores es significativamente más alta que la probabilidad no condicional. Lo mismo se puede decir sobre las crisis inflacionarias, monetarias y de deuda soberana. La evidencia acumulada de que los desplomes, muy frecuente y previsiblemente, siguen a los auges (aunque en tiempos inciertos) hace que las autoridades de política se cuestionen, con razón, la conveniencia de los auges.

Mientras Reinhart y Rogoff se centran principalmente en la deuda pública (tanto interna como externa) y en la deuda externa total (pública y privada), el capítulo de Mendoza y Terrones analiza principalmente el crédito interno al sector privado. En su conjunto, estos estudios casi completan el panorama general de los ciclos de endeudamiento. “Casi” se refiere al hecho de que el sistema bancario paralelo, las transacciones extracontables y la mora privada y pública, son todas variedades de “deudas ocultas” que no son captadas por los agregados convencionales, sino que, a menudo, salen a la superficie solo en momentos de crisis. El análisis de Mendoza y Terrones cubre todos los países industrializados y 40 economías emergentes; de hecho, algunos de sus resultados más novedosos surgen de la comparación de estos dos grupos. Entre sus resultados se encuentra el hecho algo sorprendente de que el número de auges crediticios es notablemente similar en las economías emergentes e industrializadas; el rápido incremento del crédito bancario interno no es un problema privativo de las economías menos desarrolladas. Una implicancia importante de esto es que los países no deben pensar que dejan atrás episodios de inestabilidad financiera cuando sus niveles de ingresos aumentan, sino que se refuerza la necesidad de contar con una supervisión financiera adecuada. Es imposible “graduarse” de las crisis bancarias.

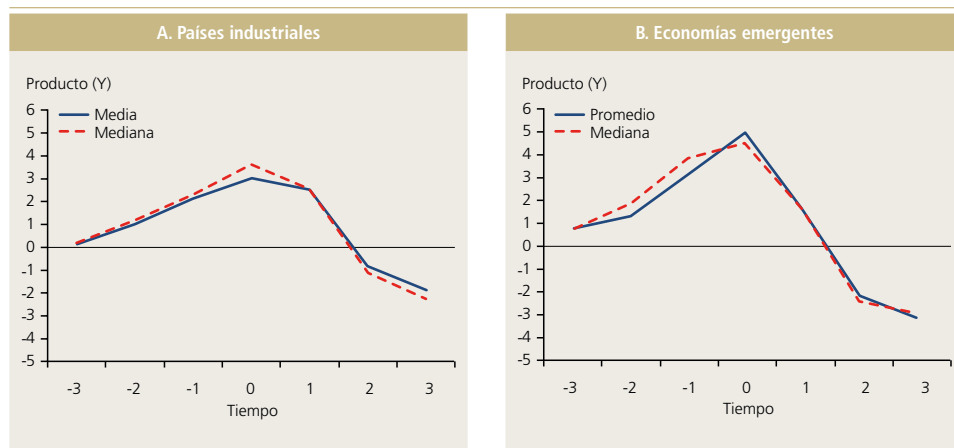
En cuanto a la dinámica del producto, este análisis provee evidencia cuantitativa robusta adicional respecto de que la fase de entrada de capitales/auge crediticio se relaciona con un producto superior a la tendencia (gráfico 2), así como la fase de reversión de flujos de capitales/contracción del crédito se relaciona con recesión y un crecimiento por debajo de la tendencia. Los patrones son sorprendentemente similares para las economías avanzadas y para las emergentes, siendo estas últimas las que muestran recesiones más profundas cuando pasa el auge crediticio. No obstante, a la luz de la contracción de seis años que sufrieron muchas economías avanzadas luego del auge crediticio que culminó en la Crisis Financiera Global, el extender el análisis más allá del 2010 (cuando termina su muestra) puede mostrar recesiones post-auge igualmente graves en las economías industrializadas.

Mendoza y Terrones también muestran que el consumo y la inversión caen por debajo de sus tendencias en la interrupción de los auges crediticios, y que la magnitud es similar en los dos grupos de países cuando las cifras se normalizan por la mayor amplitud del ciclo en las economías menos avanzadas. Una variable donde existen diferencias significativas entre estos grupos de economías es en el consumo del gobierno. En línea con varios de los trabajos contenidos en Céspedes y Galí (2012), se observa que la política fiscal de los mercados emergentes se expande significativamente más por sobre la tendencia en períodos de alto crédito interno y a contraerse más profundamente en los períodos de baja. Al igual que en Reinhart y Reinhart (2009) para bonanzas de flujos de capitales, otro resultado destacable de Mendoza y Terrones es que la probabilidad de crisis monetaria, crisis bancaria o interrupción repentina es más alta durante la última parte del auge crediticio; no obstante, las dos primeras son más comunes que la tercera.

En su aporte al análisis de los ciclos de auge y caída, Fuentes y Saravia (2014) observan detenidamente los mecanismos que pueden explicar por qué la actividad real disminuye bruscamente en presencia de turbulencias en el mercado financiero. Ellos ponen el foco en el caso de Chile y explotan un rico y único conjunto de datos de empresas y sus fuentes de financiamiento. Recopilan datos que detallan todos los bancos que han otorgado préstamos a empresas que han obtenido capitales de los mercados financieros internos mediante bonos o acciones. La información de los balances de estas empresas, más la identidad de sus bancos acreedores, luego se cruza con los estados financieros de los bancos, posibilitando así analizar las decisiones de inversión de las empresas durante las recesiones y el modo en que se ven influenciadas por las características financieras de los bancos. La pregunta sobre si los bancos aumentaron su apalancamiento al máximo durante el período anterior a cada crisis reveló la caída más abrupta en el otorgamiento de préstamos en el período posterior. Su análisis sugiere que este es el caso y que las empresas que contrataron préstamos con los bancos más apalancados son las que mostraron las caídas más marcadas en la inversión. La novedosa evidencia a nivel micro, sobre los canales a través de los cuales las perturbaciones de los mercados financieros en períodos de dificultades financieras afectan a la economía real, complementa los hallazgos más amplios que hemos analizado más arriba.

Gráfico 2

Auges crediticios y actividad económica



Fuente: Mendoza y Terrones (2014).

V. LAS RESPUESTAS DE POLÍTICA: DE CONTROLES DE CAPITAL A HERRAMIENTAS MACROPRUDENCIALES

Dadas las nefastas consecuencias que tuvieron las crisis financieras sobre el rendimiento de muchas economías, las autoridades de política y la comunidad académica han dedicado vastos esfuerzos al diseño de esquemas de política que puedan servir a dos propósitos: evitar la aparición de otra alteración y, si la crisis llega, mitigar sus efectos. Los trabajos contenidos en el volumen también abordan estos temas, que son sumamente importantes.

El aporte de Shin (2014) pone un énfasis especial en las políticas que tienen que ver con la regulación del sector bancario. Al analizar un marco regulatorio apropiado, asigna un rol central a los otros pasivos del sector bancario. Como su nombre lo indica, esta fuente de fondos bancarios difiere de los tradicionales depósitos minoristas que constituyen el tradicional recurso que utilizan los bancos para sustentar los préstamos que otorgan. Los otros pasivos son, en cambio, provistos por otros intermediarios financieros y son más volátiles que los pasivos esenciales. Su volatilidad y su retracción generalmente rápida en períodos de turbulencias financieras hacen de ellos un elemento clave a tener en cuenta al momento de diseñar las políticas. Entre los otros pasivos, Shin se centra especialmente en los préstamos transfronterizos canalizados por bancos extranjeros y denominados en una moneda diferente a la del país receptor.

Shin propone una útil clasificación para establecer tres diferentes tipos de políticas macroprudenciales, todas ellas relacionadas con bancos comerciales: herramientas del lado del activo, herramientas del lado del pasivo y herramientas orientadas al capital bancario. En cada categoría, analiza los méritos relativos de la mayor parte de las políticas más conocidas, y menciona, cuando existe, la evidencia empírica de su capacidad para evitar crisis. El análisis de políticas destinadas a restringir el aumento de los otros pasivos (es decir, herramientas del lado del pasivo) es quizás uno de los más interesantes. Esto puede aumentar el bienestar, ya que es posible así, sortear la brecha entre los costos privados de esta fuente de fondos, que generalmente proviene del exterior del país y todo su costo social, que incluye el potencial de originar una crisis. A pesar de que los diferentes tipos de controles de capital analizados parecían atractivos en principio, la evidencia empírica mencionada por Shin y por Fratzscher (ya citados) arroja dudas sobre su capacidad de afectar el volumen total de los otros pasivos contraídos por el sector bancario. No obstante, tal como menciona Shin, los controles de capital han sido asociados a cambios en la composición de los flujos de fondos, orientándolos hacia aquellos menos relacionados con crisis económicas.

En el volumen, Fratzscher también analiza el tema de los controles de capital más profundamente. El autor toma una perspectiva interesante respecto de este importante análisis de políticas. En lugar de volver sobre los efectos de adoptar estas restricciones a los flujos financieros, Fratzscher examina las motivaciones que tienen los países para imponerlas. Este es un aporte importante a la literatura empírica sobre este tema y, sin duda, tiene importantes implicancias de política. La principal conclusión a la que llega el autor, luego de un extenso análisis empírico es que son las metas cambiarias, y no las preocupaciones de estabilidad financiera, los principales impulsores de las restricciones al comercio transfronterizo de activos financieros. En otras palabras, una intensa apreciación de la moneda local es el factor más importante para la autoridad de política al momento de decidir establecer controles cambiarios. Uno de los temas pendientes y que ciertamente



motivará más investigación es si esta preocupación macroeconómica tradicional ha perdido terreno frente a los temas de estabilidad financiera, a la luz de la mayor importancia de las herramientas macroprudenciales en el debate político reciente. La mayor atención que se da a las herramientas macroprudenciales y a los controles de capital como potenciales elementos estándares ha sido abordada por Ghosh et al. (2011) y Ostry et al. (2010). Estos autores argumentan que, aunque las restricciones a las transacciones financieras transfronterizas no son sustituto de políticas macroeconómicas sólidas, parecen ofrecer algunos beneficios en términos de estabilidad financiera y resiliencia a las crisis.

En su exposición sobre políticas macroprudenciales en su capítulo del volumen, Shin (2014) expone un punto importante: la interconexión entre políticas macroprudenciales y políticas macroeconómicas más tradicionales, como es, en particular, la política monetaria. Un ejemplo claro de esto son las implicancias que tienen los cambios de la tasa de interés para los flujos de capitales de corto plazo y, por ende, para la estabilidad financiera. En un mundo de creciente integración financiera internacional, condiciones monetarias internas más restringidas pueden provocar un aumento de la entrada de capitales que, en sí mismo, se traduce en más crecimiento del crédito y del gasto. Los desafíos de coordinar los objetivos de política interna en una economía abierta son el tema del trabajo presentado por Schmitt-Grohé y Uribe (2014). Mediante un modelo simple, ilustran los costos potenciales de mantener un tipo de cambio fijo con diferentes grados de integración financiera. Dicho trabajo tiene importantes implicancias respecto del grado óptimo de apertura de las cuentas de capital para los países que incurrir en cesación de pagos y que son miembros de una unión monetaria.

Reinhart y Rogoff (2014) terminan mostrando que, según los registros históricos, las reducciones del coeficiente entre deuda y PIB se han logrado por la vía de una cesación de pagos (parcial o total), inflación más alta o el uso de herramientas de represión financiera.Cuál de estas sin duda desagradables opciones se elije en última instancia depende de los arreglos institucionales vigentes que restringen las opciones de quienes tienen a su cargo la política económica.

REFERENCIAS

- Broner, F., T. Didier, A. Erce y S. Schmukler (2013). "Gross Capital Flows: Dynamics and Crises." *Journal of Monetary Economics* 60(1): 113–33.
- Calvo, G.A. (1998). "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops." *Journal of Applied Economics* 1(1): 35–54.
- Céspedes, L.F. y J. Galí (eds.) (2013). *Fiscal Policy and Macroeconomic Performance*: Banco Central de Chile.
- Dornbusch, R. (1985). "Policy and Performance Links between LDC Debtors and Industrial Nations." *Brookings Papers on Economic Activity* 16(2): 303–68.
- Forbes, K.J. y F.E. Warnock (2012). "Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment." *Journal of International Economics* 88(2): 235–51.
- Forbes, K.J. y F.E. Warnock (2014). "Debt- and Equity-Led Capital Flow Episodes". En *Capital Mobility and Monetary Policy*, editado por M.A. Fuentes, C.E. Raddatz y C.M. Reinhart, Banco Central de Chile.
- Frankel, J. (2011). *Monetary Policy in Emerging Markets: A Survey*. En *Handbook of Monetary Economics*, editado por B. Friedman y M. Woodford. Países Bajos: Elsevier.
- Fratzscher, M. (2012). "Capital Flows, Push versus Pull Factors and the Global Financial Crisis." *Journal of International Economics* 88(2): 341–56.
- Fratzscher, M. (2014). "Capital controls and Foreign Exchange Policy". En *Capital Mobility and Monetary Policy*, editado por M.A. Fuentes, C.E. Raddatz y C.M. Reinhart, Banco Central de Chile.
- Fratzscher, M., M. Lo Duca y R. Straub (2013). "On the International Spillovers of US Quantitative Easing." Working Paper Series 1557, Banco Central Europeo.
- Ghosh A.R., K.F. Habermeier, J.D. Ostry, M. Chamon, L. Laeven, M.S. Qureshi y A. Kokenyne (2011). "Managing Capital Inflows: What Tools to Use." IMF Staff Discussion Notes 11/06, Fondo Monetario Internacional.
- Fondo Monetario Internacional (2011). *Tensions from the Two-Speed Recovery: Unemployment, Commodities and Capital Flows*. Perspectivas de la Economía Mundial, abril.
- Fuentes, M.A. y D. Saravia (2014). "Tales of Two Recessions in Chile: Financial Frictions in 1999 and 2009". En *Capital Mobility and Monetary Policy*, editado por M.A. Fuentes, C.E. Raddatz y C.M. Reinhart, Banco Central de Chile.
- Mendoza, E. y M. Terrones (2008). "An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data." NBER Working Paper N°14049.
- Mendoza, E. y M. Terrones (2014). "An Anatomy of Credit Booms and their Demise". En *Capital Mobility and Monetary Policy*, editado por M.A. Fuentes, C.E. Raddatz y C.M. Reinhart, Banco Central de Chile.
- Olaberria, E. (2014). "Capital Inflows and Booms in Asset Prices". En *Capital Mobility and Monetary Policy*, editado por M.A. Fuentes, C.E. Raddatz y C.M. Reinhart, Banco Central de Chile.



Ostry, J.D., M.S. Qureshi, K.F. Habermeier, D.B.S. Reinhart, M. Chamon y A.R. Ghosh (2010). "Capital Inflows: The Role of Controls." IMF Staff Position Notes 2010/04, Fondo Monetario Internacional.

Reinhart, C.M. y V.R. Reinhart (2009). "Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present." En *NBER International Seminar in Macroeconomics* 2008, editado por J. Frankel y F. Giavazzi. Chicago, IL, EE.UU.: Chicago University Press para NBER.

Reinhart, C.M. y K.S. Rogoff (2014). "A Decade of Debt". En *Capital Mobility and Monetary Policy*, editado por M.A. Fuentes, C.E. Raddatz y C.M. Reinhart, Banco Central de Chile.

Sá, F., P. Tobin y T. Wieladek (2011). "Low Interest Rates and Housing Booms: The Role of Capital Inflows, Monetary Policy and Financial Innovation." Working Paper N°79, Globalization and Monetary Policy Institute, Federal Reserve Bank of Dallas.

Schmitt-Grohé, S. y M. Uribe (2014). "Pegs, Downward Wage Rigidity and Unemployment: The Role of Financial Structure". En *Capital Mobility and Monetary Policy*, editado por M.A. Fuentes, C.E. Raddatz y C.M. Reinhart, Banco Central de Chile.

Schularick, M. y A.M. Taylor (2012). "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008." *American Economic Review* 102(2): 1029–61.

Shin, H.S. (2014). "Adapting Macroprudential Policies to Global Liquidity Conditions". En *Capital Mobility and Monetary Policy*, editado por M.A. Fuentes, C.E. Raddatz y C.M. Reinhart, Banco Central de Chile.