

# LA RECURRENTE VOLATILIDAD DEL MOVIMIENTO DE CAPITALES HACIA AMÉRICA LATINA: EXPERIENCIA RECIENTE Y PERSPECTIVAS

**Dra. Mercedes García Ruiz**

Centro de Investigaciones de Economía Internacional, UH

## **Resumen:**

El artículo aborda el tema del flujo de capitales hacia América Latina en el presente siglo y asocia el comportamiento del mismo a una serie de factores entre los que se destacan el desempeño macroeconómico de las naciones latinoamericanas, las políticas monetarias de las economías industrializadas, los precios de los productos básicos en el mercado mundial y la estabilidad bancaria y financiera internacional. El análisis efectuado evidencia que a pesar del favorable desenvolvimiento que ostentaron muchas economías del área en el plano externo y fiscal durante la última década, los estallidos de volatilidad de las corrientes financieras fueron muy frecuentes demostrando su persistente sensibilidad ante los choques externos.

**Palabras claves:** Flujos de capital, mercados financieros, crisis, volatilidad, macroeconomía.

## **Abstract:**

The piece addresses the subject of capital flows to Latin America in the current century and links it to a series of factors, such as the macroeconomic performance of Latin American nations, the monetary policies of industrialized economies, the commodity prices in world markets and the international banking and financial stability.

The analysis carried out shows that despite the favorable performance of many regional economies in the last decade from the external and fiscal points of view, the volatility outbursts of financial flows were very frequent, demonstrating their persistent sensibility to external shocks.

**Key words:** Capital flows, financial markets, crisis, volatility, macroeconomic.

## **Introducción:**

Los ciclos de abundancia y escasez de capital son muy comunes en la historia económica de América Latina. Sus causas, muy heterogéneas, van desde la solidez de las políticas económicas de las naciones receptoras hasta la conducta, muchas veces, irracional de los grandes inversionistas internacionales, siendo muy voluble la preeminencia entre las endógenas y exógenas, así como la duración del período.<sup>1</sup>

En lo que va de siglo pueden distinguirse cuatro etapas en el comportamiento del ingreso de capitales en América Latina y todas asociadas a factores que tradicionalmente han sido determinantes para la afluencia y éxodo del capital y que por tanto, se erigen como variables explicativas de su volatilidad. Entre ellos: las políticas monetarias de las economías industrializadas, los precios de productos básicos en el mercado mundial, la estabilidad bancaria y financiera internacional, el desempeño macroeconómico y las perspectivas de crecimiento de las naciones latinoamericanas, la salud de los sistemas financieros domésticos y la acumulación de reservas en divisas.

Se identifica un primer trienio (2000-2002) en el que prevaleció la reticencia de los inversionistas extranjeros a realizar mayores desembolsos por el clima de incertidumbre reinante tras las sucesivas crisis que tuvieron lugar en los noventa, y donde el flujo neto mostró reiterados signos negativos y una marcada tendencia declinante. Una segunda etapa que transcurrió entre 2003 y 2007 caracterizada esencialmente por una mayor afluencia de fondos privados gracias a la combinación de factores externos positivos y un buen desempeño macroeconómico de las economías del área, que fue interrumpida por la crisis financiera internacional del 2008.

Dicho fenómeno, con fuertes implicaciones en el plano económico y comercial, dio inicio a un tercer período en el que primó la restricción y fuga de capitales,

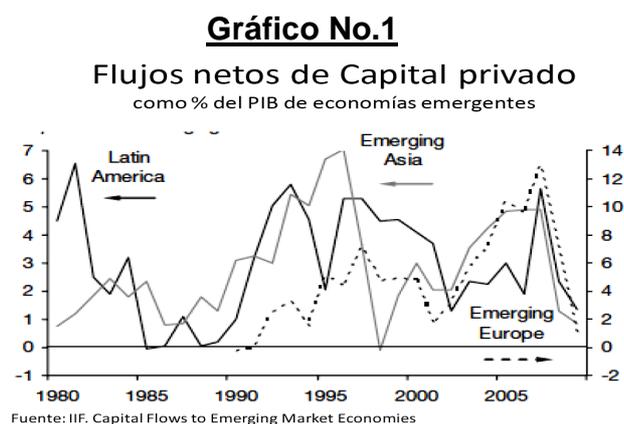
---

<sup>1</sup> Los retrocesos en el flujo de capital privado y en general, los riesgos de inestabilidad financiera son casi impredecibles pues resultan de una compleja interacción entre la situación económica y política de los países, la acción de los gobiernos y agentes privados (inversionistas y bancos), y los factores internacionales. En el caso de los países subdesarrollados el peso de los factores ajenos domina con frecuencia el comportamiento del capital proveniente de las naciones avanzadas, que tiende a ser pro cíclico. (Calvo, 2003) (Pineda, Pérez y Titelman, 2009)

la cual logra ser superada con relativa rapidez debido a la aplicación de políticas nacionales contra cíclicas y el restablecimiento de condiciones favorables en el ámbito del comercio exterior. Por último, la etapa que aún transitamos donde rige la inestabilidad de la inversión de portafolio, un comportamiento discreto del crédito bancario internacional y la reanimación de la inversión directa.

### **2000-2002: La “resaca” tras las crisis**

En contraste con otros países subdesarrollados de Asia y Europa Central y Oriental que superaron con relativa rapidez las crisis de fines de los noventa, las economías latinoamericanas tardaron en recobrase y como resultado de ello no atrajeron montos sustanciales de capital en los primeros años del actual siglo.



Las corrientes de capital privado que ya mostraban niveles bajos desde el contagio con la crisis financiera en el Sudeste Asiático y Rusia, y que luego de los acontecimientos del 11 de septiembre de 2001 en Estados Unidos sufrieron un fuerte revés, continuaron deprimidas viéndose así frustradas las expectativas de muchas naciones que aspiraban, tal como sucedió a principios de los noventa, captar montos superiores de financiamiento externo en una coyuntura caracterizada por una mayor liquidez y bajas tasas de interés internacionales.

A diferencia de lo que ocurría en la primera mitad de los noventa, cuando a la par de esos factores exógenos, la mayor estabilidad de las naciones latinoamericanas y sus prometedoras perspectivas en un contexto de liberalización financiera y comercial constituían un fuerte aliciente para invertir,

el panorama económico a principios del decenio era muy incierto. El estancamiento del PIB unido a la desfavorable dinámica de la inversión interna, el empleo y el ingreso per cápita, certificaban el pobre desempeño económico y social de la región y justificaban el escepticismo sobre su futuro inmediato. (CEPAL, 2009)

Por ello, las economías tuvieron que ajustarse a una mayor restricción financiera fruto de una caída consecutiva de la entrada neta de capitales conjuntamente con la persistencia de importantes transferencias al exterior por concepto de pagos del servicio de deuda y remisión de utilidades de inversiones.<sup>2</sup> Se completó así un círculo “vicioso” en virtud del cual la menor disponibilidad y el encarecimiento del financiamiento externo exacerbaban los problemas que padecían las economías y de ese modo se acentuó la desconfianza de los inversionistas y acreedores extranjeros que se tornaron más reticentes a incrementar su exposición en la región.

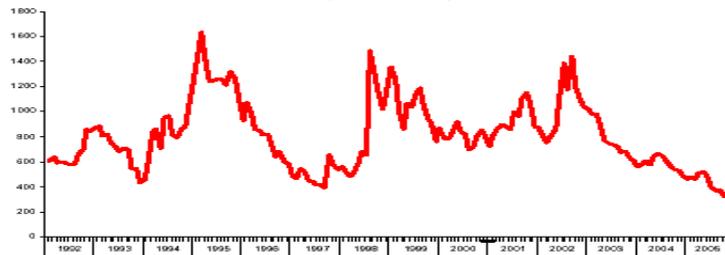
La aversión al riesgo por parte de los inversionistas fue tan pronunciada que ni el aliciente de las bajas tasas de retorno en los mercados desarrollados logró promover el flujo de capitales y reducir el margen de los bonos para las economías latinoamericanas. Los coeficientes de correlación entre los márgenes de los títulos latinoamericanos y las tasas de interés norteamericanas indicaban que unos y otros evolucionaban en dirección opuesta cuando debería haber sido lo contrario, es decir, a menores tasas, menores márgenes dada la perspectiva de una disminución de los incumplimientos de pago por parte de los emisores.

## **Gráfico No.2**

---

<sup>2</sup> La magnitud en la que se contrajo la entrada neta en el 2002, no tenía precedentes desde 1989 y el monto del saldo negativo en la transferencia neta de recursos no se había registrado ni en los años de la crisis de deuda. (CEPAL, 2005)

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: RIESGO-PAÍS MEDIDO POR EL ÍNDICE DE BONOS DE MERCADO EMERGENTES (EMBI+)  
(Puntos básicos)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras de J.P

Posteriormente, la reanimación de la entrada de capitales foráneos que tuvo lugar en el 2003 estuvo muy por debajo de los montos anuales contabilizados durante casi todo el decenio de los noventa cuando la región disfrutó de abundantes ingresos por la vía de préstamos bancarios, acciones, bonos e inversión directa (IED). No obstante, al comparar el ingreso neto de 20,9 miles de millones de dólares de ese año con el que se produjo en el 2002 ascendente a solo 10,5 miles de millones, la situación se tornó alentadora, máxime considerando el gradual mejoramiento que experimentaron los costos del nuevo financiamiento. (CEPAL, 2005)

### ***2003- 2007: El retorno del capital***

Es a partir del 2003 al iniciarse un período de franca recuperación económica, que se observa la reanimación de las corrientes financieras externas, aunque en niveles inferiores a los que podrían preverse; de hecho en esos años el superávit en cuenta corriente desplazó al flujo de capitales como principal fuente de entrada de divisas para el conjunto de la región.<sup>3</sup>

Los ingresos de capital podrían haber sido superiores teniendo en cuenta que los mercados monetarios y de valores internacionales manifestaban una expansión significativa de la liquidez (tanto en términos absolutos como en proporción al PIB mundial) en un contexto de profundización de la integración financiera por la mayor liberalización y los avances tecnológicos, el incremento de los activos de inversionistas institucionales y de los fondos de cobertura de

---

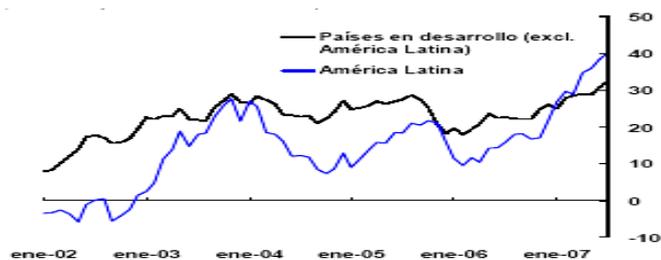
<sup>3</sup> Es importante recordar que las estadísticas regionales encubren las diferencias entre países y subregiones, que en el caso de América Latina son grandes. Por ello, muchas valoraciones que se hacen no se ajustan a la realidad de todos los países; así por ejemplo naciones como Brasil y México sí experimentaron entradas cuantiosas de capital en esos años, mientras que los centroamericanos prácticamente tuvieron una participación nula en los mercados financieros internacionales y fueron las remesas su fuente principal de obtención de divisas.

economías desarrolladas, las menores primas de riesgo en mercados emergentes y, en general, una mayor disposición para asumir riesgos crediticios, cambiarios y de liquidez por parte de los agentes del mercado.

Adicionalmente, las entradas de capital podrían haber sido mayores porque convergían en la región como no sucedía hacía mucho tiempo, condiciones muy atractivas para la inversión extranjera; en algunos casos comparativamente superiores a las de otros mercados emergentes. Entre ellas:

- *Elevados y sostenidos ritmos de crecimiento económico:* Luego de las crisis financieras en varios países y el contagio con crisis externas, la región se recuperó y mantuvo tasas de crecimiento notables desde el 2003 sin grandes presiones inflacionarias y en un ambiente fiscal muy positivo. Asimismo, la reanimación de la economía mundial, impulsada sobre todo por el dinamismo de EEUU y Japón, y el auge de las economías del sudeste asiático y China, constituyeron un motor importante para el fortalecimiento del sector externo de la región. (FMI, 2007a)
- *Superávit en cuenta corriente y acumulación de reservas monetarias:* Como resultado de un notable mejoramiento de los términos de intercambio y mayores remesas familiares, muchas naciones reportaron superávit en cuenta corriente lo que les permitió acumular reservas en una cuantía impresionante. De ese modo, aunque a costa de inmovilizar sumas millonarias, se crearon condiciones para mitigar el impacto de eventuales ataques especulativos, enfrentar un vuelco drástico en la actitud de los prestamistas o simplemente resistir la volatilidad cambiaria propia del mercado financiero internacional.

**Gráfico No.3**  
**Acumulación de Reservas**  
(Variación porcentual en 12 meses)

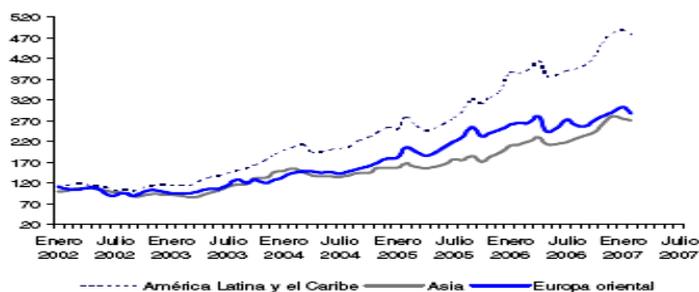


Fuente: FMI, International Financial Statistics, 2007.

- *Abandono de regímenes monetarios fijos y mayor flexibilidad cambiaria:* Confiriéndole a las principales economías de la región una mayor maniobrabilidad ante movimientos imprevistos del capital foráneo, al tiempo que les permitía potenciar su capacidad exportadora y manejar con mayor autonomía las tasas internas de interés.
- *Menores primas de riesgo:* Los diferenciales de bonos soberanos de Latinoamérica cayeron considerablemente y en muchos países se constataron niveles inferiores a los de la etapa previa a la crisis asiática de 1997. (ver Gráfico No.2)
- *Crecimiento del mercado de capitales y tasas de retorno elevadas:* En las economías más grandes de la región se produjo una expansión de los mercados de bonos y acciones impulsada en gran medida por el alza del precio de los activos financieros, lo cual incrementó el atractivo del capital accionario y propició un mejor clima de negocios.<sup>4</sup>

**Gráfico No.4**  
**Índices Bursátiles de Mercados de Valores**  
 (2001=100)

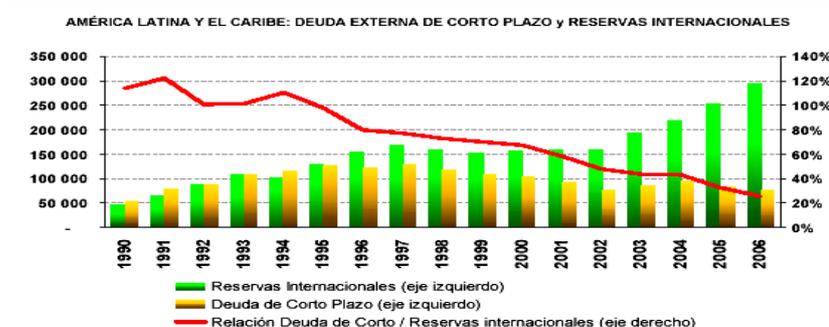
<sup>4</sup> El segmento del mercado corporativo regional experimentó un mayor dinamismo con el incremento de las nuevas emisiones de acciones y bonos. De un promedio anual de 4 y 155 emisiones, respectivamente, durante el trienio 2001-2003 se pasó a 8 y 200 emisiones en el periodo 2004-06. (FMI, 2007a)



Fuente: FMI, Perspectivas de la Economía Mundial, 2007

- *Mejor perfil de la deuda externa:* Las mayores tasas de ahorro, que se tradujeron en una menor dependencia de los recursos financieros foráneos, evidenció una disminución de la posición pasiva neta con el exterior, tanto a través de la disminución de los pasivos externos como del incremento de las reservas internacionales. Así, la combinación de mayores montos de reservas en divisas y menores obligaciones a corto plazo mejoró perceptiblemente la capacidad de pago de las economías deudoras, con lo cual disminuyó el riesgo de liquidez para la región.

**Gráfico No.5**  
**Deuda externa y reservas**



Fuente: CEPAL, Balance Preliminar de las economías latinoamericanas, 2006.

- *Mejor funcionamiento de los sistemas financieros domésticos:* La mayor solidez de los sistemas financieros latinoamericanos se asociaba con el marco macroeconómico más estable que caracterizaba a las economías

relativo a la inflación, cuenta corriente y desempeño fiscal.<sup>5</sup> Adicionalmente, se fortaleció la regulación de la actividad financiera y la supervisión en la estimación de riesgos.

- *Cantidad, calidad y transparencia de la información crediticia de los acreedores:* En esos años se constató un progreso en la calidad de la información y de las instituciones encargadas de su cumplimiento. De acuerdo con datos del Banco Mundial, las centrales de información crediticia de la región presentaban un mejor índice de calidad que las de otras economías emergentes.<sup>6</sup>

Surge entonces la interrogante: ¿Qué elementos desestimularon el movimiento del capital privado hacia la región en este periodo, haciéndolo más volátil en determinados momentos?<sup>7</sup> Probablemente, los inversionistas extranjeros hicieron un ajuste del rendimiento esperado en relación al riesgo que prevalecía en la región por diversos factores:

- *Incierta sostenibilidad del crecimiento:* A los prejuicios lógicos que provoca la histórica volatilidad del crecimiento en América Latina se le adicionaban las dudas acerca de la consistencia de los ritmos de crecimiento exhibidos en esos años considerando el alto grado de dependencia de los mismos a factores cíclicos y exógenos, y no de carácter estructural. Un contexto internacional favorable, *boom* de materias primas, bajos *spreads* de deuda y relación de términos de intercambio muy positiva eran fuentes definitorias del incremento del PIB

---

<sup>5</sup> La incertidumbre y fundamentos macroeconómicos frágiles limitan el crédito al sector privado debido a que estimulan el desvío de recursos hacia actividades más especulativas, que son de mayor rentabilidad pero también mucho más riesgosas.

<sup>6</sup> Encuestas del Banco Mundial sobre los registros de crédito públicos y privados. En <http://www.doingbusiness.org>.

<sup>7</sup> Excluyendo la inversión directa, las entradas de capital (inversión de portafolio y préstamos bancarios) fueron volátiles y bajas, tanto en términos absolutos como relativos. Inclusive para las economías más exitosas de la región, los flujos podrían haber sido superiores teniendo en cuenta la concurrencia de factores de estímulo que en ellas se suscitó.

regional, por lo que una reversión de las mismas supondría un retroceso importante en el crecimiento de las economías.<sup>8</sup>

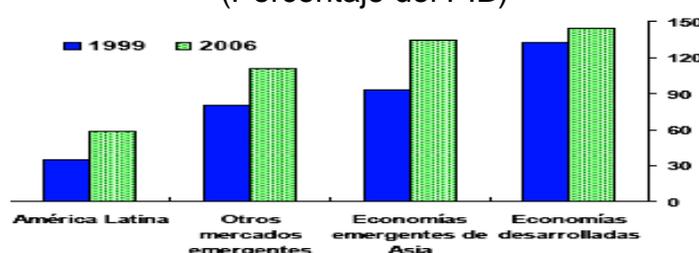
- *Equívoca capacidad para enfrentar coyunturas externas adversas:* A pesar que eran mejores las condiciones para contrarrestar eventuales choques procedentes del exterior por la presencia de amortiguadores macroeconómicos (cuantiosas reservas en divisas, superávit fiscales, menores coeficientes de endeudamiento, etc), la región continuaba siendo vulnerable frente a ellos. No solo por el origen mismo de sus provisiones, que también eran sensibles a cambios en la coyuntura internacional, sino además, por la fragilidad de sus estructuras financieras internas y la enorme magnitud de su deuda externa.
- *Pagos crecientes por concepto de utilidades e intereses:* La factura del rendimiento de capitales era muy elevada y originaba sistemáticas transferencias financieras al exterior de gran tamaño que presionaban las cuentas fiscales y la balanza de pagos de las naciones latinoamericanas.
- *Limitados instrumentos de cobertura:* Los mercados de derivados financieros para garantizar protección frente a fluctuaciones prolongadas de tipos de cambio y tasas de interés no presentaban un desarrollo adecuado, lo que dificultaba la gestión eficiente del riesgo por parte de empresas, instituciones financieras e inversionistas institucionales, nacionales y extranjeros, que deseen invertir. Pocas naciones, entre ellas Argentina, Brasil, México y Chile, realizaban operaciones con swaps y contratos futuros sobre divisas y tipos de cambio. (FMI, 2007b)
- *Mercados de capital poco profundos:* No obstante el crecimiento experimentado, los mercados de acciones y bonos latinoamericanos eran menos desarrollados que los del resto de mercados emergentes.

---

<sup>8</sup> Una caída fuerte y sostenida del precio de las materias primas tendría un impacto muy negativo pues las exportaciones de estos rubros representan el 15% del PIB de los 8 países más grandes de la región y el 7% de los ingresos fiscales (CEPAL, 2007).

Sus limitaciones se relacionaban principalmente con la insuficiente liquidez, escasa variedad de instrumentos y bajo nivel de capitalización.

**Gráfico No.6**  
**Capitalización mercados financieros**  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: FMI, Perspectivas Económicas. Noviembre, 2007

- *Restringidos derechos de los acreedores:* Aunque ya se percibía un mayor respeto por los derechos de los acreedores, predominaba el criterio de que éstos no están lo suficientemente protegidos; no basta con aprobar legislaciones que los favorezcan si las mismas no se cumplen en las instancias jurídicas correspondientes. Como en la mayoría de los casos los procedimientos legales no estaban plenamente desarrollados ni existía suficiente personal calificado para ejecutarlos, los conflictos y reclamaciones podían prolongarse durante mucho tiempo e incluso no llegar a soluciones efectivas.
- *Debilidades en los sistemas financieros:* Con independencia de su mejor desempeño, los sistemas financieros nacionales presentaban fragilidades que podían exacerbarse de producirse un relajamiento excesivo el crédito. La sostenibilidad del préstamo bancario era un tema estratégico en la región por el nefasto impacto que tuvieron, en décadas anteriores, ciclos de *boom* crediticio. (FMI, 2007b)

Era esa, en síntesis, la situación financiera de la región al estallar la crisis de hipotecas de alto riesgo (*subprime*) en EEUU que fue inicialmente catalogada por las autoridades de esa nación como un problema de carácter sectorial y estrictamente local, pero que no tardó mucho en propagarse por los estrechos vínculos que unen a los mercados crediticios del mundo. Las medidas tomadas

por la Reserva Federal y otros bancos centrales de Europa y Asia, no pudieron evitar su proliferación pues al estallar la crisis se activaron canales monetarios y financieros que la extendieron más allá de las fronteras estadounidenses y el contagio internacional fue ineludible.

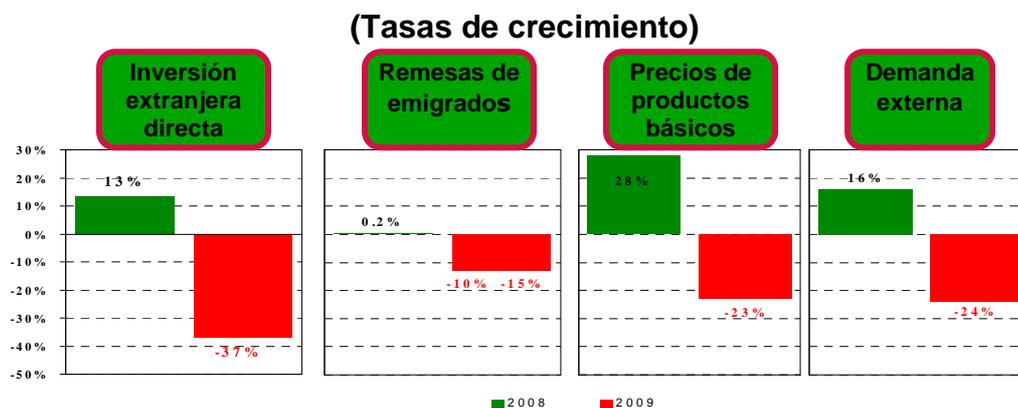
### **2008-2009: Nuevamente el contagio...**

A fines del 2008 ya eran innegables síntomas de debilidad en variables económicas, comerciales y financieras de la región y se esfumó definitivamente la esperanza de “desacople” o inmunidad respecto a la crisis financiera que se había desatado en el 2007 en el mercado hipotecario de los EEUU y que ya desde septiembre del 2008 había adquirido la categoría de internacional.<sup>9</sup> Los efectos más negativos asociados a ella fueron:

- Aguda caída en la demanda de exportaciones de bienes y servicios, y disminución de los precios de los productos primarios.
- Reducción de los ingresos por turismo internacional y de remesas familiares.
- Caída de la entrada de capitales e incremento marcado en el costo del financiamiento externo.

#### **Gráfico No.7**

#### **América Latina y Caribe: Efectos de la crisis.**



**Fuente:** CEPAL. Presentación Mattar, J. Director Adjunto, subsede México. Marzo 2010.

<sup>9</sup> El grado de afectación varió entre los países de acuerdo a una serie de características, entre las que se destacan: nivel de apertura a la economía mundial, grado de dependencia hacia la economía norteamericana, coeficientes de endeudamiento externo, monto de reservas en divisas, tipo de especialización del comercio exterior y el nivel de comercio intraregional,

En materia de comercio exterior, la región sufrió el impacto de la profunda contracción del producto y el comercio mundial que provocó la crisis. Los ingresos derivados de las ventas externas se desaceleraron al combinarse dos efectos negativos: por un lado, la disminución de los volúmenes exportables, y por el otro, el desplome de los precios de los productos básicos que erosionó la favorable evolución que venían experimentando los términos de intercambio.

En el caso del turismo, actividad extremadamente susceptible al cambio en los ingresos y las expectativas de los consumidores, las mayores afectaciones se situaron en aquellas zonas que tradicionalmente ofertan productos y servicios turísticos altamente demandados por europeos y norteamericanos, como son las islas caribeñas y los países de Centroamérica.

Por su parte y como era de esperar, el ritmo de crecimiento de las remesas familiares cayó a medida que las economías donde residen la gran mayoría de los emigrantes latinoamericanos y caribeños fueron atrapadas por la crisis y se incrementó el desempleo. Para aquellos países centroamericanos y caribeños, en los que las remesas representan un alto porcentaje del PIB, el menor flujo constituyó un duro golpe no solo para las finanzas familiares de sectores de bajos ingresos sino además, descensos significativos en el ingreso y el consumo nacional. Igualmente varias naciones sudamericanas, sufrieron pérdidas cuantiosas de remesas. (CEPAL, 2009)

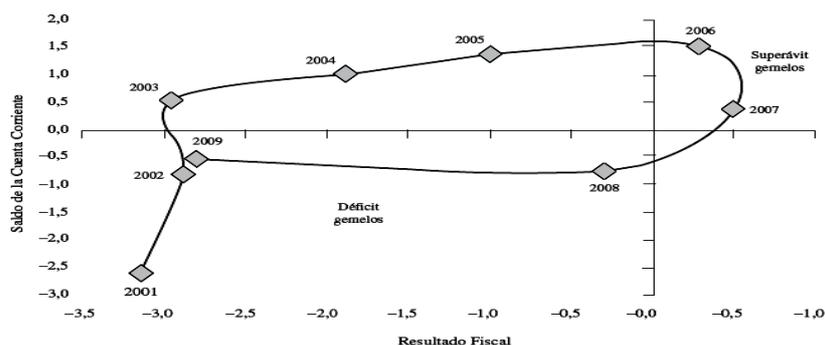
Lo anterior, unido a la acentuación del déficit de la balanza de rentas, propició que la cuenta corriente arrojara en el 2008 un saldo deficitario luego de varios años de superávits continuados. Paralelamente, la mejora de las cuentas públicas comenzó a revertirse por la disminución de los ingresos fiscales y la expansión del gasto, y el resultado global del gobierno central también se convirtió en deficitario en el 2008. Así, los superávits gemelos que acompañaron a la región en el período 2006-2007 se transformaron en déficit gemelos, leves en 2008 y más acentuados en 2009, poniendo en entredicho, por un lado, la menor dependencia del financiamiento externo como una de las principales fortalezas que habían logrado los países del área, y también la capacidad de

respuesta anticíclica de los gobiernos para hacer frente a la desaceleración de la demanda interna. (CEPAL, 2009)

### **Gráfico No.8**

#### **América Latina y el Caribe (19 países): Evolución de la Cuenta Corriente y Resultado Fiscal, 2001-2009.**

*(En porcentajes del PIB)*



**Fuente:** CEPAL, Estudio Económico, 2009.

Las complicaciones en el financiamiento externo fueron, quizás, las más obvias ya que el recrudecimiento de la crisis financiera y el derrumbe de importantes bancos transnacionales durante el 2008, limitaron y encarecieron la oferta crediticia a nivel mundial para empresas y gobiernos, y en ese contexto la región no fue la excepción. Numerosas economías del área fueron víctimas de una mayor aversión al riesgo y de los ajustes de carteras por parte de prestamistas e inversionistas internacionales y vieron caer los flujos de préstamos y de inversión en portafolio a la par que eran castigadas con mayores primas en sus emisiones de deuda.<sup>10</sup>

La declinación de los flujos accionarios, estuvo ligada a la volatilidad y caída de los principales mercados bursátiles en la región, los cuales experimentaron pérdidas en las cotizaciones de importantes empresas comercializadoras de productos básicos. Se estima que el efecto bursátil de la crisis fue más agudo

<sup>10</sup> Los canales financieros latinoamericanos comenzaron a afectarse con la quiebra del Lehman Brothers. Hasta ese momento, las economías emergentes continuaban en general, accediendo regularmente al mercado financiero internacional, pero a partir de entonces, se endurecieron las condiciones de financiamiento y se disparó el costo del endeudamiento externo.

en la región que en las economías desarrolladas por la fragilidad que tipifica a los mercados accionarios latinoamericanos. (Pineda, Pérez y Titelman, 2009)

Del mismo modo, la entrada de otros flujos a corto plazo disminuyó, y en algunos casos también se constataron salidas cuantiosas por el menor atractivo que representó para arbitrajistas y especuladores invertir en el mercado cambiario latinoamericano ante la inestabilidad y el peligro de devaluación reinante. Adicionalmente, bancos extranjeros radicados en la región sustrajeron capital para transferir a sus casas matrices con el propósito de satisfacer la mayor demanda de liquidez en los países desarrollados.

Como sucedió en episodios de crisis anteriores, se produjo fuga de capitales pues los intermediarios financieros, empresarios y en general los ciudadanos demandaron moneda extranjera para preservar su ahorro huyendo de los activos riesgosos, entre los que se incluían títulos públicos y de corporaciones locales. Esa corrida de inversionistas (“fuga a la calidad”), además de contraer la oferta interna de capital a disposición del sector público, trajo consigo efectos colaterales negativos para la balanza de pagos y la moneda nacional que se devaluó en términos nominales. (CEPAL, 2009)

Pero los perjuicios en materia de finanzas externas no se ciñeron a los capitales tradicionalmente más volátiles (préstamos e inversión en cartera), también un flujo prioritario para la región como es la inversión extranjera directa redujo su ritmo de crecimiento e igual sucedió en el caso de los flujos oficiales, al disminuir el monto de asistencia oficial para el desarrollo (AOD) asignado para naciones latinoamericanas y caribeñas de menor desarrollo.<sup>11</sup>

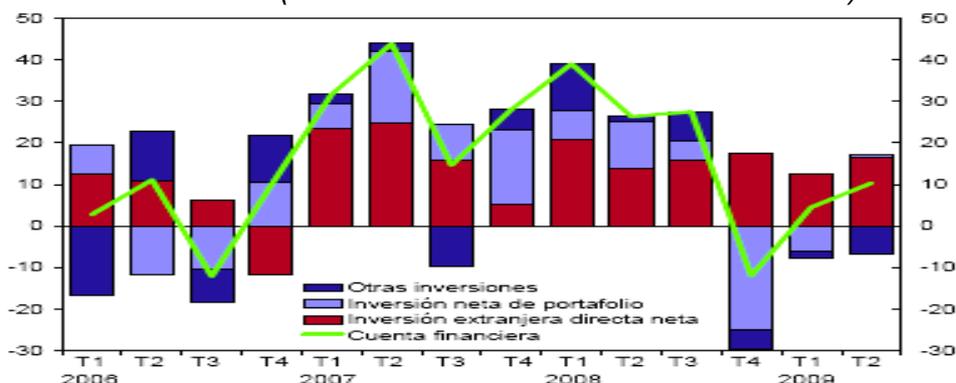
---

<sup>11</sup> Aunque las entradas de inversión extranjera directa aumentaron en el 2008, su tasa de crecimiento del 13% quedó muy por debajo del 52% registrado en el 2007. (CEPAL, 2009)

### Gráfico No.9

#### **América Latina y Caribe: Cuenta Financiera (1)**

(Miles de millones de dólares de EE.UU)



**Fuente:** FMI, Perspectivas Económicas Las Américas 2009.

(1) Incluye Brasil, Chile, Colombia, México y Perú; excepto en el segundo trimestre del 2009 en el que no hay datos disponibles para Perú.

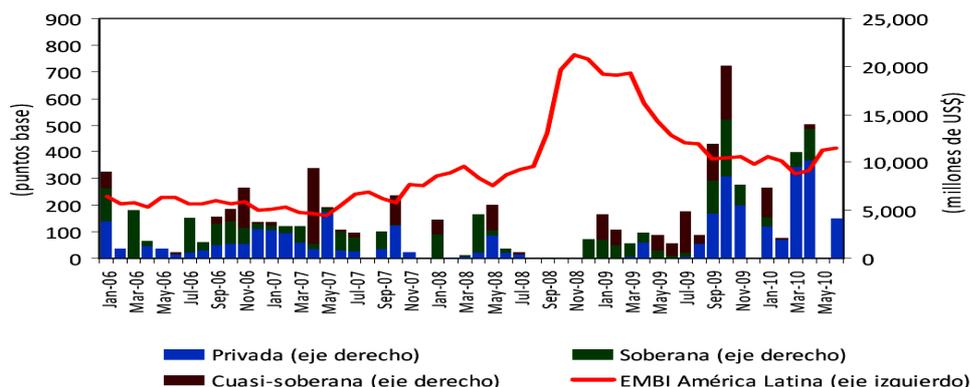
La contrapartida de la reversión de los flujos financieros, y del déficit en cuenta corriente producto de la crisis fue una significativa disminución de las reservas internacionales.<sup>12</sup> No obstante, los volúmenes millonarios acumulados en años anteriores fueron suficientes para que, la mayoría de los países, financiaran el déficit de la balanza básica y el monto de sus vencimientos externos a corto plazo. (CEPAL, 2009)

Las tensiones financieras comenzaron a disminuir en los últimos meses del 2009 con el gradual restablecimiento de la liquidez internacional que permitió reanudar el acceso de la región a los mercados de capital. A medida que la percepción de riesgo se reducía, se restauraban las colocaciones de bonos soberanos y corporativos, y también se recuperaban los índices bursátiles con el aumento de los valores accionarios.

<sup>12</sup> Hasta el primer cuatrimestre del 2009 las reservas internacionales se redujeron en aproximadamente 50.000 millones de dólares, cifra equivalente al 10% del máximo histórico alcanzado el año anterior. (CEPAL, 2009)

### Gráfico No.10

#### América Latina y Caribe: Emisiones de bonos y riesgo país.



Fuente: CEPAL, Estudio económico, 2010.

Igualmente, los logros alcanzados en materia de fundamentos macroeconómicos durante los años de bonanza, y las políticas económicas aplicadas frente a la crisis, hicieron posible que la mayoría de los países de la región enfrentaran mejor su impacto y restablecieran con relativa rapidez sus indicadores de vulnerabilidad financiera. A diferencia de las crisis ocurridas en la segunda mitad de los años noventa y de la que protagonizó Argentina en el 2001, la más reciente sorprendió a la región en una coyuntura positiva y sobre todo, de mayor solidez financiera.

En la década de los noventa, las naciones latinoamericanas que experimentaron fuertes turbulencias bancarias y monetarias se caracterizaban al estallar éstas, por grandes desequilibrios fiscales y/o cambiarios, un alto grado de endeudamiento externo, elevados déficit en cuenta corriente, escasas reservas internacionales, expansión desmedida del crédito interno y fuertes entradas de capital con un alto componente de flujos a corto plazo e inversión en cartera con fines puramente especulativos; todo ello como resultado de procesos de liberalización ejecutados bajo los cánones del Consenso de Washington.

Dichas condiciones, situaban a los países en una posición vulnerable ante los súbitos cambios del flujo de capital foráneo y además, retroalimentaban los mismos por la desconfianza que despertaban en acreedores e inversionistas

extranjeros. Adicionalmente, les restaban a las autoridades nacionales la capacidad de maniobrar para enfrentar las crisis, de ahí la necesidad del “rescate” por parte de gobiernos acreedores y organismos internacionales, como el Banco Mundial y el FMI, y el acatamiento (previo y posterior) de sus exigencias colaterales.

En contraste, como antes se señaló, al producirse en el 2008 el cambio en las circunstancias financieras por la caída de las exportaciones y del flujo de capitales, la región exhibía indicadores favorables: mejor composición del endeudamiento externo (monetaria y en plazos), voluminosas reservas en divisas, ingresos fiscales crecientes, mayores opciones de financiamiento interno en los mercados de capital domésticos y mejores niveles de solvencia y liquidez en el sistema bancario. En términos de políticas macro también se constataba un clima más sano referido al control de la inflación, la adopción de regímenes cambiarios más flexibles y la sostenibilidad de la deuda. Todo lo cual hizo menos vulnerable a la región ante la crisis y permitió la aplicación de políticas contracíclicas.

Las medidas anunciadas e implementadas a partir de ese año fueron muy diversas en correspondencia con las particularidades de las economías, el alcance de la crisis y la capacidad de los gobiernos de ejecutarlas de acuerdo a los instrumentos y recursos disponibles. A continuación, un breve resumen de las medidas de carácter fiscal, monetario y financiero que fueron tomadas: (CEPAL, 2010)

- *Política monetaria y financiera*
  - Flexibilización de las condiciones de liquidez
  - Disminución de las tasas de referencia
  - Expansión de la cantidad de dinero
  - Aumento de la oferta de crédito a través de la banca pública
- *Política fiscal*
  - Rebajas y beneficios relativos al impuesto a la renta de personas y empresas.
  - Ventajas impositivas temporarias para algunos sectores

- Aumento del gasto corriente (transferencias a los sectores más vulnerables)
- Incremento de la inversión pública

Sobre esas bases, a inicios del 2010, la mayoría de las naciones latinoamericanas se había recuperado del impacto de la crisis, y al igual que otras de Asia, restablecían su participación en el comercio y las finanzas internacionales. Tal hecho contrastaba fuertemente con la lenta recuperación de la economía norteamericana y el profundo estancamiento en el que comenzaron a caer varias naciones europeas.

### ***2010-¿x?: Inestabilidad e incertidumbre frente a la crisis de deuda soberana y la fragilidad de la banca internacional.***

La declaración de moratoria del gobierno griego en el 2010 y su posterior “rescate” marcó el inicio de una crisis de deuda soberana que ha socavado los puntales de la Unión Monetaria Europea (UEM). A Grecia le siguió Irlanda, luego Portugal, Bélgica, España, Italia y Chipre, y si no se ha producido el derrumbe del esquema integracionista ha sido por la intervención directa de la denominada troika: la Comisión Europea, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional (FMI) que, con cuantiosos recursos monetarios, ha socorrido a gobiernos y entidades financieras situados al borde del colapso.

El paulatino deterioro de las finanzas públicas en la eurozona erosionó la solvencia de entidades financieras nacionales cuyos balances aún eran frágiles luego de la crisis económica y financiera que había azotado a la economía mundial apenas el año anterior; a los problemas de liquidez del mercado crediticio se le adicionaron el derrumbe de numerosos activos inmobiliarios y la contracción acelerada de los presupuestos en varias naciones, tanto por la aguda disminución de los ingresos fiscales como por los mayores gastos del servicio de la deuda.<sup>13</sup> La inevitable caída del ritmo de crecimiento económico

---

<sup>13</sup> La banca europea soporta un gran desgaste de su solvencia producto del negativo entorno macroeconómico de la zona y la degradación de la capacidad de pago de los gobiernos. El impacto de las crisis soberanas llega a estas instituciones por diferentes vías: disminución del precio de activos sensibles al crecimiento, depreciación de los colaterales para obtener

desgastó aun más la calidad de los activos bancarios lo que condujo a una mayor contracción del crédito y sucesivamente, a la recesión económica.<sup>14</sup> (Ontiveros, 2010)

Paralelamente, el sector bancario del resto de las economías industrializadas siguió padeciendo importantes debilidades que atentan contra la eficiencia del proceso de intermediación financiera y la reanimación del crédito para el consumo y la inversión. Entre los problemas más significativos se ubican: niveles de apalancamiento aún elevados, alto grado de exposición ante títulos públicos muy depreciados e instrumentos derivados muy volátiles, y dificultades en la recuperación de activos asociados a la actividad empresarial.

En esas circunstancias se produjo un incremento paulatino de la percepción del riesgo, deterioro de los beneficios y caída del precio de las acciones institucionales y por ende, creció la desconfianza de inversionistas, prestamistas y público en general respecto a la estabilidad del sector bancario. Tal situación no ha sido contrarrestada a pesar de los esfuerzos realizados por los gobiernos para apuntalar a entidades con problemas e imprimir confianza en los agentes económicos.<sup>15</sup>

Si a los problemas antes señalados se le adiciona la paulatina introducción de estándares internacionales de capitalización bancaria que favorecen la reorientación de las carteras hacia activos más seguros, las posibilidades de una expansión crediticia como la que requieren muchas economías industrializadas, se verán muy reducidas. De hecho, ya desde la crisis en el 2008, los índices de adecuación del capital bancario mejoraron en casi todas las regiones (emergentes y desarrolladas); e incluso en importantes naciones

---

recursos en mercados mayoristas y el Banco Central, peores calificaciones crediticias y endurecimiento del costo de financiamiento, y como elemento esencial, pérdidas directas en las carteras de préstamos y bonos públicos que representan un alto porcentaje de sus negocios.

<sup>14</sup> En 2009, 30 de los 34 países de la OCDE entraron en recesión (incluido EEUU), representando un 93% de su PIB. En el 2012, solo 12 estaban en recesión y todos eran de la Unión Europea. (Bankia, 2012).

<sup>15</sup> La gestión de gobiernos y organismos internacionales para infundir confianza en los inversionistas no ha sido suficiente y predomina un clima de incertidumbre entre los agentes económicos y financieros. Indicadores representativos de la misma son la elevación de los diferenciales interbancarios y de las primas de los CDS para bancos, principalmente en la zona euro.

se superaron los mínimos exigidos por los acuerdos de Basilea, y ello debido fundamentalmente a que los bancos prestaron menos y fueron más selectivos con sus clientes.<sup>16</sup>

Para completar el panorama de inestabilidad y tensión de los mercados financieros hay que añadir la inseguridad acerca de las perspectivas fiscales y el tope de la deuda federal en los Estados Unidos, la acusada volatilidad de los mercados bursátiles y de divisas, y la inercia reinante respecto a una reforma de la arquitectura financiera internacional tras las infructuosas reuniones del G20.<sup>17</sup>

En ese contexto y respondiendo a sus instintos naturales, el capital ha buscado nuevas oportunidades de altos rendimientos y se desplazó hacia las economías emergentes cuya participación en las corrientes financieras internacionales aumentó significativamente en los últimos años por sus favorables perspectivas de crecimiento, solidez en los fundamentos macro y grandes reservas monetarias.

Ya desde el 2010 fue evidente lo atractivas que resultaban esas naciones para el capital internacional en contraste con las economías desarrolladas caracterizadas por bajas tasas de interés y fuertes desequilibrios financieros. Así, no pocos países de Asia y Latinoamérica que pudieron superar la crisis del 2008 con relativa rapidez por contar con una mejor base fiscal y financiera, revirtieron la salida de capitales con cuantiosas entradas. Las estadísticas indican que los flujos de capital procedentes de EEUU hacia los mercados emergentes aumentaron de US\$300.000 millones anualizados en 2006–07 a

---

<sup>16</sup> Hay que destacar que la reforma contenida en “Basilea III” surgida con la intención de prevenir crisis bancarias y evitar la necesidad de rescates, supone que en un futuro cercano, los bancos más que tripliquen el capital de alta calidad que mantienen como reserva (desde un 2% actual hasta un 7%), lo que puede significar miles de millones de capital inmovilizado en los próximos años.

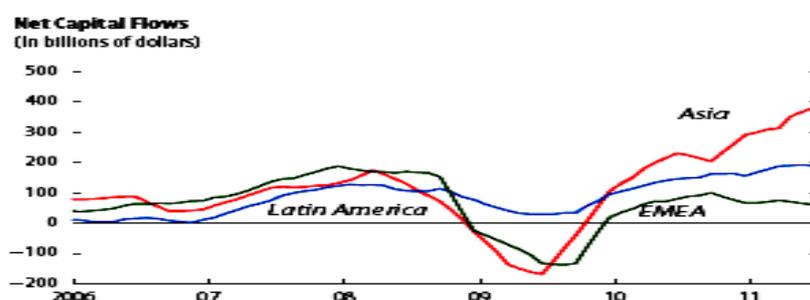
<sup>17</sup> En varios momentos la situación se ha tornado muy insegura y el nerviosismo dominó al mercado monetario y bursátil por el temor a que EEUU se precipitara a lo que se llamó “abismo fiscal” y alcanzará el tope de la deuda pública. Las malas relaciones entre el presidente Obama y los republicanos en el Congreso generaron serias dudas acerca del éxito en las negociaciones que se realizaron para llegar a un acuerdo fiscal y renovar el límite de la deuda, condiciones ineludibles para hacer más sostenibles las finanzas públicas y consolidar la confianza de inversores, empresas y consumidores en la nación nortea.

una cifra estimada de US\$550.000 millones en 2010, mientras que los flujos hacia las economías avanzadas se redujeron de US\$900.000 millones en 2006–07 a US\$600.000 millones en 2010.<sup>18</sup>(Zhu, 2011)

La región más favorecida ha sido la de Asia Este y Pacífico, con China al frente como principal receptora de capitales; y en segundo lugar se ubicó América Latina y Caribe, destacándose Argentina, Brasil y México que en el 2010 se ubicaron entre las 10 países de mayor ingreso de capitales del mundo subdesarrollado. (FMI, 2012)

### Gráfico No.11

#### **Economías emergentes: Flujo Neto de capitales**



**Fuente:** FMI, Global Finance Stability Report, 2012. Página 46.

En el 2010 la región mostró una notoria recuperación que se tradujo en un rápido dinamismo del consumo, incremento del crédito al sector privado, mayores salarios, empleo e ingresos, fortalecimiento de su posición externa y una mayor acumulación de reservas monetarias en divisas. (CEPAL, 2012a) En esas circunstancias el acceso al mercado de capitales fue más expedito, incrementándose tanto la inversión directa como la de portafolio, esta última

<sup>18</sup> Las economías emergentes tienen una participación cada vez más activa en las finanzas internacionales como poseedoras de voluminosas reservas monetarias, gestoras de millonarios fondos de inversión, suministradoras de financiamiento para el comercio y acreedoras de las economías desarrolladas. El caso más destacado es el de China cuyas reservas en divisas constituyen un altísimo porcentaje del total mundial, y es propietaria de la mayor parte de los activos gestionados por los fondos soberanos de inversión, todo ello gracias a sus cuantiosos superávits comerciales y en cuenta corriente.

por la vía de emisión de títulos soberanos y corporativos en los mercados europeos y estadounidenses.<sup>19</sup>

Sin embargo, los negativos sucesos que se desencadenaron en la UEM y la inestabilidad prevaleciente en los mercados monetarios y de capital a nivel global, no tardaron en pasar factura a la región y a partir del 2011 se inicia nuevamente un ciclo de “arritmia” en varios de sus indicadores económicos fundamentales y también del flujo de capitales, esencialmente de corto plazo, que hacia ella se moviliza.<sup>20</sup>

Conjuntamente con la moderación del crecimiento y el deterioro del sector externo, en el 2011 se produjo un alza progresiva de las primas de riesgo soberano y disminución de los ingresos de capital principalmente en las economías más integradas a los mercados financieros internacionales, las cuales comenzaron a experimentar depreciaciones monetarias y para frenarla, disminución de reservas.<sup>21</sup>

Al siguiente año el panorama mejoró y, haciendo gala de sus fortalezas macro, la región resistió mejor los choques externos y experimentó un fuerte incremento de la inversión directa especialmente en los sectores de materias primas, finanzas y comercio minorista, que compensó la inestabilidad de los flujos de cartera.<sup>22</sup> (FMI, 2013) Igualmente, se vio favorecida con el incremento de sus exportaciones gracias a la trayectoria positiva de la demanda de sus principales socios comerciales, EEUU y China, y por ser la zona de menor dependencia de la Unión Europea como destino de sus productos. (CEPAL, 2012c)

---

<sup>19</sup> Las inversiones a corto plazo en América Latina por diferenciales de tasas de interés respecto a Estados Unidos y Europa, le imprimieron un notable auge a los mercados de valores latinoamericanos en años recientes. Según el FMI, la cifra de capital a corto plazo en el 2011 se cuadruplicó respecto al 2001 y sumó 844,867 millones de dólares concentrados en Brasil y México, Chile y Colombia. (Ugarteche, 2013)

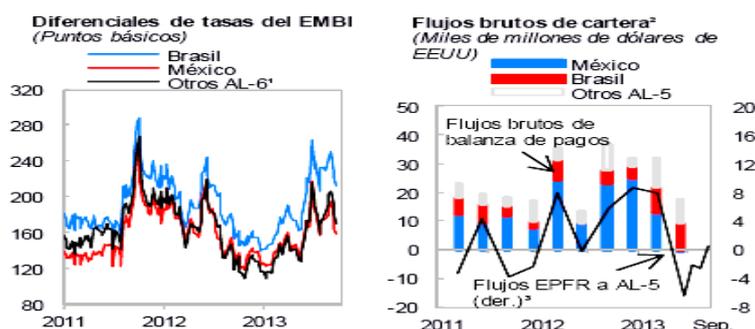
<sup>20</sup> Ya la obtención de préstamos bancarios se hacía cada vez más difícil teniendo en cuenta que los prestamistas más importantes se concentran en las economías desarrolladas.

<sup>21</sup> Las economías más integradas, entre las que se ubican Brasil y México habían sufrido anteriormente fuertes presiones a la apreciación cambiaria producto de cuantiosas entradas de capital a corto plazo tras la recuperación del impacto de la crisis.(CEPAL, 2012b)

<sup>22</sup> La menor vulnerabilidad descansó en la continuidad de políticas de tipo cambio flotante, los decrecientes coeficientes de endeudamiento externo y el alto nivel de reservas internacionales.

En el 2013 la volatilidad del capital continuó siendo significativa y, como puede observarse a continuación, la caída de la inversión en cartera en términos brutos durante los primeros meses fue notoria, en gran medida asociada al aumento de la tasa de interés a largo plazo en EEUU. Lógicamente, el reajuste de precios afectó los tipos de cambio, los diferenciales soberanos, el rendimiento de los bonos locales y los mercados accionarios (FMI, 2013)

### **GRAFICO No. 12**



**Fuente:** FMI, Regional Economic Outlook, Update, octubre 2013.

- 1- Promedio simple de Chile, Colombia, Perú y Uruguay.
- 2- Incluye pasivos de cartera de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
- 3- Los flujos EPFR (Emerging Portfolio Fund Research) proveen una aproximación de alta frecuencia a los flujos de acciones y deuda, aunque menos detallados que los de balanza de pagos.

La incertidumbre y, con ésta, la volatilidad descansaron básicamente en el temor a una sostenida reversión de la política monetaria en los EEUU que, con su sesgo expansivo, ha sido en los últimos años fuente de liquidez extraordinaria para la región a través de los circuitos de corto plazo, y también un puntal importante para el fortalecimiento de las monedas en las mayores economías del área.<sup>23</sup> El giro hacia políticas más restrictivas en los países desarrollados, no solo en EEUU, y adicionalmente, una eventual caída de los precios de muchas materias primas en el mediano y largo plazo, amenazan con poner de manifiesto vulnerabilidades esenciales del modelo de crecimiento de

<sup>23</sup> El peligro de que incrementen los rendimientos de los bonos del Tesoro por el mayor riesgo soberano de esa nación se acrecienta a la par de las complicaciones que enfrenta el ejecutivo para ampliar la capacidad de endeudamiento y la consolidación fiscal.

la región como son las bajas tasas de inversión y un modelo de gasto a crédito apoyado en el auge del precio de productos básicos.<sup>24</sup>

De materializarse esos riesgos, las economías latinoamericanas (al igual que otras emergentes), padecerán salidas de capital incontrolables cuyos costos serán contrarrestados en un primer momento con el suministro de divisas por parte de las autoridades monetarias nacionales. Pero, considerando lo efímero que puede ser el impacto de este tipo de intervención en la confianza de inversionistas especulativos, las naciones tendrán que priorizar el resguardo de los fundamentos económicos básicos y ser consecuente con las políticas monetarias y fiscales pues solo así conseguirán atraer flujos más estables y fomentar la demanda interna, y, de ese modo, disminuir la vulnerabilidad ante el impredecible movimiento del capital internacional.

### ***Consideraciones finales***

El análisis de lo acontecido en todos estos años ratifica, una vez más, como a medida que se profundiza la integración internacional de las economías latinoamericanas se intensifica la relación entre su desempeño agregado y las condiciones externas a las que se enfrenta; y corrobora, en particular, que el proceso de liberalización financiera y de apertura de la cuenta capital que tuvo lugar en la región desde fines de los ochenta es causa esencial de su mayor sensibilidad ante los *shocks* financieros mundiales.

Asimismo, la evidencia empírica reciente acredita que si bien el fortalecimiento de los fundamentos macroeconómicos permite mitigar la transmisión de los choques financieros a la economía real y aminorar la fuga de capitales, la volatilidad de éstos resulta inevitable en un mundo donde priman graves desequilibrios de ahorro-inversión, información asimétrica, desregulación financiera y prácticas especulativas incontrolables. Por ello, a pesar del favorable desenvolvimiento en el plano externo y fiscal que ostentó la región

---

<sup>24</sup> Preocupa especialmente la magnitud de la desaceleración del crecimiento en China por las afectaciones que traería para los exportadores de materias primas de América del Sur.

durante la última década, los estallidos de volatilidad de los flujos de capital se hicieron más frecuentes.

La inestabilidad del movimiento financiero en los últimos años ha respondido más a factores ajenos a la región que a los errores o éxitos de política económica de las naciones que la integran, y en el futuro cercano tal situación no variará. Tres riesgos fundamentales de origen exógeno atentan contra la región y su capacidad para atraer capitales: un cambio en la política monetaria de los Estados Unidos; la caída de los precios de las materias primas y combustibles, y la desaceleración del crecimiento de la economía mundial que no logra superar definitivamente la crisis financiera que estalló en el 2008.

Alto endeudamiento público y privado, grandes déficits fiscales, fuerte restricción crediticia, severas políticas de austeridad y elevado desempleo, continúan siendo rasgos invariables de la fisonomía europea y motivos para una mayor desconfianza sobre su futuro. Las medidas de apoyo monetario y de liquidez que las autoridades han ejecutado permitieron ganar tiempo, pero no resolver los problemas fundamentales que tributan a la inestabilidad que impera en los mercados financieros donde los riesgos siguen una escalada ascendente.

La situación de los mercados emergentes, otro eslabón importante del horizonte financiero mundial, también es incierta. Aún cuando el nivel de vulnerabilidad de éstos es heterogéneo y que países de importancia estratégica para la economía mundial, como son China, Brasil y la India, están en condiciones de resistir choques financieros y comerciales sin grandes dificultades, no puede subestimarse el impacto que tendría para la estabilidad financiera mundial un deterioro de la "salud" de este grupo de naciones. De ahí la importancia de frenar sus crecientes desequilibrios bancarios y monetarios, y de aplicar medidas preventivas que refuercen su capacidad para enfrentar un eventual deterioro de las economías desarrolladas y continuar siendo el motor impulsor de la demanda internacional.

### ***Referencias bibliográficas:***

- ✓ Bankia (2012). Boletín renta variable, julio. Madrid.
- ✓ Calvo, G. (2003). Explaining Sudden Stops, Growth Collapse and Balance of Payment Crises: The Case of Distortionary Output Taxes”, IMF Staff Papers, vol.50, Special Issue, 2003.
- ✓ CEPAL (2005), (2012b). Balance Preliminar de las economías de América Latina y el Caribe. Santiago de Chile.
- ✓ \_\_\_\_ (2007), (2012c). Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe. Santiago de Chile
- ✓ \_\_\_\_ (2009), (2010), (2012a). Estudio Económico de América Latina y el Caribe. Santiago de Chile.
- ✓ FMI (2007a). International Financial Statistics. Washington DC.
- ✓ \_\_\_\_ (2007b). Perspectivas Económicas. Las Américas. Washington DC.
- ✓ \_\_\_\_ (2012). Global Development Finance. External Debt of Developing Countries. Washington DC.
- ✓ \_\_\_\_ (2013). Regional Economic Outlook, Update, octubre 2013. Washington DC.
- ✓ Ontiveros, Emilio (2010). Paisaje después de la batalla: singularidad y consecuencias de la crisis financiera global. En Pensamiento Iberoamericano No. 6.
- ✓ Pineda, Pérez E. y Titelman D. (2009): The current financial crisis: Old wine in new goatskins or is this time different for Latin America?. NBER Working Paper, marzo 2009
- ✓ Ugarteche, O y Carranco, L. (2012). Flujos de capital a corto plazo: Una aproximación. Servicio Informativo "Alai-amlatina". Febrero, 2013.
- ✓ Zhu, M. (2011). Desafíos emergentes. Revista Finanzas y Desarrollo, junio 2011.

### ***Otra bibliografía consultada:***

- ✓ Albrieu, R. y Fanelli, J. (2009). América Latina frente a la crisis internacional: el desafío de la recuperación. Instituto de estrategia internacional. Buenos Aires, agosto 2009.

- ✓ Belchior, T. y Moreira S. (2012). Brasil: Crisis financiera internacional y políticas anticíclicas. Revista CEPAL 106, abril 2012. Santiago de Chile.
- ✓ CEPAL (2009). La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 30 de septiembre de 2009". Octubre, 2009. Santiago de Chile.
- ✓ \_\_\_\_ (2010): "América Latina, del auge a la crisis: desafíos de política macroeconómica". Santiago de Chile.
- ✓ Edwards, S. (2006). Crises and Growth: A Latin American Perspective. NBER, Working Paper 13019, abril 2007.
- ✓ FMI (2009). Perspectivas económicas. Las Américas. Se evitó la crisis. ¿qué sigue ahora? Washington DC. Octubre 2009.
- ✓ \_\_\_\_ (2011): Global Finance Stability Report: Grappling with Crisis Legacies. Washington DC. Septiembre 2011.
- ✓ \_\_\_\_ (2011), (2012). World Economic Outlook. Washington DC. Abril y septiembre 2011; abril y octubre 2012.
- ✓ \_\_\_\_ (2012). Global Financial Stability Report: the quest for lasting stability. Washington DC. Abril 2012.
- ✓ \_\_\_\_ (2012), (2013). Perspectivas económicas Las Americas. Washington DC. Abril 2012 y mayo 2013.
- ✓ \_\_\_\_ (2012). Regional Economic Outlook Update. Washington DC. Octubre 2012.
- ✓ \_\_\_\_ (2013). Perspectivas de la economía mundial. Washington DC. Enero, abril y octubre 2013.
- ✓ \_\_\_\_ (2013) Informe sobre la estabilidad financiera mundial. Resumen ejecutivo. Washington DC. Abril y Octubre 2013.
- ✓ Ffrench-Davis, R. (2009). Crisis global, flujos especulativos y financiación innovadora para el desarrollo. Revista CEPAL 97, abril 2009. Santiago de Chile.
- ✓ Goswami, M. y Ree, J. (2006): Los flujos de capital". Revista Finanzas y Desarrollo, marzo 2007.
- ✓ Institute of International Finance.(2009). Capital Flows to Emerging Market Economies. January 27, 2009.

- ✓ James L. y Rowe, Jr. (2012). La crisis y el después. *Revista Finanzas & Desarrollo*. Junio.
- ✓ Karolyi, A., David T. Ng y Prasad, E (2013). La ola que se vine. En *Finanzas y Desarrollo*, junio 2007.
- ✓ Kaminsky, G., Reinhart, C. y Vega, C. (2004): “When it rains it pours: procyclical capital flows and macroeconomic policies”. *NBER, Working Paper* No.10780. ([www.nber.org](http://www.nber.org))
- ✓ Loza, G. (2010). Política cambiaria y crisis internacional: el rodeo innecesario. *Serie financiamiento del desarrollo* 231. CEPAL. Santiago de Chile, noviembre 2010.
- ✓ McKinsey Global Institute (2008). *Mapping global capital markets. Fifth annual report. October 2008*.
- ✓ Mwase, N. (2011). Determinants of Development Financing Flows from Brazil, Russia, India, and China to Low-Income Countries. *IMF Working paper*. WP/11/255
- ✓ Pazarba, C., Goswami, M. y Ree, J. (2006): La nueva cara de los inversionistas. En *Revista Finanzas y Desarrollo*, marzo 2007.
- ✓ Prasad, E., Rajan, R. y Subramanian A. (2006): La paradoja del capital. En *revista Finanzas y Desarrollo*, marzo 2007.
- ✓ Reinhart, C. y K.Rogoff (2008): “This time is different; a panoramic view of eight centuries of financial crises”, March 2008, *NBER Working Paper* 13882
- ✓ Rodrik, D. y A. Subramanian (2007). Why did financial globalization dissappoint?. *Brookings Papers on Economic Activity*, Nov.2007.
- ✓ Ugarteche, Oscar y Carranco, L. (2011): Estamos ante la segunda crisis bancaria? Noticias de la crisis 2011. En [www.obela.org](http://www.obela.org) septiembre, 2011.
- ✓ Williamson, J. (2005): “Curbing the Boom-Bust Cycle: Stabilizing Capital Flows to Emerging Markets”, *Policy Analyses in International Economics*, No. 75. Institute of International Economics.