

# CUENTA CORRIENTE Y FINANCIAMIENTO EXTERNO\*

Kevin Cowan L.\*\*  
 Sebastián Edwards F.\*\*\*  
 Rodrigo Valdés P.\*\*

## I. INTRODUCCIÓN

En julio de 1997, la mayoría de los analistas económicos se vieron sorprendidos por el colapso de la moneda tailandesa, el baht. Durante los meses siguientes, casi todos los “Tigres Asiáticos” tuvieron que hacer frente a graves crisis de balanza de pagos. Un año más tarde, en agosto de 1998, Rusia devaluó el rublo. Como consecuencia de esta sucesión de crisis, los economistas se replantearon muchos de sus conceptos sobre manejo macroeconómico. Se aprendieron lecciones y se diseñaron políticas para evitar futuras crisis. Uno de los temas cruciales que surgieron del debate fue si los mercados de capitales internacionales son una fuente de financiamiento estable y confiable que reacciona en forma óptima a los cambiantes patrones y condiciones mundiales de ahorro e inversión en las economías de mercado emergentes (EME), o una fuente de financiamiento inestable y, por ende, una fuente de inestabilidad para las EME. El hecho de que muchas EME que seguían políticas macroeconómicas prudentes se hayan visto afectadas por las crisis sugiere que el financiamiento externo es una fuente de inestabilidad. Como otra prueba de la teoría de las “finanzas internacionales erráticas” está el patrón histórico de déficit de cuenta corriente de las EME, que crece cuando el producto es alto, en aparente contradicción del modelo de cuenta corriente de los libros de texto. Además, persiste la pregunta de si los agentes individuales de las EME se comportan en forma óptima en este mundo “errático”, limitando su endeudamiento para anticiparse así a la próxima detención repentina (*sudden stop*) o si actúan como si cada crisis fuera la última, dando por sentado que tanto las variables fundamentales de sus países como los mercados financieros mundiales han evolucionado

lo suficiente como para evitar la próxima tormenta.

En la década transcurrida desde el estallido de la Crisis Asiática ha ocurrido una serie de cambios en temas relacionados al financiamiento externo, muchos de los cuales contradicen la sabiduría popular y plantean temas de política económica importantes. Por un lado, la mayoría de los países emergentes ha tenido importantes superávits en la cuenta corriente; por otro, muchos países avanzados han tenido grandes déficits, siendo Estados Unidos el caso más notable, pero ciertamente no el único. La combinación de estos dos hechos implica que el capital ha fluído de los países pobres a los países ricos. ¿Será esta una situación persistente? ¿Cómo se producirá el ajuste y qué rol tienen los países con superávit en este proceso?

Se suma a lo anterior el hecho de que en los últimos años, varias EME, y en particular Chile, han visto una tendencia importante hacia una mayor integración financiera, con importantes aumentos en los *stocks* de activos y pasivos internacionales. Para estos países, la cuenta corriente es solo un aspecto más de la integración financiera internacional, en la cual juegan un papel cada vez más importante los efectos de valorización y los flujos brutos. En este contexto, cabe preguntarse ¿Qué rol juegan los crecientes *stocks* de activos y pasivos internacionales en el ajuste externo de una economía? ¿Cuál es el grado de apertura óptima de la cuenta de capitales, tanto para la salida como la entrada de los mismos? ¿Deberían introducirse impuestos o subsidios que alteren la composición de los pasivos internacionales —hacia la inversión extranjera directa, por ejemplo? Y, un tema

\* Esta es una traducción de la introducción del libro *Current Account and External Financing (Cuenta Corriente y Financiamiento Externo)* editado por los autores y a ser publicado por el Banco Central de Chile en fecha futura y que resume la conferencia del mismo nombre.

\*\* Banco Central de Chile.

\*\*\* The Anderson Graduate School of Management, University of California.

estrechamente relacionado al anterior: ¿debería una economía como la chilena impulsar la “pesificación” de sus pasivos internacionales externos?

Más allá de estas tendencias, siguen vigentes importantes preguntas de administración macroeconómica para una economía pequeña y abierta como la chilena. ¿Cuál es el régimen cambiario óptimo? Y en particular, ¿debería apuntarse a un tipo de cambio devaluado y estable para potenciar el crecimiento? La heterogeneidad de experiencias en cuanto a intervención cambiaria sugiere que son temas que están lejos de finiquitarse. En un tema muy relacionado, ¿Cuál es el nivel y la composición óptima de las reservas internacionales? ¿Es necesario mantener reservas para enfrentar un eventual *sudden stop* del flujo de capitales? ¿De ser así, cómo varía este nivel de reservas con los *stocks* de activos y pasivos internacionales brutos? Y más en general, ¿debería ser la cuenta corriente un objetivo de política económica? ¿Si hay nivel óptimo o máximo, cómo se determina? Y finalmente, ¿qué herramientas deberían usarse para controlar la cuenta corriente?

La décima Conferencia Anual del Banco Central de Chile “Cuenta Corriente y Financiamiento Externo”, realizada en Santiago el 9 y 10 de noviembre de 2006, tuvo dos objetivos. En primer lugar avanzar en entender el comportamiento y tendencias recientes de los mercados financieros internacionales y de las economías emergentes que participan de estos mercados. En segundo lugar, aportar elementos que ayuden a responder las interrogantes recién descritas, tanto con estudios teóricos y empíricos como con una recopilación de estudios de caso de economías o regiones. Este artículo resume los puntos más salientes de dicha conferencia.

## II. DESEQUILIBRIOS Y AJUSTES MUNDIALES

Durante los últimos años, Estados Unidos y otros países desarrollados anglosajones —entre ellos, el Reino Unido, Australia y Nueva Zelanda— han registrado grandes déficits de la cuenta corriente. Esta situación sin precedentes ha generado preocupación entre los analistas y los gestores de política. De hecho, muchos han argumentado que esta situación es insostenible y que, tarde o temprano, deberá haber un ajuste. Gran parte de las investigaciones recientes sobre el tema se ha abocado a determinar si el ajuste externo de

EE.UU. será gradual o abrupto, y qué efecto tendrá sobre el valor (real) del dólar.<sup>1</sup> Los gestores de políticas se encuentran divididos en tres posturas: (a) aquellos que consideran que realmente es necesario algún grado de ajuste y que este será gradual. En este grupo se encuentran académicos como Obstfeld, Rogoff, Blanchard, Edwards, Frankel, Eichengreen, Mussa y Feldstein, entre otros; (b) aquellos que piensan que no habrá necesidad de un ajuste sustancial, y que el enorme déficit de EE.UU. refleja una nueva realidad de la arquitectura financiera internacional. Los representantes más destacados de este grupo son Dooley y Garber; otros académicos que incluye son Caballero, Cooper, Gourinchas, Hausmann y Sturzenegger, y (c) el último grupo está formado por quienes consideran que en el corto plazo deberá haber un ajuste de grandes dimensiones y posiblemente catastrófico. El principal exponente de esta postura es Roubini.

La mayor parte de los análisis de los desequilibrios mundiales se ha centrado en el comportamiento de los países con déficits grandes, como por ejemplo EE.UU. No obstante, un análisis completo del tema —o al menos un análisis que tome en cuenta los aspectos de equilibrio general— debe tener en cuenta la otra cara de los déficits: los países con superávit. Este punto fue enfatizado por Ben Bernanke en su exposición de marzo de 2005, antes de asumir como presidente de la Reserva Federal, en la cual argumentó que la principal causa del déficit externo de EE.UU. era un “exceso de ahorros” del resto del mundo. Las palabras de Bernanke generaron gran controversia y llenaron muchas páginas de periódicos y de *blogs* con comentarios sobre los conceptos del futuro presidente de la Reserva Federal.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Ver, por ejemplo, estudios recientes publicados en *Brookings Papers on Economic Activity* 2005(1), y los artículos aparecidos en el *Journal of Policy Modeling*, de septiembre de 2006.

<sup>2</sup> Ver Bernanke (2005). Algunos estudios teóricos recientes han investigado el tema, explorando bajo qué condiciones se podría mantener en el tiempo el enorme déficit de EE.UU. Ver, por ejemplo, Dooley, Folkerts-Landau y Garber (2004). También Caballero, Fahri y Gourinchas (2006), Loayza, Schmidt-Hebbel y Servén (2000) y De Gregorio (2005). Sobre el exceso de ahorro, véase Clarida (2005a,b), y Hubbard (2005). Uno de los pocos estudios empíricos sobre el ahorro excesivo es el de Chinn e Ito (2005). Para un análisis VAR sobre dos países con superávit, véase Chinn y Lee (2005). Ver también Gruber y Kamin (2005). Dos volúmenes importantes con artículos sobre el déficit estadounidense y el ajuste global son los de Bergsten y Williamson (2004).

Expertos involucrados en este debate han argumentado que los diferenciales de crecimiento regional han estado en el epicentro de los “desequilibrios globales”. El argumento se puede resumir de la siguiente manera. El rápido crecimiento estadounidense se asocia con un aumento de la inversión en EE.UU. (sobre el ahorro); el crecimiento más lento en Europa y Japón se asocia con ahorros más altos (en relación con la inversión).<sup>3</sup> Luego, los desequilibrios globales son un reflejo de los diferenciales de crecimiento regional. De este concepto se desprende que, lejos de reflejar un problema serio, los grandes déficits de la cuenta corriente estadounidense son una señal de fortaleza: reflejan el hecho de que, durante los últimos años, EE.UU. ha sido la locomotora del crecimiento mundial. Según este punto de vista, sería importante un realineamiento del crecimiento —con un aumento del crecimiento en Europa y Japón y una desaceleración en EE.UU.— para corregir los desequilibrios mundiales. En una entrevista reciente, el Secretario del Tesoro de EE.UU., Henry Paulson, reconoció ante los periodistas que “...veía el problema de los déficits (de EE.UU.) como... parte del problema de otros desequilibrios en otros países”. El Secretario prosiguió diciendo: “Ya hace bastantes años que EE.UU. está creciendo mucho más rápido que sus principales socios comerciales de países desarrollados, Europa y Japón”. Luego agregó que para que se corrigieran los desequilibrios, Japón y Europa debían “lograr el tipo de crecimiento por el lado del consumo, que haga la diferencia”.<sup>4</sup>

El trabajo de Sebastián Edwards, que se incluye en el volumen de la conferencia, se refiere a la relación entre los diferenciales de crecimiento y los desequilibrios mundiales. Utiliza datos históricos para investigar si los grandes superávits son persistentes, y analiza el proceso y la velocidad con que los países con grandes superávits redujeron sus desequilibrios en el pasado. Una pregunta de especial importancia dentro de este debate es si, históricamente, ha habido caídas grandes y abruptas de los superávits de la cuenta corriente. La importancia de este tema es que este tipo de ajustes abruptos del superávit serían necesarios si, como algunos temen, EE.UU. —y de hecho otros países anglosajones como el Reino Unido, Australia y Nueva Zelanda— sufre una detención repentina de la entrada de capital y rápidas reversiones de la cuenta corriente.

Edwards también investiga la conexión entre los (grandes) superávits y el ciclo económico, y plantea si es probable que, cuando los países avanzados no anglosajones vean una aceleración de sus tasas de crecimiento, bajen sus superávits y, por lo tanto, se reduzcan los desequilibrios globales.

El trabajo documenta varios hechos estilizados relacionados con ajustes de la cuenta corriente. (a) Muy pocos países grandes han tenido ratios superávit/PIB persistentemente grandes. La persistencia de los superávits es superior en el Oriente Medio, siendo esto mayormente un reflejo del rol que juegan los países exportadores de petróleo. (b) La reducción grande y abrupta de superávit, que Edwards denomina episodios de “ajuste de superávit”, son fenómenos poco frecuentes. Su incidencia oscila entre un 3.0% y un 6.6%. (c) Más aún, estos episodios de ajuste del superávit se han asociado con apreciaciones cambiarias reales y con deterioros de los términos de intercambio. (d) Los resultados econométricos presentados en este trabajo indican que el comportamiento del saldo de la cuenta corriente puede explicarse por modelos parsimoniosos basados en teoría económica. (e) Los resultados obtenidos sugieren que un deterioro del crecimiento en relación con la tendencia a largo plazo de un punto porcentual lleva a una mejora de la balanza de cuenta corriente —un mayor superávit o un menor déficit— de un cuarto de punto porcentual del PIB.

Estos resultados indican que un realineamiento del crecimiento mundial —con Japón y la Zona Euro creciendo más rápido y EE.UU. atenuando su crecimiento— sería un aporte apenas moderado para resolver los actuales desequilibrios mundiales. Esto sugiere que, aunque haya un realineamiento del crecimiento mundial, es probable que el mundo necesite movimientos cambiarios de mayor magnitud. Este análisis también sugiere que, para resolver los desequilibrios mundiales, será necesaria una reducción del (muy) gran superávit de China.

<sup>3</sup> Obsérvese que este argumento es bien general, y se refiere a la relación entre inversión, ahorro y crecimiento; de hecho, no hay causalidad implícita en la afirmación anterior.

<sup>4</sup> Steven R. Weisman, “Paulson Shows Talent for Deflecting Criticism”, *International Herald Tribune*, 27 de septiembre de 2006.

### III. AJUSTE EXTERNO DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES: REVERSIONES Y CRISIS

Una de las características de las EME que acceden a los mercados de capitales internacionales es la incidencia de grandes reversiones de cuenta corriente y de capital —hechos que Rudi Dornbusch llamó “interrupción repentina” o *sudden stop*.<sup>5</sup> Hasta mediados de los noventa, la profesión culpaba de estas reversiones a las políticas internas de las EME —ya fuera el déficit fiscal (como en Krugman, 1979), o políticas macroeconómicas poco creíbles (como en Obstfeld, 1994). Esto cambió luego de la Crisis Asiática. Muchos de los modelos de crisis de “tercera generación” que fueron desarrollados para explicar esta crisis y la crisis Rusa argumentaban que fue la combinación de imperfecciones en los mercados de capitales internacionales y vulnerabilidades internas lo que provocan estas grandes reversiones de la cuenta de capital.<sup>6</sup>

El artículo de Guillermo Calvo sobre las causas y consecuencias de los *sudden stops* toma esta visión, argumentando que eventos en los mercados financieros internacionales desplazan la oferta de ahorros netos disponibles para las EME. En consecuencia, el aumento repentino de entradas de capital a las EME en la década de los noventa se debe en parte a eventos en el mercado de bonos corporativos estadounidenses, y en parte al plan Brady, que convirtió la deuda bancaria externa impaga en bonos negociables. Asimismo, según Calvo, el drástico colapso de flujos netos de capitales a las EME a fines de los noventa se debe en gran medida al impacto de los pedidos de margen (*margin calls*) por inversionistas apalancados y a cambios en la percepción de los inversionistas con respecto a la probabilidad de un rescate del FMI luego de la crisis de Rusia de 1998. La conclusión inmediata es que las EME, al ser parte de una clase de activos, estarán expuestas a la volatilidad de la cuenta de capitales por muy prudentes que sean sus políticas macroeconómicas.

Esto no significa, no obstante, que las políticas internas no tengan importancia. De hecho, Calvo argumenta que varias características de la economía interna afectan la medida en la cual esta turbulencia en la cuenta de capitales se traduce en una “detención repentina”, con los consecuentes costos en producto

e inversión. Entre estas características, es clave el tamaño de déficit de la cuenta corriente relativo al sector transable. Estos determinan la depreciación del tipo de cambio que se requiere para ajustar la cuenta corriente cuando se cierran los mercados de capitales para las EME. A su vez, la dolarización de los pasivos internos afecta la medida en que la depreciación resultante causará una turbulencia financiera en el país.<sup>7</sup>

Por lo tanto, potencialmente, las EME pueden evitar los peligros de turbulencias en los mercados de capitales. No obstante, es probable que modificar el nivel de apertura y dolarización de pasivos sea un proceso gradual. Entretanto, Calvo propone avanzar con reformas a los mercados financieros internacionales mediante la creación, por ejemplo, de un fondo que establezca el precio de la deuda de las EME. Un tema íntimamente relacionado con esto es la capacidad de los países de autoasegurarse contra detenciones repentinas, un tema que analiza Aizenman en esta conferencia, y que ya antes han analizado Caballero y Panageas (2004), García y Soto (2005) y Jeanne y Ranciere (2006).

Mientras el artículo de Calvo se centra en el nivel y en los cambios de las cuentas corrientes y de capital (flujos netos), cuatro trabajos de la conferencia analizan aspectos adicionales de las reversiones de los flujos de capitales internacionales. Estos cuatro aportes están motivados por el hecho de que los flujos brutos de capital han crecido fuertemente en los últimos años, tanto en las economías desarrolladas (ED) como en las EME. El artículo de Cowan, De Gregorio, Micco y

<sup>5</sup> Ver Milesi-Ferretti y Razin (1998) y Edwards (2005) para una discusión de las causas y consecuencias de las reversiones de la cuenta corriente. Para una discusión reciente sobre las causas y consecuencias de las paradas repentinas, léase Calvo, Izquierdo y Mejía (2004) y Guidotti, Sturzenegger y Villar (2004). Para una visión más amplia de los determinantes de la cuenta corriente en EME ver Calderón, Chong y Loayza (2002).

<sup>6</sup> Véase Aghion, Bacchetta y Banerjee (2001), Céspedes, Chang y Velasco (2000), Corsetti, Pesenti, y Roubini (1999), Krugman, P. (1998, 1999a, 1999b), Mc Kinnon y Pill (1996), Schneider y Tornell (2004) y Radelet y Sachs (1998).

<sup>7</sup> Los riesgos de dolarizar los pasivos han sido abordados en una serie de estudios en el último tiempo. Para una encuesta reciente sobre evidencia macroeconómica, véase Levy-Yeyati (2006). Bleakley y Cowan (2007) presentan una encuesta de evidencia microeconómica.

Neilson, y el artículo de Fostel y Kaminsky, analizan los flujos brutos de capital. Por su parte, el trabajo de Gourinchas y el de Pistelli, Selaive y Valdés analizan el impacto de los stocks de activos y pasivos internacionales y su valorización en el ajuste externo.

El artículo de Fostel y Kaminsky se centra en un componente de las entradas brutas de capital: la emisión primaria de instrumentos financieros en mercados financieros internacionales por economías latinoamericanas.<sup>8</sup> Para hacerlo, construye una base de datos que recopila información sobre la emisión de deuda en bonos, acciones y préstamos sindicados desde 1980 al presente. Utilizando esta base de datos, los autores caracterizan el acceso de las EME de América Latina a los mercados financieros internacionales. En algunos aspectos, el patrón que surge es muy similar al de los flujos netos de capitales: un auge a principios de los primeros años de los ochenta, seguido por un cierre de los mercados tras la crisis de la deuda, y luego un nuevo aumento a principios de los noventa. Pero para fines de esa década, los patrones son diferentes. Mientras los flujos netos sugieren un cierre completo de los mercados de capitales, la emisión primaria bruta muestra que tanto el sector privado como el público accedían a los mercados aun en medio del período de turbulencias de 1998-1999. Cayó la emisión, pero no fue un cierre total de los mercados. Esta opinión contrasta con el trabajo reciente de Caballero y Krishnamurthy (2002), que sugiere que las “detenciones repentinas” son el resultado de un cierre total de las cuentas de capital.

En el resto de su estudio, Fostel y Kaminsky buscan explicar en qué medida la emisión primaria de los principales países de América Latina es impulsada por factores internos o por factores mundiales. La respuesta es mixta. Aunque algunas variables macroeconómicas internas no tienen correlación con la emisión, las variables políticas internas sí la tienen. Al mismo tiempo, los factores que miden la liquidez o el apetito por el riesgo global (la estructura temporal de las tasas estadounidenses y el margen de los bonos de alto rendimiento) y episodios de crisis en otras EME sí se correlacionan con la emisión bruta. De hecho, los autores concluyen que el ciclo de contracción-expansión que comenzó a principios de los noventa fue impulsado en gran medida por acontecimientos mundiales.

El artículo de Cowan, De Gregorio, Micco y Neilson enfatiza que las “detenciones repentinas” son menos frecuentes que lo que muchos autores han argumentado. Aquí los autores separan las grandes reversiones de la cuenta de capitales según la importancia de los cambios en las entradas brutas de capital en la reversión.<sup>9</sup> En un extremo se encuentran las detenciones repentinas totalmente impulsadas por las reversiones en las entradas. En el otro extremo se encuentran las detenciones repentinas en las cuales son los agentes internos, en su corrida para escapar, los que impulsan la reversión neta, como fue el caso en Chile en 1998.

Los resultados presentados por Cowan et al. no implican que las imperfecciones financieras internacionales no tienen ninguna injerencia. De hecho, la mayoría de los episodios de detención repentina son provocados por una reversión de la entrada. No obstante, los autores sugieren que es posible que se exagere el rol de estos *shocks* externos, y que se debe prestar más atención a las variables internas que llevan a salidas brutas de capital. Más aún, los autores argumentan que la diferencia clave entre las EME y las economías desarrolladas (ED) no reside en la volatilidad de las entradas de capitales internacionales brutas, sino en la reacción de los egresos ante estos cambios. En las ED, las entradas y las salidas están negativamente correlacionadas, de modo que las detenciones de las entradas generalmente coinciden con una reducción de las salidas. Este resultado tiene interesantes implicancias de política. Sugiere que los países tienen varias líneas de defensa contra los *shocks* financieros internacionales. La primera son los activos externos. Un país altamente integrado puede soportar un *shock* de entradas reduciendo los activos extranjeros. La acumulación de reservas es un modo (centralizado) de hacerlo. Si no tiene reservas u otros activos extranjeros, el país debe moverse entonces a su

<sup>8</sup> Los flujos netos de capital están compuestos de entradas (cambios en los pasivos de los residentes) y salidas (cambios en los activos internacionales de los residentes). A su vez, las entradas son la suma de la emisión primaria de pasivos menos el pago de los pasivos existentes. Por ejemplo, un bono emitido por PEMEX será un aumento de las entradas. El pago de este bono será una reducción de las entradas.

<sup>9</sup> Faucey, Rothenberg y Warnock (2005) siguen una línea similar de investigación.

“segunda línea de defensa”: su capacidad para generar liquidez en moneda extranjera a partir de sus activos productivos. Este es el punto que enfatiza Calvo en su trabajo, cuando argumenta que el ratio entre el déficit de cuenta corriente y el volumen del sector transable es clave para explicar la resiliencia ante los *shocks* financieros internacionales.

De la mano de los crecientes flujos brutos de capitales está el creciente stock de activos y pasivos internacionales que motiva el artículo de Pistelli, Selaive y Valdés. De hecho, la suma de activos y pasivos internacionales sobre el PIB en las ED va de 0.45 a 3 entre 1970 y 2005. Para las EME, el índice aumenta de 0.15 a 1.2 veces el PIB en el mismo período. El artículo explora el impacto de estos stocks de activos y pasivos internacionales en varios aspectos del ajuste internacional. Analiza el modo en que los déficits de cuenta corriente (flujos), las posiciones brutas de activos y pasivos internacionales (stocks) y los efectos de valorización (precios) afectan la incidencia de reversiones de la cuenta corriente y de capital, movimientos cambiarios y clasificación crediticia de los países. El resultado clave del estudio de Pistelli, Selaive y Valdés es que tanto los flujos como los stocks brutos afectan la probabilidad de reversión de cuenta corriente y detención repentinas. En línea con las investigaciones anteriores de Milesi-Ferretti y Razín (1998) y Edwards (2002, 2004), descubren que un mayor déficit de cuenta corriente en el período anterior aumenta la probabilidad de ambas formas de reversión. No obstante, encuentran que es la composición de los activos y los pasivos brutos (y no su nivel) lo que afecta a la incidencia de reversiones: una mayor proporción de acciones y bonos en los activos brutos y una mayor proporción de inversión extranjera directa (IED) en pasivos brutos reducen la posibilidad de estas crisis. Estos resultados están en línea con el trabajo previo de Levchenko y Mauro (2006) sobre pasivos de IED. Más aún, estos resultados junto con los resultados del artículo de Cowan, De Gregorio, Micco y Neilson sugieren que los stocks de activos internacionales (líquidos) son importantes para reducir las probabilidades de “cierre” de la cuenta corriente o de la cuenta de capitales.

Por otra parte, el trabajo de Pistelli, Selaive y Valdés también aporta evidencia del rol que juegan los cambios

de los precios de activos y pasivos externos en el ajuste externo. Aunque el impacto sobre la probabilidad de crisis es menor que el efecto del déficit de cuenta corriente, los efectos de valorización positiva (precios crecientes de los activos brutos en comparación con los pasivos) hacen más improbable una crisis cambiaria o una reversión en la cuenta corriente.

#### **IV. AJUSTE EXTERNO DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES: CUENTA CORRIENTE Y DINÁMICA DEL TIPO DE CAMBIO**

Debido al aumento de los stocks de activos y pasivos brutos, los cambios en el valor de estos activos y pasivos (debido a las fluctuaciones cambiarias o del precio del activo individual) juegan un papel cada vez mayor en el proceso de ajuste internacional. Estos efectos de valorización son a menudo mayores que los déficits de cuenta corriente. El trabajo de Gourinchas resume la investigación reciente sobre las implicancias de estos efectos de valorización para el ajuste internacional en las ED y en las EME.

Este trabajo concluye que la visión intertemporal de la cuenta corriente es incompleta, ya que no incluye las ganancias de capital no realizadas que surgen de los efectos de valorización. El ejemplo más reciente de esto es el análisis del déficit de cuenta corriente de EE.UU. Este país tiene retornos sobre sus activos y pasivos externos que difieren sistemáticamente, permitiendo así déficits de cuenta corriente sostenibles en el tiempo. Las explicaciones posibles a estas persistentes diferencias de retorno son: el uso del dólar de EE.UU. como moneda de reserva, las diferencias de madurez de activos y pasivos estadounidenses, y una prima debida a la alta liquidez de los mercados de activos de EE.UU.<sup>10</sup> Por lo tanto, puede que no se necesite un ajuste para el déficit de cuenta corriente medido actual. El “lado B” de este análisis, es que las EME necesitan generar superávits de cuenta corriente persistentes, a fin de pagarle a EE.UU. por la liquidez de sus activos y otros servicios que prestan el dólar y los mercados financieros de EE.UU.

<sup>10</sup> Estas diferencias persistentes han recibido el nombre de “privilegio exorbitante” (Gourinchas y Rey, 2005) o de “materia oscura” (Hausmann y Sturzenegger, 2006). Ver también Caballero et al. (2006).

Los efectos de valorización también tienen importantes implicancias cuando se necesita un ajuste (por ejemplo, en respuesta a *shocks* adversos en los términos de intercambio). La dimensión clave es la composición por monedas de los activos y pasivos externos brutos. Consideremos el caso de EE.UU., con pasivos en dólares estadounidenses, y activos en monedas extranjeras. Ante un *shock* de términos de intercambio negativo, el ajuste requerido del tipo de cambio real para EE.UU. será menor debido a la composición de sus pasivos y activos externos. La depreciación de la moneda tiene dos efectos. Por un lado, aumenta las exportaciones y reduce las importaciones. Por el otro, aumenta el valor en dólares de los activos externos (y de los pagos brutos de factores a estos activos).

No obstante, para las EME, la situación es diferente. La mayoría de los EME solo tiene pasivos internacionales, y estos están denominados en dólares, euros o yenes. En este caso, los efectos de valorización obstaculizan el ajuste, ya que los efectos de devaluación cambiaria sobre el comercio se compensan con un valor más alto en moneda local de los pasivos externos. La importancia empírica de este canal en las EME aún no ha sido evaluada debido a la falta de datos sobre la composición por monedas de los activos y pasivos externos. Por lo tanto, una primera conclusión es la necesidad urgente de avanzar en la expansión de nuestra información sobre la composición monetaria de los activos y pasivos en las EME.

Además de experimentar grandes reversiones, las cuentas corrientes de las EME son más procíclicas que las de las ED (ya que suben con *shocks* a los términos de intercambio o con *shocks* positivos a la producción), un hecho que los observadores interpretan como prueba de la existencia de imperfecciones financieras internacionales. Los siguientes dos artículos del libro exploran este aspecto del ajuste internacional utilizando modelos dinámicos estocásticos de equilibrio general (DSGE, por sus siglas en inglés). Una ventaja de hacer esto es evaluar si determinadas fricciones no sólo pueden generar cambios de comportamiento en la dirección observada en los datos, sino también si puede igualar la magnitud de los cambios.

Durante los últimos años, los modelos DSGE se han convertido en una herramienta indispensable para el análisis macroeconómico. Han sido útiles para

entender cómo las economías (avanzadas) reaccionan a una serie de distintos *shocks*. Una limitación de este enfoque, no obstante, es que la mayoría de los modelos no han sido particularmente adecuados para analizar el comportamiento de las EME. En particular, generan un excesivo suavizamiento del consumo, contraciclicidad de las variables claves y una volatilidad relativamente baja. Recientemente, algunos autores han modificado algunos de los supuestos claves de los DSGE estándares con el objeto de capturar mejor las peculiaridades de las EME. En esta dirección han dirigido su trabajo Caballero y sus coautores; Mendoza, Greenwood y sus coautores; y otros. Aunque estos esfuerzos han sido muy importantes para comprender mejor el comportamiento dinámico de los mercados emergentes, no han podido captar las particularidades de las naciones con fuertes bases de exportación de bienes primarios, como es el caso de Chile.

En su aporte a esta conferencia, Guajardo desarrolla un modelo DSGE para la economía chilena haciendo para ello varios ajustes al modelo estándar. En primer lugar, considera la existencia de imperfecciones del mercado de capitales, en particular supone que el país en cuestión tiene acceso limitado al mercado de capitales internacional, modelado como una restricción al endeudamiento externo. También supone que las empresas nacionales tienen diferentes capacidades para explotar los mercados de capitales, teniendo las firmas que producen bienes transables una ventaja sobre las que producen bienes no transables. Este tipo de asimetrías han sido estudiadas por académicos como Caballero y Tornell y Westermann.

El principal resultado del artículo de Guajardo es que, para que el modelo replique los datos chilenos se necesitan tanto las restricciones financieras como las diferencias de financiamiento entre sectores. La importancia de este componente específico sectorial es una posible explicación a los resultados (aparentemente) contradictorios obtenidos en el segundo modelo DGSE en la conferencia, el aporte de Aguiar y Gopinath.

Luego de analizar las características más salientes de los ciclos económicos de los mercados emergentes, Aguiar y Gopinath desarrollan un modelo donde las EME pueden declarar la cesación de pagos de

sus deudas. Su formulación se basa en el trabajo de Eaton y Gersovitz (1981) sobre endeudamiento soberano. En las ecuaciones de Euler se incluyen *shocks* a las tasas de interés.<sup>11</sup> Un rasgo importante de este modelo es que los *shocks* a las tasas de interés se relacionan con los *shocks* de productividad. Esto permite una respuesta más rica tanto del consumo como de la inversión.

El modelo luego se utiliza para analizar el caso de México. Aguiar y Gopinath consideran dos casos: en el caso base, solo toman *shocks* de productividad, y encuentran que el componente aleatorio (de *random walk*) del residuo de Solow es dos veces mayor al componente aleatorio del residuo para Canadá. Esto es coherente con un trabajo previo de los autores, donde argumentan que la principal diferencia entre las EME y las ED no radica en el acceso a los mercados financieros, sino en la persistencia de sus *shocks* de productividad. En el segundo ejercicio, los autores incorporan *shocks* de tasas de interés, y encuentran que ello tiene un efecto mínimo en el tamaño de componente aleatorio del crecimiento del residuo de Solow. Esto lleva a los autores a concluir que agregar *shocks* de tasa de interés a nivel de las ecuaciones de Euler “agrega poco para aplicar los hechos en los datos para los mercados emergentes”. Finalmente, Aguiar y Gopinath analizan los datos macroeconómicos de Chile y observan un patrón de comportamiento similar al de otras economías emergentes.

Tomados en conjunto, surgen dos lecciones de los trabajos de Aguiar y Gopinath, y Guajardo. La primera es que es un error centrarse exclusivamente en las imperfecciones (o restricciones) financieras internacionales para explicar los patrones macroeconómicos de las EME. La segunda es que las restricciones de financiamiento simples (simétricas) no replican bien la dinámica de las EME. La conclusión inmediata es que es necesario comenzar a pensar más allá de los modelos agregados de restricciones de financiamiento externo. El modo en que el ahorro internacional es intermediado en el sistema financiero nacional (y entre agentes nacionales), se convierte entonces en un importante tema de investigación (un tema planteado en el trabajo de Caballero y Krishnamurthy).

En su aporte a esta conferencia, Medina, Munro y Soto desarrollan un modelo DSGE para analizar la dinámica del comportamiento de la cuenta corriente en dos países productores de bienes primarios: Chile y Nueva Zelanda. Su objetivo al comparar dos naciones exportadoras de bienes primarios en diferentes niveles de desarrollo económico y con diferentes estructuras institucionales y de mercado es entender en detalle el papel que juegan diferentes factores en el comportamiento de la cuenta corriente de ambos países.

Medina, Munro y Soto observan que en los dos países las condiciones financieras externas, los *shocks* de demanda extranjera y los *shocks* a los precios de bienes primarios explican más de la mitad de las variaciones de la cuenta corriente en ambos países a horizontes de hasta cuatro años. Es interesante notar que la mayor parte del *shock* externo es el cambio de las condiciones financieras externas. El *shock* interno más importante en ambos países es el *shock* a la inversión, mientras que los *shocks* monetario y fiscal (definidos como desviaciones de las reglas de política estimadas) juegan un papel menor.

Otra diferencia importante entre los dos países es el mayor impacto de los precios de los bienes primarios en Nueva Zelanda que en Chile. Los autores interpretan esto como un reflejo de diferencias en las estructuras de propiedad: mientras en Nueva Zelanda el sector exportador está en manos nacionales, en Chile son muy importantes las empresas extranjeras y el sector público en la industria del cobre. Una diferencia final surge en la composición por monedas de la deuda externa, un tema que se analiza detalladamente más adelante.

## V. POLÍTICAS

Varios de los artículos de la conferencia abordan directamente las preguntas de política detalladas al comienzo de este resumen.

Este es el caso del trabajo de Aizenman sobre reservas internacionales. Un hecho reciente notable en las EME ha sido la acumulación de importantes niveles de reservas internacionales. A pesar del patrón

<sup>11</sup> En trabajos anteriores, las perturbaciones estocásticas se introducen directamente en las tasas de interés (Neumeyer y Perri, 2005).



común, se han postulado variados motivos para dicha acumulación: (i) como un seguro contra los efectos de *shocks* externos adversos, que idealmente implica la reducción de la volatilidad de la economía (ver, por ejemplo, García y Soto, 2005; Caballero y Panageas, 2004; Jeanne y Rancièrè, 2006); y (ii) como un modo de estimular el crecimiento del PIB —en una versión moderada, como una herramienta para limitar los desalineamientos del tipo de cambio real; en una versión más fuerte, como un modo de implementar una motivación mercantilista (ver, por ejemplo, Aguirre y Calderón, 2006).

El artículo de Aizenman trata sobre los beneficios de acumular reservas como medio para reducir la volatilidad. Para ello, el autor vuelve a analizar la evidencia empírica de Aizenman y Riera-Crichton (2006) sobre el impacto de las reservas internacionales en la sensibilidad del tipo de cambio real a *shocks* a los términos de intercambio. El principal resultado es que las reservas afectan la elasticidad del tipo de cambio real a los términos de intercambio solo en las EME. Aizenman racionaliza este resultado presentando un modelo teórico en el cual el mantener y utilizar las reservas internacionales es un modo de evitar la liquidación anticipada en un mundo de intermediación bancaria *à la* Diamond y Dybvig (1983) y *shocks* al retorno de los proyectos.

El artículo de Aizenman también presenta evidencia de que, para las EME, un mayor stock de reservas internacionales está correlacionado con una mayor persistencia de la cuenta corriente. El análisis considera primero la medición de la persistencia de la cuenta corriente país por país y luego correlaciona esta persistencia con una serie de variables, incluyendo las tenencias de reservas internacionales. Concluye que, en la medida en que una cuenta corriente más persistente indica una menor probabilidad de ajustes repentinos, la acumulación de reservas internacionales brinda un claro beneficio al reducir la volatilidad. Este resultado es, a grandes rasgos, coherente con las recetas de política del trabajo de Guillermo Calvo, donde las reservas sirven como un seguro contra la turbulencia financiera mundial.

Esta función de seguro brinda un fuerte fundamento para la acumulación de reservas internacionales. No obstante, la acumulación de reservas también

implica costos en términos de gastos financieros (por el diferencial de retorno entre su financiamiento y su retorno efectivo) y riesgo moral (como por ejemplo, la dolarización de los pasivos si la acumulación de reservas se interpreta como señal de menor volatilidad cambiaria).<sup>12</sup> Estos costos, así como los costos que surgen de la coordinación y competencia internacional, respaldan la conclusión de Aizenman respecto de que la acumulación de reservas no constituye una panacea.

En relación con las reservas internacionales y el tipo de cambio merece la pena distinguir dos aspectos del debate: la eventual necesidad de que la autoridad económica intervenga en los mercados cambiarios para reducir la *volatilidad* del tipo de cambio y la eventual necesidad de que las autoridades tengan como objetivo un *nivel* de tipo de cambio. En lo que se refiere al primer tema, el artículo de Williamson defiende la idea de que los bancos centrales deberían incluir una política de intervención activa para evitar los desajustes cambiarios dentro de un sistema de tipo de cambio flexible. Argumenta que esta política no compite con la estabilidad de precios —el objetivo primario— pero es crucial para evitar el efecto perjudicial de los desalineamientos sobre el crecimiento (ver Aguirre y Calderón, 2006; Prasad et al., 2006). Basándose en la evidencia de mercados cambiarios imperfectos, argumenta que los bancos centrales no deben hacerse a un lado frente al mercado. Como criterio concreto, propone que la autoridad monetaria publique regularmente una zona cambiaria (basada en cálculos de tipo de cambio real efectivos) dentro de la cual no intervendrá. Fuera de esa zona, la autoridad tendría “el derecho” (no la obligación) de intervenir. Este criterio es diferente de la práctica real, incluso en países que aplican duras políticas de intervención, pero es una idea interesante para evaluar.

En lo que se refiere a una meta de *nivel* de tipo de cambio real, tanto el artículo de Williamson como el de Aizenman concluyen que la estrategia de utilizar reservas internacionales para subvalorizar

<sup>12</sup> Soto et al. (2004) realizan precisamente ese tipo de evaluación para el caso chileno a comienzos de los 2000, y concluyen que el stock de reservas que tenía Chile en ese momento parecía excesivo.

persistentemente la moneda local, impulsar la competitividad, y así promover el crecimiento impulsado por las exportaciones tiene méritos dudosos. Williamson argumenta que incluso si existe un tipo de cambio real que maximiza el crecimiento, y que es diferente de la que determinan los fundamentos económicos, existen dos problemas prácticos con la estrategia de acumulación de reservas en post de este tipo de cambio. En primer lugar, se desconoce el valor óptimo de dicho nivel de tipo cambiario real. Y en segundo lugar, las políticas de intervención de mercado cambiario no pueden sostener una subvalorización persistente. Si los formuladores de políticas realmente se dedicaran a intentar subvalorizar la moneda, deberían ajustar la política fiscal, aplicar regulaciones a la cuenta de capital, y al ahorro en el exterior, o gravar las exportaciones. No obstante, advierte que todas estas prácticas son políticamente complejas y tienen importantes efectos colaterales.

El argumento que presenta Aizenman en su artículo va por un carril algo diferente. En primer lugar, postula que el motivo preventivo es una mejor descripción de las políticas de reservas actuales que el motivo mercantilista (Aizenman y Lee, 2005). Y, en segundo lugar, argumenta que lo que realmente importa en Asia (el lugar donde su estrategia podría haberse jugado más claramente) no es el efecto cambiario de la acumulación de reservas, sino su rol en la política financiera en su sentido amplio, en particular como factor regulador de crisis financieras. Lo que Japón y Corea hacían en el pasado y hoy hace China es mercantilismo financiero más que monetario. Globalmente, no obstante, es muy difícil desentrañar empíricamente los motivos que subyacen la acumulación de reservas. A pesar de que los fundamentos económicos afectan la demanda de reservas (ver Soto et al., 2004; Redrado et al., 2006), sólo explican una porción muy reducida de las diferencias entre países. Los efectos fijos del país siguen siendo por lejos la variable dominante.

Un asunto de política diferente analizado en algunos de los artículos del libro es el efecto que la composición por moneda de los pasivos financieros tiene en el comportamiento de la economía ante diferentes *shocks*. El artículo de Calvo analiza los peligros de la dolarización de los pasivos internos (DPI) y los méritos de las políticas alternativas que ayudan a atenuar la

DPI. Los impuestos para desalentar el endeudamiento en dólares son difíciles de implementar y pueden ser costosos para el crecimiento. La volatilidad cambiaria, que podría hacer más obvio el riesgo cambiario para el sector privado y así limitar la DPI tiene otras desventajas, como la de dificultar el comercio. En su opinión, intentar emitir deuda pública en la propia moneda del país es un primer paso muy valioso para evitar la DPI. No obstante, no se deben ignorar los argumentos tradicionales de riesgo moral (inconsistencia temporal) asociados con la deuda pública en moneda nacional.

Dentro de este mismo tema de la DPI, Aizenman enfatiza los efectos de riesgo moral de una política de manejo activo de reservas que baja artificialmente la percepción del riesgo cambiario al público, exacerbando así la DPI. Más aún, uno podría argumentar que cuanto mayor es la posición cambiaria de un banco central (el descalce entre dólares y pesos), mayor tiene que ser la DPI del resto de la economía interna si los extranjeros no tienen más pesos en su carteras. Por lo tanto, la simple agregación de los balances de los diferentes sectores muestra que una mayor acumulación de reservas puede dar una mayor DPI para el sector privado.

También sobre el tema de la denominación de los pasivos, el artículo de Medina, Munro y Soto analiza cómo respondería la economía chilena a diferentes *shocks* si su deuda externa estuviera denominada en moneda nacional en lugar de en dólares. En términos generales, el efecto de pasar de una deuda denominada en pesos a una deuda en dólares es moderado. Esto no es sorprendente ya que su modelo no tiene efectos reales por hojas de balance contable, aunque sí se consideran los efectos de valorización estándar que surgen de los descalces de monedas. En general, el PIB, el consumo y la inversión son menos sensibles a los *shocks* externos si la deuda está denominada en pesos. La política monetaria afecta menos la cuenta corriente con deuda en pesos, principalmente a través de pagos de interés neto más altos.

Otro tema analizado directa e indirectamente en algunos de los artículos de este libro tiene que ver con la conveniencia y factibilidad de un esquema de metas para la cuenta corriente. En este sentido, las experiencias de los diferentes países documentadas brindan una rica fuente de perspectivas. Entre los

casos analizados, se puede considerar el marco de políticas vigente en Chile durante la década de los noventa (analizado por Medina, Munro y Soto) como un extremo. El Banco Central declaró como meta de política un techo para el déficit de la cuenta corriente, junto con la estabilidad de precios, mientras que los instrumentos utilizados para alcanzar esos objetivos fueron una banda cambiaria y una política monetaria activa acompañada por controles de capital (ver Massad, 1998). En el otro extremo están el marco de política que ha seguido Australia durante la última década y media. Tal como documenta el artículo de Belkar y Kent, el déficit de cuenta corriente grande y persistente se ha considerado un fenómeno de equilibrio —la tesis Pitchford— que no debe distorsionarse con acciones de política. De hecho, en un marco de flotación cambiaria y metas de inflación, el Banco de la Reserva de Australia ha declarado explícitamente que el déficit de la cuenta corriente no debería ser un objetivo de política monetaria. Las opiniones disidentes más prominentes sobre la política australiana han surgido de instituciones externas, en particular del FMI y de la OCDE, mientras que el gobierno y el mundo académico se han alineado con la postura de no intervención. Esto no siempre fue así. Por ejemplo, a principios de los ochenta, la política fiscal se enfocó en reducir el déficit externo, mientras que las reformas estructurales también apuntaron a reducir la brecha externa. Nueva Zelanda (analizada nuevamente en el artículo de Medina, Munro y Soto), donde también existe un régimen de metas de inflación con flotación cambiaria, es otro caso en el cual la cuenta corriente no es considerada un objetivo de política.

La experiencia de los países asiáticos que analiza el artículo de Moreno se encuentra a medio camino entre la experiencia de Chile en los noventa y la de Australia en la última década. Aunque los déficits de cuenta corriente de los noventa fueron considerados excesivos en algunos países y se diseñaron políticas para moderarlos, las autoridades debieron enfrentar serias restricciones para alcanzar esta meta. Por un lado las políticas se centraron en fomentar el ahorro privado (ciertamente difícil, en particular si ya es alto) en lugar de moderar la inversión, ya que el alto crecimiento del PIB era una prioridad. Por otro, la política monetaria no se usó, principalmente debido a restricciones cambiarias. En suma, la cuenta corriente

era una meta, pero la falta de instrumentos y su conflicto con otras metas impidió su control.

Desde el punto de vista de la conveniencia de tener un objetivo de cuenta corriente, uno podría argumentar que la evidencia comentada en los artículos de Calvo sobre las detenciones repentinas y en la presentada en el artículo de Pistelli, Selaive y Valdés sobre reversiones, implica que un (elevado) déficit de cuenta corriente es una variable ante la que deberían reaccionar las políticas económicas. En contraste, durante la década pasada en varios países la visión imperante dejó de ser que un déficit de la cuenta corriente debe considerarse como un indicador líder de vulnerabilidad a la crisis externa. En el artículo sobre Australia, se discute esta nueva visión, donde se plantea que deberían analizarse en detalle las fuerzas que están empujando los cambios en la cuenta corriente así como otros indicadores complementarios de vulnerabilidad externa. En Asia, el criterio parece ser similar: según Moreno, los déficits de cuenta corriente no se consideraban extremadamente peligrosos a mediados de los noventa porque reflejaban un *boom* de la inversión. Hoy en día, aun si este fuera el caso, las autoridades de Asia incluirán en su análisis otros indicadores de exceso, como son las tasas de crecimiento del crédito e inversión.

Lo que está claro es que la política macroeconómica no debe exacerbar déficits externos grandes. Dado que los episodios de déficit de cuenta corriente grandes tienen una fuerte correlación con los episodios de *boom* internos, parece obvio esperar que las políticas monetarias y fiscales no agraven dicho exceso. De hecho, de acuerdo con el artículo de Medina, Munro y Soto, este es el caso de Chile y Nueva Zelanda. Usando su modelo DSGE ellos encuentran que las variables externas (tanto reales como financieras) y los *shocks* específicos a la inversión explican el grueso de la evolución de la cuenta corriente en las últimas dos décadas tanto en Chile como en Nueva Zelanda. Ni los *shocks* de política monetaria ni los de política fiscal tienen demasiada injerencia en el déficit.<sup>13</sup>

<sup>13</sup> Cabe hacer notar también que un shock permanente a la productividad tampoco tiene un rol importante, lo que contrasta con los argumentos planteados en el capítulo de Aguiar y Goupinath.

Un instrumento adicional para influir sobre la cuenta corriente son los controles de capital. Calvo analiza un tipo específico —impuesto a los préstamos en dólares— como herramienta que podría ayudar a evitar la DPI y así evitar también la vulnerabilidad estructural. Williamson también argumenta que, en alguna medida, los controles a la entrada de capital podrían limitar una sobrevalorización cambiaria e incluso provocar una depreciación persistente. Moreno vuelve a analizar la experiencia de los países sudasiáticos, y llega a la conclusión de que la efectividad de los controles aplicados fue variable y que, en todo caso, no pudieron evitar la Crisis Asiática. Es de particular interés su análisis de la experiencia de Malasia a mediados de los noventa, en la cual los controles parecieron reducir algunos indicadores de vulnerabilidad en comparación con países pares. No obstante, no evitaron la acumulación de déficit de cuenta corriente.

El punto anterior es parte de una pregunta más amplia: si restringir la movilidad de capitales mediante controles de capital (ya sea a la entrada o a la salida) reduce la vulnerabilidad de los países emergentes a las reversiones de cuenta corriente o reversiones de la cuenta de capitales. La evidencia empírica (a la cual han aportado varios autores del libro) sugiere que en general la respuesta es no. En esta conferencia, el aporte de Cowan, De Gregorio, Micco y Neilson muestran que de hecho la integración financiera tiene un efecto estabilizador, al permitir a los países soportar *shocks* no fundamentales a sus entradas y salidas brutas de capital. Más aún, trabajos recientes documentan que restringir la movilidad del capital conlleva a importantes distorsiones y costos microeconómicos.<sup>14</sup>

Por último, sobre el tema de establecer un fondo global para estabilizar precios financieros internacionales clave, el artículo de Calvo argumenta que tiene el potencial de ayudar considerablemente a estabilizar las EME. La base de esta postura es que los *shocks* financieros externos, combinados con las vulnerabilidades internas, son el núcleo de los problemas financieros en estas economías. Si un fondo pudiera suprimir o, al menos, limitar el exceso de volatilidad de los mercados financieros internacionales, entonces los efectos de dichos *shocks* serían menores. Para cumplir este objetivo, según

Calvo, un fondo tiene que ir más allá de brindar información (o vigilancia), debiendo participar activamente en la compra y venta de títulos de EME. De ser así, este fondo requeriría aportes importantes de capital, dado que el fondo jugaría en contra de los mercados privados incurriendo potencialmente en grandes pérdidas. La necesidad de estos aportes dejaría al fondo vulnerable a presiones políticas.<sup>15</sup>

## REFERENCIAS

- Aghion, P., P. Bacchetta y A. Banerjee (2001). "Currency Crises and Monetary Policy in an Economy with Credit Constraints." *European Economic Review* 45(7): 1121-50.
- Aguirre, A. y C. Calderón (2006). "The Effects of Real Exchange Rate Misalignments on Economic Growth." Mimeo, Banco Central de Chile.
- Aizenman J. y D. Riera-Crichton (2006). "Real Exchange Rate and International Reserves in the Era of Growing Financial and Trade Integration." NBER Working Paper N°12363.
- Aizenman, J. y J. Lee (2005). "International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory, and Evidence." IMF Working Papers 05/198, Fondo Monetario Internacional.
- Bergsten, C.F. y J. Williamson (editores) (2004). *Dollar Adjustment: How Far? Against What?* Washington, DC, EE.UU.: Institute for International Economics.
- Bernanke, B. (2005). "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit." Discurso pronunciado en The Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, EE.UU. Disponible en [http:// www.federalreserve.gov/newsevents/speech/2005speech.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/2005speech.htm).
- Bleakley, H. y K. Cowan (2007). "Corporate Dollar Debt and Depreciations Much Ado About Nothing?" forthcoming in *Review of Economics and Statistics*.
- Caballero, R.J. y A. Krishnamurthy (2002). "A Dual Liquidity Model for Emerging Markets." *American Economic Review* 92(2): 33-7.
- Caballero, R.J. y S. Panageas (2004). "Contingent Reserves Management: An Applied Framework." MIT Department of Economics Working Paper N°04-32.
- Caballero, R.J., E. Farhi y P.O. Gourinchas (2006). "An Equilibrium Model of 'Global Imbalances' and Low Interest Rates." NBER Working Paper N°11996.

<sup>14</sup> *Forbes* (2002) contiene un análisis del caso chileno.

<sup>15</sup> Otros posibles problemas de dicho fondo son los efectos colaterales que pudieran surgir en otros mercados.

- Calderón, C., A. Chong y N. Loayza (2002). "Determinants of Current Account Deficits in Developing Countries." *Contributions to Macroeconomics* 2(1)
- Calvo, G., A. Izquierdo y L.F. Mejía (2004). "On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects." Proceedings, Federal Reserve Bank of San Francisco, junio.
- Céspedes, L.F., R. Chang y A. Velasco (2000). "Balance Sheets and Exchange Rate Policy." *American Economic Review* 94(4): 1183-93.
- Chinn, M.D. y H. Ito. (2005). "Current Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaying the World 'Savings Glut.'" NBER Working Paper N°11761.
- Chinn, M.D. y J. Lee. (2005). "Three Current Account Balances: A 'Semi-Structuralist Interpretation.'" NBER Working Paper N°11853.
- Clarida, R. (2005a). "Japan, China, and the U.S. Current Account Deficit." *CATO Journal* 25(1): 111-4.
- Clarida, R. (2005b). "Some Thoughts on 'The Sustainability and Adjustment of Global Current Account Imbalances.'" Discurso pronunciado en Council on Foreign Relations, March 28.
- Corsetti, G., P. Pesenti y N. Roubini (1999). "Paper Tigers?: A Model of the Asian Crisis." *European Economic Review* 43(7): 1211-36.
- De Gregorio, J. (2005). "Global Imbalances and Exchange Rate Adjustment." Documento de Política Económica N°15, Banco Central de Chile.
- De Gregorio, J., S. Edwards y R. Valdés (2000). "Controls on Capital Inflows: Do They Work?." *Journal of Development Economics* 63(1): 59-83.
- Diamond, D.W. y P.H. Dybvig (1983). "Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidation." *Journal of Political Economy* 91(2): 383-414.
- Dooley, M.P., D. Folkerts-Landau y P. Garber (2004). "The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries." NBER Working Paper N°10332.
- Eaton, J. y M. Gersovitz (1981). "Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis." *Review of Economic Studies* 48(2): 289-309.
- Edwards, S. (2002). "Does the Current Account Matter?." En *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, editado por S. Edwards y J.A. Frankel. Chicago, IL, EE.UU.: University of Chicago Press.
- Edwards, S. (2004). "Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals and Sudden Stops." *IMF Staff Papers* 51 (número especial): 1-49.
- Edwards, S. (2005). "The End of Large Current Account Deficits, 1970-2002: Are There Lessons for the United States?." NBER Working Paper N°11669.
- Fauccette, J., A. Rothenberg y F. Warnock (2005). "Outflow-Induced Sudden Stops." *Journal of Policy Reform* 8(2): 119-29.
- Forbes, C. (2002) "One Cost of the Chilean Capital Controls: Increased Financial Constraints for Smaller Traded Firms." MIT Sloan Working Paper No. 4273-02
- García, P. y C. Soto. (2005). "Large Hoardings of International Reserves: Are They Worth It?." En *External Vulnerability and Preventive Policies*, editado por R.J. Caballero, C. Calderón y L.F. Céspedes. Banco Central de Chile.
- Gourinchas, P.O. y H. Rey (2005). "From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege." NBER Working Paper N°11563.
- Gruber, J. y S.B. Kamin (2005). "Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances." Mimeo, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Guidotti, Sturzenegger y Villar (2004). "On the Consequences of Sudden Stops." *Economía* 4(2): 204-8.
- Hausmann, R. y F. Sturzenegger (2006). "Global Imbalances or Bad Accounting? The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations." CID Working Paper N°124, enero.
- Hubbard, R.G. (2005). "A Paradox of Interest." Wall Street Journal, June 23.
- Jeanne, O. y R. Ranciere (2006) "The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications." IMF Working Paper N° 06/229
- Krugman, P. (1979). "A Model of Balance-of-Payments Crises." *Journal of Money, Credit and Banking* 11(3): 311-25.
- Krugman, P. (1998). "What Happened to Asia?." Mimeo, Massachusetts Institute of Technology.
- Krugman, P. (1999a). "Analytical Afterthoughts on the Asian Crisis." Disponible en <http://web.mit.edu/krugman/www/MINICRIS.htm>.
- Krugman, P. (1999b). "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises." *International Tax and Public Finance* 6(4): 459-72.
- Levchenko, A. y P. Mauro (2006). "Do Some Forms of Financial Flows Help Protect from Sudden Stops?." IMF Working Papers 06/202, Fondo Monetario Internacional.
- Levy-Yeyati, E. (2006) "Financial Dollarization: Evaluating the Consequences", *Economic Policy*. 21(45):61-118.
- Loayza, N., K. Schmidt-Hebbel y L. Servén. (2000). "What Drives Private Saving Across the World?." *Review of Economics and Statistics* 82(2): 165-81.

- Massad, C. (1998). "La Política Monetaria en Chile." *Economía Chilena* 1(1): 7-27.
- McKinnon, R. y H. Pill (1996). "Credible Liberalizations and International Capital Flows: The Overborrowing Syndrome." En *Financial Deregulation and Integration in East Asia*, editado por T. Ito y A. Krueger. Chicago, IL, EE.UU.: Chicago University Press.
- Milesi-Ferretti, G.M. y A. Razin (1998). "Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities." NBER Working Paper N°6620.
- Neumeyer, P.A. y F. Perri (2005). "Business Cycles in Emerging Economies: The Role of Interest Rates." *Journal of Monetary Economics* 52(2): 345-80.
- Obstfeld, M. (1994). "The Logic of Currency Crises." NBER Working Paper N°4640.
- Prasad, E., R. Rajan y A. Subramanian (2006). "Foreign Capital and Economic Growth." Mimeo, Fondo Monetario Internacional.
- Radelet, S. y J.D. Sachs (1998). "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects." *Brookings Papers on Economic Activity* 1(1): 1-74.
- Redrado, M., J. Carrera, D. Bastourre y J. Ibarlucia (2006). "La Política Económica de la Acumulación de Reservas: Nueva Evidencia Internacional." Documento de Trabajo N°2006-13, Banco Central de la República Argentina.
- Schneider, M. y A. Tornell (2004). "Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises." *Review of Economics Studies* 71(3): 883-913.
- Soto, C., A. Naudon, E. López y A. Aguirre (2004). "Acerca del Nivel Adecuado de las Reservas Internacionales." Documento de Trabajo N°267, Banco Central de Chile.