

# Ensayos

## sobre POLÍTICA ECONÓMICA



### BONANZAS DE FLUJOS DE CAPITAL: UNA MIRADA QUE ABARCA EL PASADO Y EL PRESENTE

CARMEN M. REINHART;  
VINCENT R. REINHART

ENSAYOS SOBRE POLÍTICA ECONÓMICA,  
VOL. 27, NÚM. 59,  
EDICIÓN JUNIO 2009  
PP. 46-82

Los derechos de reproducción de este documento son propiedad de la revista Ensayos Sobre Política Económica (*ESPE*). El documento puede ser reproducido libremente para uso académico, siempre y cuando no se obtenga lucro por este concepto y además, cada copia incluya la referencia bibliográfica de *ESPE*. El(los) autor(es) del documento puede(n) además poner en su propio website una versión electrónica del mismo, pero incluyendo la referencia bibliográfica de *ESPE*. La reproducción de esta revista para cualquier otro fin, o su colocación en cualquier otro website, requerirá autorización previa de su Editor de *ESPE*.

## BONANÇAS DE FLUXOS DE CAPITAL: UM OLHAR QUE ABRANGE O PASSADO E O PRESENTE

CARMEN M. REINHART  
VINCENT R. REINHART\*

---

\*Em sua ordem os autores vinculados laboralmente com Universidade de Maryland e NBER, da American Enterprise Institute. Este artigo é uma versão traduzida do documento "Capital Flow Bonanzas: An encompassing view of the past and present", que apareceu como documento de trabalho N°. 14321 do NBER em setembro de 2008. <http://www.nber.org/papers/w14321>. Os autores agradecem Jeff Frankel, Francisco Giavazzi, Alejandro Izquierdo, Frank Warnock, e outros participantes para os seus valiosos comentários. Eles também agradecer Meagan Berry, Adam Paul e Anna Stumpf pela sua excelente cooperação como assistentes de investigação. As opiniões aqui expressas são dos autores e não refletem necessariamente a opinião do NBER.

Correio eletrônico:  
creinhar@umd.edu  
vincent.reinhart@aei.org

Documento recebido no dia 13 de Abril de 2009; versão final aceita no dia 13 de Agosto de 2009.

Este artigo oferece um enfoque no qual um algoritmo cataloga as bonanças de entradas de capital tanto às economias emergentes como às economias avançadas entre 1980-2007 em 181 países e entre 1960-2007 para um subconjunto de 66 economias de todas as regiões. Fatores globais tais como preços dos produtos básicos, taxas de juros internacional e o crescimento das maiores economias do mundo têm um efeito sistemático no ciclo global de fluxos de capital. As bonanças não são uma bênção para economias avançadas nem para mercados emergentes. No caso destas últimas, as bonanças de entradas de capital estão relacionadas com uma maior probabilidade de crises econômicas. As bonanças nos países em desenvolvimento estão associadas a políticas fiscais procíclicas e com tentativas de controlar ou evitar uma apreciação da taxa de câmbio, que muito provavelmente contribui à vulnerabilidade econômica. No caso das economias avançadas, os resultados não são tão claros. As bonanças relacionam-se com resultados macroeconômicos mais voláteis em termos de crescimento do PIB, a inflação e as contas externas, seguidas de um período de crescimento econômico mais lento e de uma diminuição sustentada no preço das ações e da moradia.

**Classificação JEL:** F3, F32, F34.

**Palavras chave:** finanças internacionais, ajuste em conta corrente, movimentos de capital de curto prazo, problemas de endividamento internacionais.

# CAPITAL FLOW BONANZAS: AN ENCOMPASSING VIEW OF THE PAST AND PRESENT

CARMEN M. REINHART  
VINCENT R. REINHART\*

This paper offers an encompassing approach with an algorithm cataloging capital inflow bonanzas in both advanced and emerging economies during 1980-2007 for 181 countries and 1960-2007 for a subset of 66 economies from all regions. In line with earlier studies, global factors, such as commodity prices, international interest rates, and growth in the world's largest economies, have a systematic effect on the global capital flow cycle. Bonanzas are no blessing for advanced or emerging market economies. In the case of the latter, capital inflow bonanzas are associated with a higher likelihood of economic crises (debt defaults, banking, inflation and currency crashes). Bonanzas in developing countries are associated with procyclical fiscal policies and attempts to curb or avoid an exchange rate appreciation—very likely contributing to economic vulnerability. For the advanced economies, the results are not as stark, but bonanzas are associated with more volatile macroeconomic outcomes for GDP growth, inflation, and the external accounts, lower growth and sustained declines in equity and housing prices follow at the end of the inflow episode.

**JEL classification:** F3, F32, F34.

**Keywords:** international finance, current account adjustment, short-term capital movements, international lending and debt problems.

---

\*Carmen Reinhart is professor of economics at the University of Maryland, Vincent Reinhart is resident scholar at the American Enterprise Institute. This paper is a translated version of the paper "Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present" which appeared as NBER working paper N° 14321 in September 2008. <http://www.nber.org/papers/w14321>. The authors wish to thank Jeff Frankel, Francisco Giavazzi, Alejandro Izquierdo, Frank Warnock, and other participants for helpful comments. Meagan Berry, Adam Paul and Anna Stumpf provided excellent research assistance. The views expressed herein are those of the authors and do not necessarily reflect the views of the NBER.

E-mail:  
[creinhar@umd.edu](mailto:creinhar@umd.edu)  
[vincent.reinhart@aei.org](mailto:vincent.reinhart@aei.org)

Document received:  
13 April 2009; final  
version accepted: 13  
August 2009.

## BONANZAS DE FLUJOS DE CAPITAL: UNA MIRADA QUE ABARCA EL PASADO Y EL PRESENTE

CARMEN M. REINHART  
VINCENT R. REINHART\*

---

\*Carmen Reinhart se encuentra vinculada a la Universidad de Maryland y Vincent Reinhart al National Bureau of Economic Research (NBER) y al American Enterprise Institute.

Este artículo es una versión traducida del documento "Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present", que apareció como documento de trabajo núm. 14321 de NBER, en septiembre de 2008 (<http://www.nber.org/papers/w14321>). Los autores agradecen a Jeff Frankel, Francisco Giavazzi, Alejandro Izquierdo, Frank Warnock, y a otros participantes por sus valiosos comentarios. También agradecen a Meagan Berry, Adam Paul y Anna Stumpf por su excelente colaboración como asistentes de investigación. Las ideas expresadas en este documento son de los autores y no reflejan necesariamente los puntos de vista del NBER.

Correo electrónico:  
creinhar@umd.edu  
vincent.reinhart@aei.org

Documento recibido:  
13 de abril de 2009;  
versión final aceptada:  
13 de agosto de 2009.

En este artículo, un algoritmo cataloga las bonanzas de entradas de capital tanto a economías emergentes como a economías avanzadas desde 1980 a 2007 para 181 países y desde 1960 a 2007 para un subconjunto de 66 economías de todas las regiones. Factores globales como los precios de los productos básicos, las tasas de interés internacional y el crecimiento de las economías más grandes del mundo tienen un efecto sistemático en el ciclo global de flujos de capital. Las bonanzas no son una bendición para las economías avanzadas ni para los mercados emergentes. En el caso de estas últimas, las bonanzas de entradas de capital están relacionadas con una mayor probabilidad de crisis económicas. En los países en desarrollo las bonanzas están asociadas a políticas fiscales procíclicas y a intentos por controlar o evitar una apreciación de la tasa de cambio, que muy probablemente contribuyen a la vulnerabilidad económica. En el caso de las economías avanzadas, los resultados no son tan claros. Las bonanzas se relacionan con resultados macroeconómicos más volátiles en cuanto al crecimiento del PIB, la inflación y las cuentas externas; además, las bonanzas van seguidas de un período de crecimiento económico más lento y de una disminución sostenida en el precio de las acciones y de la vivienda.

**Clasificación JEL:** F3, F32, F34.

**Palabras clave:** finanzas internacionales, ajuste en cuenta corriente, movimientos de capital de corto plazo, problemas de endeudamiento internacionales.

## I. INTRODUCCIÓN

Un patrón se ha repetido con frecuencia en la era moderna de finanzas globales. Cuando los inversionistas extranjeros empiezan a interesarse en algún mercado emergente, cantidades grandes de capital se dirigen a mercados financieros locales pequeños y poco profundos. La tasa de cambio tiende a apreciarse, los precios de los activos a recuperarse y los precios de los productos básicos a aumentar. Estos movimientos favorables de los precios de los activos mejoran los indicadores fiscales nacionales e incentivan el crecimiento del crédito local. Por otro lado, agravan las debilidades estructurales en el sector bancario local, aun cuando estas instituciones locales estén siendo cortejadas por instituciones financieras globales que buscan entrar en un mercado en auge. Al mismo tiempo, las autoridades locales recurren a la venta a gran escala de divisas para amortiguar los efectos de la bonanza de entrada de capitales sobre la tasa de cambio.

Para aislar la economía local de los efectos de la acumulación de reservas, usualmente se utilizan otras intervenciones de política, como los aumentos en los requisitos de encaje sobre los depósitos y los impuestos sobre las transacciones, de donde surge un conflicto: las autoridades locales asumen tales cambios como un voto global de aprobación que puede incentivarlos a postergar el trabajo difícil que implica un ajuste estructural.

Es claro que el anterior patrón está arraigado en la experiencia del mecanismo europeo de tasa de cambio (ERM, por su sigla en inglés), en el nuevo mecanismo europeo de tasa de cambio (ERM2, por su sigla en inglés) y en la convergencia latina asociada con el tratado de libre comercio de América del Norte (NAFTA, por su sigla en

inglés) y sus sucesores regionales. En pos de una unión más perfecta, las percepciones que los inversionistas globales tienen de los participantes potenciales son cada vez más favorables. Estos inversionistas reconocen que una integración cercana con un país estable o con un grupo de países terminará por disciplinar a los responsables de la política que están en la periferia, lo que a su vez limitará las fluctuaciones en la tasa de cambio y el riesgo país y mantendrá a flote los precios locales de las acciones. Pero estas mismas dinámicas se desarrollan también en economías emergentes que exportan productos básicos cuando los precios de sus productos exportados aumentan en el mercado mundial o cuando las tasas de interés muy bajas y el estancamiento del crecimiento en los países desarrollados desvían la atención de los inversionistas hacia el exterior. Entre países, una marea en alza hace subir a todos los barcos (*a different rising tide raises all boats*).

Pero la marea baja cuando el capricho de los inversionistas mundiales cambia y, entonces, el nuevo paradigma se deteriora. Las entradas de capital se revierten y los precios de los activos devuelven sus ganancias, lo que con frecuencia lleva a la economía a realizar un costoso ajuste.

Esta experiencia ha brindado a los economistas internacionales un terreno fértil para la experimentación. Una variada literatura ha surgido al respecto, la cual será estudiada en la Sección 2. Dadas la contabilidad por partida doble y la naturaleza de suma cero del comercio mundial, estos temas de ajuste global se han descrito en función de las cuentas corrientes o financieras, o del deterioro en algunos países o el mejoramiento en otros. Además, los períodos de análisis fueron escogidos con el fin de aislar el crecimiento o la disminución de cualquiera de estas medidas.

Este artículo pretende abarcar los aspectos mencionados anteriormente. Para esto, se simplifica la definición del evento clave que se estudia y además se amplía el período de análisis alrededor de éste. Investigamos lo que pasa antes, durante y después de una bonanza de flujos de capital. En otras palabras, nos preguntamos: ¿Cómo se desempeñan las economías durante y alrededor del período cuando la entrada de flujos de capital es relativamente grande (o, lo que es equivalente, cuando los superávits en su cuenta financiera son relativamente grandes)? Debido a las limitaciones de información, que se discutirán más adelante, se examinarán únicamente los episodios de grandes déficits en cuenta corriente.

Estudiamos 181 países entre 1980 y 2007, un subconjunto de 66 países entre 1960 y 2007 para los cuales hay información disponible más detallada de las variables

económicas, y un grupo más pequeño de 18 países para los cuales están disponibles datos de precios de vivienda; las muestras incluyen todas las regiones y grupos de ingresos. Nuestra meta principal es definir en forma cuantitativa y fechar los episodios de bonanza de entradas de capital a fin de estudiar sus diferentes aspectos. En la Sección 3, documentamos varias características de estos períodos de bonanza, incluyendo su incidencia y duración. En la Sección 4, estudiamos la evidencia de los vínculos potenciales entre las bonanzas de flujos de capital y las crisis de deuda, de tasa de cambio, de inflación y las bancarias. En la Sección 5, ilustramos de manera sistemática el comportamiento de diferentes indicadores macroeconómicos, financieros y de política, en la víspera y con posterioridad a estos episodios.

Nuestros resultados principales se pueden resumir de la siguiente manera: con casi cincuenta años de datos, es evidente que las bonanzas se han vuelto más frecuentes en la medida en que las restricciones a los flujos internacionales de capital se han relajado. Aunque los enfoques son diferentes, este hallazgo coincide con la evidencia presentada por Eichengreen y Adalet (2005).

Un episodio de entrada fuerte de capitales puede ser persistente y con frecuencia confunde a las autoridades responsables de la política económica y a los inversionistas de tal forma que tratan la bonanza como un fenómeno permanente y no como un choque temporal. Los episodios terminan, generalmente, por no decir que siempre, en una reversión abrupta o *sudden stop* (como se ve en Calvo, 1998). La senda de la cuenta corriente alrededor de una bonanza tiene claramente forma de “V”, independientemente de cuál muestra sea el punto de referencia, si la muestra más amplia, pero más reciente, o la más pequeña pero la más larga.

Los períodos de grandes entradas de capital están asociados a una mayor incidencia de crisis bancaria, cambiaria y de inflación en todos los países, menos en los de ingresos altos (utilizando algunos de los indicadores de crisis desarrollados en Kaminsky y Reinhart, 1999, y codificados en Reinhart y Rogoff, 2008a). Este resultado no es el producto de unos cuantos casos extremos; en más del 60% de los países, la probabilidad de una crisis alrededor de las fechas de una bonanza de entradas de capital es más alta de lo que es para la muestra completa. Las bonanzas de flujos de capital sistemáticamente preceden episodios de incumplimiento de la deuda soberana.

En los países en desarrollo (los que el Banco Mundial considera de ingresos medios y bajos) la postura de la política fiscal, medida como el crecimiento en el gasto real del gobierno, es notoriamente procíclica durante las bonanzas de entrada de flujos de

capital. Esto es coherente con la observación anterior de que los “tiempos buenos” temporales sean tratados como si fueran permanentes. De hecho, nuestros resultados preliminares sugieren también que la política fiscal tiene un papel desestabilizador en periodos de bonanzas de flujos de capital.

Para las economías avanzadas, los resultados no son tan claros ya que no hay evidencia sistemática entre países, entre 1960 y 2007, de que la probabilidad de una crisis financiera aumente durante episodios de grandes entradas de capital. Los países nórdicos que fueron propensos a las crisis en la primera parte de la década de los noventa y las crisis actuales en Islandia, el Reino Unido y los Estados Unidos parecen ser desviaciones importantes de este resultado general (como en Reinhart y Rogoff, 2008b). Sin embargo, las bonanzas de flujos de capital están asociadas a resultados macroeconómicos más volátiles para el crecimiento real del producto, la inflación y las cuentas externas.

El crecimiento real del PIB tiende a ser mayor en el período anterior a una bonanza y posteriormente se vuelve menor de manera sistemática. La huella de las bonanzas se ve claramente en los mercados de activos. Los precios de las acciones suben cuando entran flujos de capital y bajan cuando el capital sale. Una bonanza no debe confundirse con una “bendición”.

En la última sección se presentan algunas implicaciones de política de nuestro análisis y se discuten posibilidades de investigación futura en esta área.

## II. CONCEPTOS Y PROBLEMAS DE INFORMACIÓN

### A. REVISIÓN DE LA LITERATURA EXISTENTE

La literatura existente ha estudiado múltiples manifestaciones del ajuste internacional en los datos de la balanza de pagos. La contabilidad por partida doble y la suma cero de los flujos globales de comercio dan como resultado los cuatro marcos de referencia alternativos que se observan en el Cuadro 1. Los principales aspectos de un ajuste se pueden describir en función de la mejora o el deterioro (a lo largo de las filas de la matriz) de la cuenta corriente o de capital (como se puede ver en las columnas).

Existe una rica literatura empírica sobre las reversiones de la cuenta corriente (en la casilla superior izquierda) que muestra principalmente las consecuencias macroeco-

nómicas de una mejora marcada en una muestra de varios países. Muchas características de estos estudios siguen los lineamientos trazados en el documento pionero de Milesi-Ferretti y Razin (2000). Como se resume en el Cuadro 2, ellos establecieron tres criterios para identificar una reversión en cuenta corriente, que ahora son la norma: el cambio en la balanza debe ser grande con respecto al PIB nominal así como en términos absolutos en dólares y no debe ser el producto de un pico en un solo año. Concentrándose en países de ingresos bajos y medios, ellos encontraron que la experiencia de ajuste es heterogénea y que depende en gran medida de si hay crisis cambiaria en el mercado de divisas.

**Cuadro 1**  
Marcos de referencia en la literatura

Cambio	Cuentas de la balanza de pagos	
	Cuenta corriente	Cuenta de capital
Mejora	Reversión de la cuenta corriente	Problema de entrada de capitales
Deterioro	Déficits gemelos	Parada súbita

Eichengreen y Adalet (2005) extendieron la muestra para incluir la experiencia anterior a 1970 y así brindar un contexto histórico. En particular, las reversiones grandes en la cuenta corriente parecen ser el producto del comercio abierto de bienes, servicios y activos. Las reversiones solo han sido frecuentes en los dos períodos de auge de los mercados globales de capitales, es decir, en el período reciente y en las décadas de los veinte y los treinta. Los ajustes grandes fueron mucho más escasos bajo el patrón oro antes de la Primera Guerra Mundial y durante los años de Bretton Woods.

La experiencia de los Estados Unidos de déficits grandes y sostenidos ha sido un incentivo importante para el estudio de las reversiones de la cuenta corriente. El propósito es encontrar una regla general que será informativa acerca de la experiencia estadounidense, cuando llegue la hora de la verdad y lo insostenible no se pueda mantener. La búsqueda de tales lecciones aparece en importantes artículos escritos por Edwards (2005, 2007), y Freund y Warnock (2005). Ellos encontraron un papel importante para los argumentos de libro de texto que se cree controlan un desequilibrio en la cuenta corriente, una disminución en el crecimiento del ingreso y una depreciación real de la moneda.

En los años ochenta, un interés similar en la experiencia de los Estados Unidos dio como resultado varios estudios sobre por qué la cuenta corriente se deterioró, lo cual es el tema de la celda inferior izquierda del Cuadro 1. En esa época, el gran déficit fiscal

## Cuadro 2

### Reversión de cuenta corriente y de capital: algunas definiciones

Estudio	Criterios utilizados para seleccionar los episodios de interés
Reversión de la cuenta corriente: Milesi-Ferreti y Razin (2000). También Edwards (2005), Eichengreen y Adalet (2005) y Freund y Warnock (2005)	<p>Su idea principal es que los eventos “grandes” suministran más información sobre los determinantes de las reducciones en los déficits en cuenta corriente que las fluctuaciones de corto plazo. Estos eventos tienen que cumplir tres condiciones:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) Una reducción promedio en el déficit en cuenta corriente de por lo menos 3 (o 5) puntos porcentuales del PIB en un período de tres años con respecto a los tres años anteriores al suceso.</li> <li>2) El déficit máximo después de la reversión no debe ser mayor al déficit mínimo en los tres años anteriores a la reversión.</li> <li>3) El déficit promedio en cuenta corriente se debe reducir por lo menos en un tercio.</li> </ol> <p>Los requisitos 1 y 2 deben asegurar que capturemos solamente reducciones sostenidas de los déficits en cuenta corriente, en lugar de reversiones súbitas, pero temporales. La tercera condición es necesaria para evitar contar una reducción como una reversión en el déficit en cuenta corriente, digamos de 15% al 12%. Los eventos se basan en promedios de tres años.</p>
Cuenta de capital-paradas súbitas Calvo, Izquierdo y Mejía (2004)	<p>Una parada súbita se define como una fase que cumple las siguientes condiciones:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) Que tenga por lo menos una observación donde la caída en los flujos de capital de un año al otro se encuentre por lo menos dos desviaciones estándar por debajo de la media de la muestra (esto satisface el requisito “no anticipado” de una parada súbita).</li> <li>2) La fase de parada súbita termina una vez el cambio anual en los flujos de capital excede una desviación estándar por debajo de la media de la muestra, lo que generalmente introduciría persistencia, un hecho común de las paradas súbitas.</li> <li>3) Además, por el bien de la simetría, el comienzo de una fase de parada súbita se determina por la primera vez que el cambio anual en los flujos de capital cae una desviación estándar por debajo de la media.</li> </ol>
Cuenta de capital-paradas súbitas Calvo, Izquierdo y Loo-Kung (2006)	<p>Además del criterio de reversiones de flujos de capital grandes que exceden dos desviaciones estándar de la media (para su variable proxy de los flujos de capital), Calvo, Izquierdo y Loo-Kung requieren que:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Estas reversiones estén acompañadas por un pico en alguna medida externa agregada del costo de los fondos, con el fin de capturar efectos sistémicos. Para ser más específicos, Calvo, Izquierdo y Loo-Kung utilizan para el caso de las economías emergentes el (logaritmo de) <i>J. P. Morgan Emerging Market Bond Index</i> (EMBI spread, por su sigla en inglés) sobre los bonos del Tesoro de los Estados Unidos; para la zona del euro (y en países nórdicos como Dinamarca, Noruega y Suecia) la prima del <i>Merrill Lynch Government Index</i>; y para el resto de los países desarrollados, el índice de bonos soberanos del gobierno del G7. Calvo, Izquierdo y Loo-Kung construyen episodios agregados de prima alta de una manera análoga a la medida de grandes reversiones de flujos de capital de Calvo, Izquierdo y Mejía (2004) (es decir, Calvo, Izquierdo y Loo-Kung consideran los picos en las primas que exceden dos desviaciones estándar a la media); una parada súbita ocurre cuando la fase de caída en los flujos de capital se sobrepone (en una base anual) con la fase de prima alta. Los episodios que están dentro de un intervalo de seis meses se consideran como parte de la misma fase de parada súbita.</li> </ul>

fue identificado como el culpable principal, el cual, por medio de la contabilidad del ingreso nacional, fue reflejado en su gemelo, la cuenta corriente. Debates contemporáneos al respecto se pueden encontrar en Federal Reserve Bank of Kansas City (1985) y en una revisión posterior de Bosworth (1993). Esta línea de trabajo fue desapareciendo paulatinamente a finales de los noventa, cuando el presupuesto federal de los Estados Unidos alcanzó un superávit, pero la cuenta corriente permaneció en rojo.

Aquellos investigadores que se enfocaron en las celdas de la derecha del cuadro de contingencia normalmente tomaron la perspectiva de las economías de mercados emergentes. En particular, ellos consideran que son algo volubles las decisiones de inversión de cartera de los inversionistas en el centro del sistema de las finanzas globales. Los activos en algunos mercados emergentes pueden estar de moda por un tiempo. Estas entradas tienden a apreciar la tasa de cambio, lo que conduce a la acumulación de reservas ya que las autoridades intentan compensar esta fuerza y aumentan los precios en los mercados de activos. En general, esto presenta un “problema de entrada de capital”, como fue descrito por Calvo, Leiderman y Reinhart (1993) y estudiado por Fernández-Arias y Montiel (1996).

Cuando el capital deja de entrar en un mercado emergente, la nación no puede seguir sosteniendo un exceso de gasto sobre el ingreso. El resultado, según las palabras de Guillermo Calvo y sus coautores, es una “parada súbita” que los obliga hacer un ajuste en la cuenta corriente. La aplicación empírica de esta idea se puede encontrar en Calvo, Izquierdo y Mejía (2004) y Calvo, Izquierdo y Loo-Kung (2006), cuyos estudios se presentan más detalladamente en el Cuadro 2.

## B. DEFINICIÓN DE UNA BONANZA DE FLUJOS DE CAPITAL

La decisión de adoptar un algoritmo particular para poner fechas y catalogar las bonanzas de flujos de capital involucra *tradeoffs*. Una ventaja de lanzar una amplia gama de opciones para incluir todos los episodios de entradas de capital es que no nos predispone hacia episodios que inevitablemente terminaron en una reversión marcada, por lo que hay una predisposición menor a inclinar el análisis hacia una crisis económica. Una bonanza de entrada de capitales puede terminar abruptamente, el hecho más común, o en una forma más gradual. En este sentido, nuestro método es análogo al análisis de Goldfajn y Valdes (1999), quienes en lugar de empezar su análisis con las fechas de crisis cambiarias, lo hicieron documentando episodios de apreciaciones acumuladas de la tasa de cambio real y después ordenaron los episodios

que tuvieron como desenlace una caída abrupta de la tasa de cambio nominal y los que tuvieron reducciones en la inflación frente a sus socios comerciales<sup>1</sup>.

Inicialmente suponemos de que el mejor indicador de los flujos de capital sería la acumulación de reservas menos el balance en cuenta corriente, ya que mide los recursos adquiridos (o dispersados) por medio de la expedición (o retiro) de pasivos del país de procedencia. Es más probable que esta medida indirecta del cambio en los pasivos esté disponible para un período largo de tiempo y para más países que la información directa de las cuentas financieras. En muchos países, la información sobre las reservas tiende a publicarse con un rezago. Para mantener nuestra medida lo más actualizada posible, el balance en cuenta corriente como porcentaje de PIB es nuestro indicador de referencia, ya que está medido con más consistencia a través del tiempo y entre países que la cuenta de capital y su contraparte, la cuenta financiera. De hecho, para muchos países de nuestra muestra las cuentas financieras en las bases de datos de las instituciones multilaterales, por ejemplo, del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, son más recientes<sup>2</sup>. Para el período más reciente, las mismas reglas de filtro se aplican a las balanzas de capital y las cuentas financieras como un chequeo de robustez.

Empezamos por aplicar el método de tres pasos que Milesi-Ferreti y Razin propusieron para nuestra base de datos, con una revisión adecuada que no exige una reversión de la cuenta corriente. Sin embargo, este método generó unos problemas al poner fechas para las bonanzas de muchos episodios muy conocidos. En algunos países donde el deterioro en la cuenta corriente (y por lo tanto, el aumento en las entradas de capital) fue un proceso relativamente suave durante varios años, este algoritmo no marcó tales episodios como bonanzas, aunque los déficits en cuenta corriente fueron grandes para los estándares históricos. Los casos de entradas grandes de capital, como por ejemplo, los Estados Unidos desde 2004 y Australia durante varios ciclos desde 1960, fueron omitidos completamente. En otros casos, la bonanza de entradas de capital persistió hasta después de que se había alcanzado la cima en el déficit en la

---

1 Gourinchas, Landerretche y Valdes (2001) llevaron a cabo un ejercicio similar para determinar cuáles auges de crédito terminaron en crisis y apretones de crédito (*credit crunches*), y cuáles no. Edwards (2004) es particularmente cuidadoso al considerar tanto las reversiones súbitas como los ajustes más graduales.

2 También quisiéramos agradecer a Gian Maria Milesi-Ferreti por hacernos ver que los datos de las cuentas financieras tienen que interpretarse cuidadosamente durante años en los cuales haya condonación de la deuda, ya que aparecen como grandes pagos (es decir, salidas de capital).

cuenta corriente. Por ejemplo, los déficits en cuenta corriente de Tailandia y Malasia alcanzaron la cima a principios de los noventa; sin embargo, el algoritmo no clasificó estos años como bonanzas a pesar de que, para estándares históricos, los déficits se mantuvieron grandes hasta 1996. Muchos de los aumentos abruptos importantes, pero menos persistentes, en las entradas de capital a finales de los setenta y principios de los ochenta no fueron detectados tampoco.

Al final, optamos por un algoritmo alternativo que dio un tratamiento uniforme a los países, pero que era lo suficientemente flexible para permitir una variación importante en la cuenta corriente entre los países. Siguiendo a Kaminsky y Reinhart (1999), seleccionamos un umbral común entre los países, para definir las bonanzas, en este caso el vigésimo percentil<sup>3</sup>. Este umbral incluyó la mayoría de los episodios más conocidos en la literatura, pero no fue tan inclusivo como para poner nombre de bonanza a los deterioros más rutinarios en la cuenta corriente. Debido a que las distribuciones de frecuencias fundamentales varían ampliamente entre países, el umbral común produce cortes específicos a los países bastante dispersos. Por ejemplo, en el caso de la India, una economía relativamente cerrada, el corte para definir una bonanza es una relación déficit en cuenta corriente/PIB superior a 1,8%, mientras que para Malasia, una economía orientada al comercio, el corte comparable es una relación déficit/PIB de 6,6%<sup>4</sup>.

El Gráfico 1, el cual traza la distribución de frecuencia para 181 países, resalta estas diferencias tanto entre países como entre grupos de ingresos. Como lo muestra el gráfico, el rango de experiencias es amplio, pero los déficits grandes aparecen con más frecuencia en los países de ingresos bajos.

### C. COBERTURA Y DATOS DE LA MUESTRA

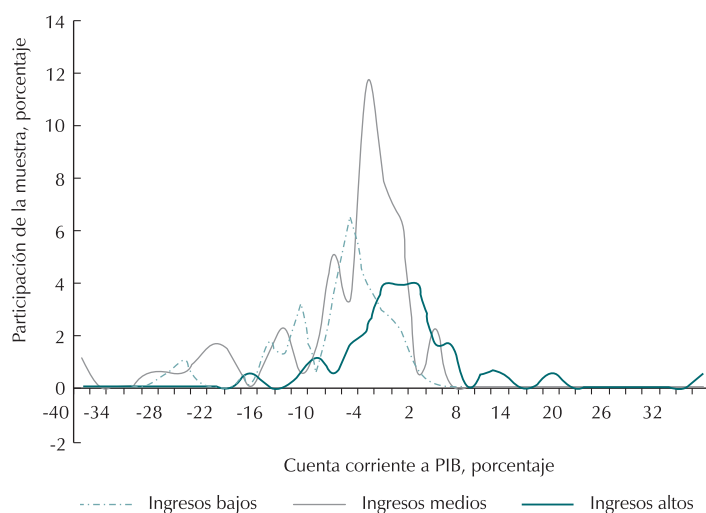
Empleamos tres muestras para analizar el fenómeno de las bonanzas de capital. La muestra más amplia está compuesta por los 181 países incluidos en el *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional, durante el período 1980-

<sup>3</sup> También imponemos una restricción de no negatividad, así que los países que son exportadores de capital en toda la muestra nunca registran una bonanza.

<sup>4</sup> Para el lector interesado el Gráfico A.1 del Anexo, muestra una comparación entre tres definiciones de episodios de bonanza, utilizando la cuenta corriente, la cuenta financiera y los flujos de capital.

2007. Hay información disponible sobre la cuenta corriente, el PIB real, la inflación y la tasa de cambio real. Esto nos permite estudiar las experiencias recientes de los países en un contexto realmente global.

Gráfico 1  
Distribución de cortes de cuenta corriente utilizados para definir bonanzas  
181 países, 1980-2008



Fuente: *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional y cálculos de los autores.

La segunda muestra, que llamaremos la muestra “núcleo”, incluye 64 países de todas las regiones para el período 1960-2007. En esta muestra dominan los países con ingresos altos y medios, para los cuales la disponibilidad de los datos no constituye una restricción. Gracias a esta muestra podemos estudiar las características macroeconómicas de las bonanzas. También, para esta muestra, tenemos las fechas de las crisis económicas (deuda, bancarias, etc.) lo suficientemente completas que nos permiten evaluar si una entrada grande de capital predispone o no a los países a las crisis financieras.

El tercer grupo es una muestra pequeña de 18 países industrializados para los cuales tenemos datos de precios de vivienda provenientes del Banco de Pagos Internacionales. Por otra parte, la cobertura de los datos para este grupo es la misma que para la muestra núcleo. Los Cuadros A.1 y A.2 del Anexo detallan los países que conforman las tres muestras y el grupo de ingresos al cual pertenecen<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> La clasificación del grupo de ingresos es la que suministra el Banco Mundial.

Todos los datos son anuales. Aparte de incluir series de tiempo de la cuenta corriente, las cuentas de capital y financieras y el PIB nominal (todos en dólares de los Estados Unidos), empleamos una variedad de series de tiempo macroeconómicas. Estas incluyen variables específicas para los países: reservas internacionales, tasas de cambio nominal y real, PIB real, precios al consumidor, exportaciones, importaciones, gasto del gobierno, ingresos y déficits, acciones y, en el caso de economías avanzadas, precios de finca raíz. Además, tenemos variables dicótomas que ponen fechas a las crisis de deuda externa, las crisis cambiarias, de inflación y las crisis bancarias. Completan el análisis las variables globales como los precios de los productos básicos, las tasas de interés internacionales, el crecimiento en las economías más grandes del mundo, las medidas de volatilidad macroeconómica, y la incidencia de bonanzas de flujos de capital y varios tipos de crisis económicas. El Cuadro 3 del Anexo ofrece una lista completa de las variables así como de sus respectivas fuentes.

La disponibilidad de series de tiempo largas de varios aspectos del desempeño económico fue importante para tomar la decisión de cuál sería el principio de diseño de nuestro indicador clave, una bonanza de flujos de capital. Como habíamos recolectado un conjunto de datos lo suficientemente abundante, pudimos definir los eventos en una forma más o menos general y así caracterizar el comportamiento en un período de análisis amplio alrededor de aquellos eventos. Es decir, pudimos ver el aumento y la disminución de una manera que abarcó las definiciones de estudios anteriores.

### III. BONANZAS DE FLUJOS DE CAPITAL: CICLOS GLOBALES Y EPISODIOS DE PAÍSES

A continuación ofrecemos un esquema de ciclos que son específicos para un país y de flujos de capital globales, incluyendo: incidencia, por región y grupo de ingresos, duración y vínculos a indicadores globales.

#### A. EL PANORAMA GLOBAL

Es bien conocido que los flujos internacionales de capital tienen un componente cíclico importante<sup>6</sup>. El hecho de que el capital (contrario a las predicciones del para-

<sup>6</sup> Véanse, por ejemplo, Sarno y Taylor (1999), quienes utilizando técnicas estándar de series de tiempo descomponen los flujos internacionales de capital en sus elementos permanentes y transitorios.

digma de crecimiento neoclásico) no fluya de los países ricos a los países pobres también ha recibido considerable atención<sup>7</sup>. Ambos hechos estilizados están ilustrados en los dos paneles del Gráfico 2, que traza la incidencia (es decir, el porcentaje de países) de las bonanzas de entradas de capital para la muestra amplia de 181 países. Las fechas específicas de los episodios de bonanza se enumeran, país por país, en el Cuadro A.4 del Anexo, para grupos de países de ingresos altos, medio-altos, medio-bajos y bajos. La tercera columna de este cuadro muestra también las fechas de las crisis de la deuda soberana (incumplimiento o reestructuración de la deuda)<sup>8</sup>. Para nuestra muestra núcleo de 66 países, que representan cerca del 90% del PIB mundial, las fechas de las bonanzas para el período 1960-2007 están enumeradas en el Cuadro 3.

Como se ve en el panel superior del Gráfico 2, el último gran “auge de auge” (*boom in booms*) fue a principios de la década de los ochenta. Más precisamente, como lo revela la muestra núcleo para el período 1960-2007, la fase de expansión de este ciclo fue de 1975 hasta 1982 o justo antes del comienzo de la crisis de la deuda de los ochenta. Antes de 1975, hubo menos bonanzas de flujos de capital y fueron más distantes entre sí, lo cual es consistente con la evidencia histórica presentada por Eichengreen y Azalet (2005). Las bonanzas de flujos de capital reaparecieron a principios de los noventa, coincidiendo con una reducción en las tasas de interés en los Estados Unidos (véanse Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993; y Chuhan, Claessens y Mamingi, 1998) y con el plan Brady de gran escala para la reestructuración de la deuda de mercados emergentes. Este resurgimiento fue modesto y ocurrió en un grupo de países más selecto, una característica que fue bien documentada por el Banco Mundial (World Bank, 1997). En 2002, en Uruguay ocurrió la última crisis grande en los mercados emergentes, lo cual es un indicativo de que las bonanzas han vuelto a aparecer con vigor. La composición regional indica que los países que recibieron esta última oleada incluye a países de América Latina, pequeños en su mayoría, que se beneficiaron del auge en los precios de los productos básicos, a los países industrializados donde los precios de la finca raíz aumentaron rápidamente y a

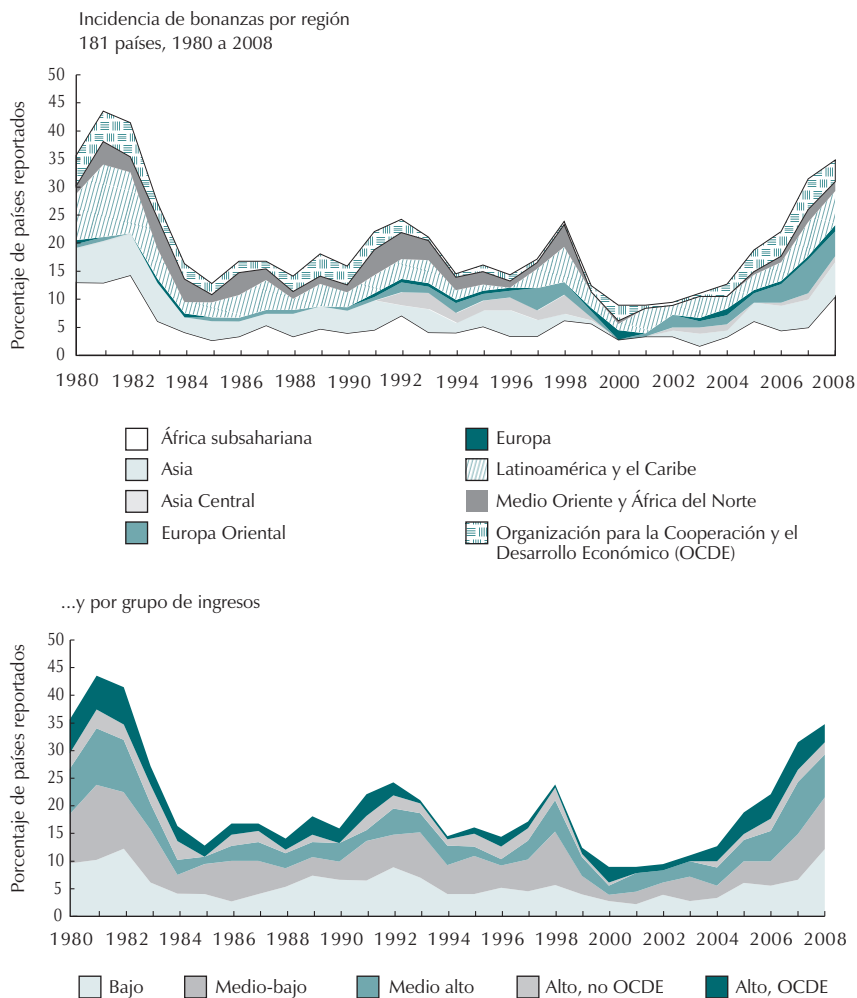
---

7 Lucas (1990) sugiere que esta “paradoja” podría ser explicada por diferencias en el capital humano, mientras que Reinhart y Rogoff (2004) y Alfaro, Kalemli-Ozcan y Volosovych (2008) señalan la alta incidencia de incumplimiento de deuda soberana y las instituciones débiles, respectivamente.

8 El vínculo entre las bonanzas de flujos de capital y las crisis de la deuda será el tema principal de la sección 4.

las naciones de Europa Central y Oriental y de la antigua Unión Soviética, probablemente como recompensa por su integración más cercana con la Unión Europea<sup>9</sup>.

**Gráfico 2**  
**Incidencia de las bonanzas por región y grupo de ingresos: 181 países, 1980-2008**



Fuentes: *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional (abril de 2008) y cálculos de los autores.

<sup>9</sup> Discusiones sobre la anterior oleada de capital hacia Europa Central y Oriental y hacia la antigua Unión Soviética, incluyen Claessens, Oks y Polastri (1998) y Lankes y Stern (1998), mientras que la experiencia más reciente se estudió en Lane y Milesi-Ferretti (2007).

El panel inferior del Gráfico 2 ilustra la bien conocida regularidad empírica según la cual los países de ingresos medios y altos reciben la mayor parte de los flujos de capital transfronterizo. Esto es cierto por un margen enorme cuando los flujos se miden en dólares de los Estados Unidos y no cambia cuando calculamos la incidencia de las bonanzas (lo cual escala los déficits en cuenta corriente por el PIB). A pesar de que los países de ingresos bajos representan el 28% (50 países) de los 181 países en esta muestra, menos del 10% de todos los países (menos de 18 países) han registrado una bonanza de capital en cualquiera de estos años durante los últimos 30 años aproximadamente. La incidencia de bonanzas de flujos de capital es mucho menos cíclica para el grupo de ingresos bajos. Nuestro análisis en profundidad de las bonanzas de flujos de capital y su vínculo con las crisis financieras lo basamos en las anteriores observaciones y lo presentamos en las siguientes dos secciones, para un grupo de 66 países de los cuales 58 son de ingresos medios o altos<sup>10</sup>.

**Cuadro 3**  
**Fechas de las bonanzas de flujos de capital**  
**Muestra núcleo, ingresos altos, 1960-2007**

País	Años de bonanza
<b>Ingresos alto, OCDE</b>	
Alemania	1980, 1991, 1994-1995, 1999-2000
Australia	1965, 1986, 1989, 2004-2005, 2007
Austria	1972-1974, 1976-1977, 1979-1981, 1995-1997, 1999
Bélgica	1967-1968, 1975-1984
Canadá	1975-1979, 1981, 1989-1993
Corea	1980-1983, 1991, 1996
Dinamarca	1969-1970, 1974-1977, 1979, 1981-1982, 1984-1987
España	1965-1966, 1974, 1976, 2000, 2004-2007
Estados Unidos	2002-2007
Finlandia	1975-1976, 1980, 1988-1992
Francia	1966-1967, 1969, 1974, 1976, 1982-1983, 2005-2007
Grecia	1983, 1985, 2000, 2006-2007
Italia	1974, 1980-1982, 1991-1992
Noruega	1974-1979, 1986-1989, 1998
Nueva Zelanda	1974-1975, 1982, 1984-1985, 2005-2007
Portugal	1981-1982, 2000-2001, 2005
Reino Unido	1960-1976, 1988-1990, 2005-2007
Suecia	1976-1977, 1979-1982, 1990-1992

<sup>10</sup> Es importante notar que el grupo de ingresos medios se divide en ingresos medio-bajos e ingresos medio-altos (estos últimos constituyen el grupo particular más grande), así que nuestro análisis se relaciona con muchos países en desarrollo más allá de los mercados emergentes más grandes.

Cuadro 3 (continuación)  
 Fechas de las bonanzas de flujos de capital  
 Muestra núcleo, ingresos altos y medios, 1960-2007

País	Años de bonanza
<b>Ingresos altos, no OCDE</b>	
Hong Kong	1980-1981, 1994-1997
Singapur	1980-1984, 1987
<b>Ingresos medio-altos</b>	
Argentina	1982, 1987, 1994, 1997-1999
Brasil	1974-1983, 1999, 2001
Chile	1978, 1980-1982, 1984-1986
Costa Rica	1970-1983, 1989-1990
Hungría	1986-1987, 1993-1994, 1998-1999, 2003-2004
Malasia	1981-1983, 1991, 1994-1995
Mauricio	1979-1982, 2006-2007
México	1974-1976, 1979-1981, 1991-1994
Panamá	1967-1973, 1975-1982, 1997-1998, 2007
Polonia	1980-1981, 1985-1989
Rumania	1992, 2004-2007
Rusia	1992, 1997
Sudáfrica	1981-1982, 2005-2007
Turquía	1977, 1980, 2000, 2004-2007
Uruguay	1980-1984, 2001
Venezuela	1967, 1977-1978, 1982, 1987-1988, 1992-1993, 1998
<b>Ingresos medio-bajos</b>	
Argelia	1969, 1973, 1975-1979, 1986, 1988-1989, 1994-1995, 1998
Angola	1982, 1995, 1997-1999, 2001
Bolivia	1978-1979, 1981, 1985-1987, 1993, 1998
China	1979, 1985-1986, 1988-1989, 1993
Colombia	1971, 1982-1983, 1995, 1997-1998
Ecuador	1978, 1981-1982, 1987, 1989, 1991, 1998
Egipto	1967-1971, 1974-1976, 1979, 1981-1985, 1998
El Salvador	1978, 1989, 1990, 2003, 2005, 2007
Filipinas	1975-1980, 1982-1983, 1990, 1993, 1997
Guatemala	1981, 1987, 1992-1993, 1994, 1999, 2001
Honduras	1974-1975, 1978-1981, 1984, 2003-2004, 2007
Indonesia	1967-1973, 1975, 1982-1983, 1986-1987, 1991, 1995
Marruecos	1976-1977, 1981, 1983-1987
Nicaragua	1988, 1990-1994
Paraguay	1980-1982, 1986-1987, 1996
Perú	1973-1977, 1981-1983, 1993, 1995, 1998
República Dominicana	1966-1970, 1972-1973, 1975-1982, 1987
Sri Lanka	1979-1984, 1986, 1988
Tailandia	1975-1977, 1981-1983, 1990-1991, 1995-1996
Túnez	1981-1984, 1986, 1993

**Cuadro 3 (continuación)**  
**Fechas de las bonanzas de flujos de capital**  
**Muestra núcleo, ingresos bajos, 1960-2007**

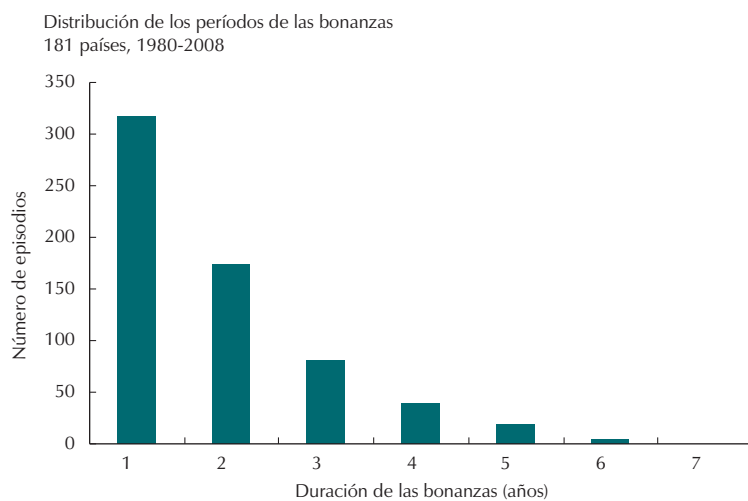
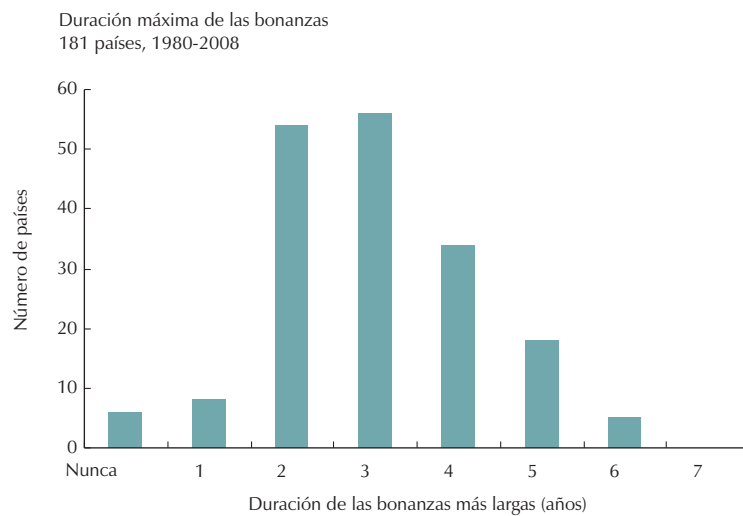
País	Años de bonanza
<b>Ingresos bajos</b>	
Costa de Marfil	1980, 1988-1992
India	1984, 1987-1990
Kenia	1980-1981, 1987, 1989, 1995
Myanmar	1981-1982, 1990-1992, 1998
Nigeria	1981-1983, 1986, 1993, 2002
República Centroafricana	1980, 1982-1984, 1992-1995
Zambia	1981-1982, 1998, 2000-2001
Zimbabue	1981-1982, 1992, 2004-2005

Nota: las fechas indicadas son aquellas encontradas por el algoritmo que describimos en la sección anterior. Los años consecutivos (por ejemplo, Portugal 2000-2001) se tratan como un solo episodio.

Los dos paneles del Gráfico 3 brindan información complementaria sobre la duración de las bonanzas. El panel superior muestra la duración máxima de las bonanzas (en años) por países (en vez de episodios). Así, por ejemplo, seis de los 181 países nunca experimentaron una bonanza de entrada de capital, porque son exportadores netos de capital; este grupo incluye a Brunéi, Luxemburgo, Namibia, los Países Bajos, Suiza y los Emiratos Árabes Unidos. Para la mayoría de los países, las bonanzas duraron entre dos y cuatro años, que quizás es la razón por la cual tantos gobiernos (e inversionistas) caen en la trampa, muy común, de tratar las bonanzas como choques permanentes en vez de transitorios, un problema que trataremos después cuando estudiemos la respuesta fiscal típica a la abundancia de capital extranjero.

Pasando ahora a un análisis de episodios individuales, consistente con su naturaleza cíclica, tres cuartos de los episodios identificados entre 1980 y 2007 duraron dos años o menos. Se requiere un poco de precaución ya que hay un gran número de casos en los cuales los episodios de bonanza están separados por un solo año, lo cual de hecho hace que el episodio de bonanza sea mucho más largo y que contribuya a la confusión *ex ante* entre lo que es permanente y lo que es transitorio. La bonanza en los Estados Unidos, que empezó en 2002 y estaba en su sexto año consecutivo en el año 2007, no es para nada común, pero tampoco es única. Australia y el Reino Unido, entre otros países, experimentaron bonanzas similares de larga duración en el período anterior (1960-1979), como se aclara en el Cuadro 3.

### Gráfico 3 Características de las bonanzas



Fuentes: cálculos de los autores y datos citados en el Cuadro 3.

## B. CICLO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL Y LOS PRECIOS MUNDIALES DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

Los aumentos abruptos de entradas de capital frecuentemente se han vinculado a reducciones en las tasas internacionales de interés, al crecimiento económico en los países avanzados y a auges en los precios mundiales de productos básicos<sup>11</sup>. En lo que resta de esta sección, consideraremos brevemente el camino, muy trillado, de las raíces externas de las bonanzas de flujos de capital. Nuestra meta principal en este artículo, además de establecer las fechas e incidencia de las bonanzas de entradas de capital en forma sistemática, es enfocarnos en las consecuencias macroeconómicas o los desarrollos alrededor de los flujos de capital, un tema que se tratará en las próximas dos secciones del documento. Por esta razón, solo mostramos un esquema simple de los vínculos entre el ciclo de la bonanza y desarrollos selectos en las condiciones macroeconómicas globales, para así, con base en análisis anteriores, utilizar los datos más recientes.

Para este fin realizamos dos ejercicios sencillos. Primero, trazamos nuestras series de tiempo de la incidencia de las bonanzas para la muestra de 181 países, desde 1980 hasta 2007, contra: a) crecimiento del PIB real per cápita en las economías avanzadas, como está registrado en el *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional (panel superior del Gráfico 4); y b) el índice de precios reales de productos básicos, excepto el petróleo (panel inferior izquierdo del Gráfico 4), del Fondo Monetario Internacional<sup>12</sup>.

La evidencia presentada en el panel superior del Gráfico 4 está de acuerdo con Calvo, Leiderman y Reinhart (1993), que postulan que cuando el crecimiento disminuye en las economías avanzadas, el capital mundial busca rentabilidad más alta y oportunidades de ganancias en el exterior en mercados emergentes, un fenómeno que está en marcha actualmente, como se discute en Frankel (2007) en el contexto del análisis del *carry trade*. El vínculo entre las bonanzas de flujos de capital y el auge en los precios de los productos básicos tiene una historia antigua; Cuddington (1989) –y otros autores citados allí– hace una lectura interesante de algunos episodios clásicos de buen y mal manejo de bonanzas de flujos de capital, en cuanto a la respuesta de

---

<sup>11</sup> Véanse Fernández-Arias y Montiel (1996) para una visión general de la literatura que floreció a principios de los noventa.

<sup>12</sup> Como se hace normalmente, el índice de precios de los productos básicos es deflactado por un índice de precios de las manufacturas (véase, por ejemplo, Boughton, 1991).

la política macroeconómica. Aunque el comienzo de los años ochenta no se ajusta tan claramente al patrón, es importante anotar que un auge impresionante en los precios de los productos básicos prevaleció a finales de los setenta, cuando empezó un aumento súbito en la incidencia de las bonanzas, como se verá en la próxima sección. Más allá de las implicaciones positivas directas de los precios más altos de los productos básicos sobre los ingresos por exportaciones para muchos de los mercados emergentes, como lo demuestra Frankel (2006, 2008a y 2008b), una causa fundamental del impulso de los precios mundiales de los productos básicos son las tasas de interés mundiales bajas o negativas, similar a lo ocurrido a finales de los años setenta y en años recientes. Por lo tanto, los efectos de las tasas de interés internacional más bajas funcionan no solo a través de los canales de cartera que se destacan en Calvo, Leiderman y Reinhart (1993), sino a través del canal de precios de productos básicos al estilo de Frankel (2006). Un tercer vínculo, que también es importante, entre las tasas de interés reales mundiales y los flujos de capital hacia mercados emergentes surge del canal destacado en Dooley, Fernández-Arias y Kletzer (1996), quienes hacen hincapié en los impactos benignos de las tasas reales bajas sobre las probabilidades de incumplimiento de la deuda.

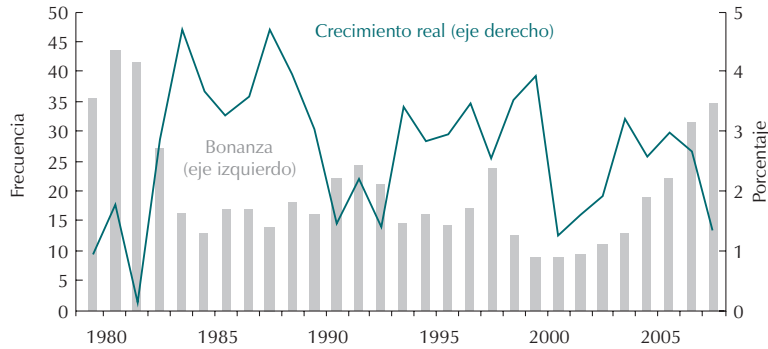
Con el segundo ejercicio empírico se intenta explicar la participación de las bonanzas en lo referente al crecimiento del PIB real en las economías avanzadas, los precios reales de los productos básicos y la tasa de interés real a corto plazo en los Estados Unidos. Empleamos la base de datos núcleo para capturar las oscilaciones significativas en los precios de los productos básicos, así como el tramo largo de las tasas de interés reales negativas en los Estados Unidos en los años setenta. Nuestra variable dependiente se mantiene en un rango limitado, de cero a 100% en la medida en que es una participación sobre un total. Por consiguiente, especificamos que nuestras variables independientes explican la variable dependiente por medio de una función logística. Es decir, las variables explicativas, junto con un vector de unos para capturar un término constante, satisfacen la forma funcional  $100 \cdot \exp(x, \beta) / [1 + \exp(x, \beta)]$ .

Los coeficientes reportados en la primera columna del Cuadro 4 se estimaron con un procedimiento de máxima verosimilitud utilizando datos anuales de 1967 a 2006. Como este es un modelo de pronóstico de probabilidades (*probability forecasting model*), la medida de bondad de ajuste en la cual confiamos principalmente es la puntuación cuadrática de probabilidad (*quadratic probability score, QPS*) por las razones que se explican en Diebold y Rudebusch (1989).

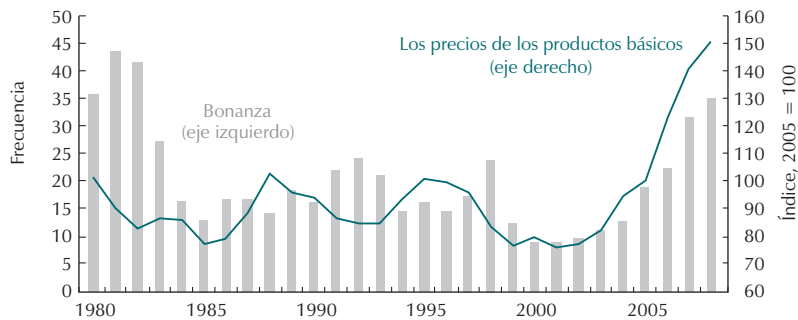
## Gráfico 4

## Bonanzas de flujos de capital, desempeño del crecimiento económico de las economías avanzadas y precios mundiales de los productos básicos: 181 países, 1980-2007

Frecuencia de las bonanzas de flujos de capital y el crecimiento real en las economías avanzadas



...y precios de productos básicos sin petróleo



Fuentes: cálculos de los autores y datos citados en el Cuadro A.3 del Anexo.

Como se anticipa en los gráficos, el coeficiente del precio de los productos básicos es positivo y el del crecimiento es negativo; ambos son estadísticamente significativos con un nivel de confianza del 1%. Sin embargo, el coeficiente de la tasa de interés real contemporánea no corresponde a la intuición proporcionada en Calvo, Leiderman y Reinhart (1993). La explicación de estos autores radica en el estímulo acumulado a los flujos de capital hacia la periferia que proporcionan las bajas tasas de interés del centro. Para igualar esto, las siguientes seis columnas del Cuadro 4 reportan estimaciones en las que se utilizaron rezagos sucesivos de la tasa real, de uno a seis años. De todas maneras, el tamaño del efecto negativo de las tasas reales, su significancia, así como el poder explicativo del modelo tienden a aumentar al extender el rezago.

**Cuadro 4**  
Modelos logísticos que explican la probabilidad de una bonanza de flujos de capital estimados con datos anuales de 1967 a 2006

Tasa de interés real de corto plazo								
	Término constante	Corriente	Rezagos					
			1	2	3	4	5	6
Constante	-2,345	-2,775	-2,121	-1,855	-1,884	-1,872	-1,727	-1,800
	-13,470	-6,402	-5,208	-4,785	-4,565	-4,501	-4,623	-5,747
Tasa de interés real		0,129						
		3,006						
			-0,049					
			-0,960					
				-0,138				
				-2,708				
					-0,103			
					-1,942			
						-0,108		
						-2,006		
							-0,147	
							-3,033	
								-0,199
								-4,730
Crecimiento del PIB real		-0,226	-0,137	-0,142	-0,130	-0,140	-0,137	-0,115
		-3,731	-2,162	-2,370	-2,106	-2,227	-2,324	-2,135
Precios de los productos básicos		0,076	0,049	0,042	0,042	0,043	0,039	0,041
		4,912	3,278	2,920	2,735	2,827	2,867	3,669
Logaritmo de la función de verosimilitud	-135,3	-145,2	-148,9	-146,1	-147,4	-147,4	-144,8	-140,0
R <sup>2</sup>	0,471	0,440	0,323	0,415	0,372	0,373	0,450	0,568
QPS	3,060	3,973	4,727	5,619	5,016	4,936	5,149	5,250

Nota: el estadístico t está en cursiva.  
Fuentes: cálculos de los autores y datos citados en el Cuadro A.3 del Anexo.

#### IV. ¿LAS BONANZAS DE FLUJOS DE CAPITAL HACEN QUE LOS PAÍSES SEAN MÁS PROPENSOS A LAS CRISIS?

¿Las bonanzas de flujos de capital son una bendición, una maldición, o son neutras en hacer que las crisis financieras sean más probables o más severas? La literatura está llena de estudios de caso famosos de bonanzas de flujos de capital que terminaron en grandes crisis. Los artículos varían desde los episodios nefastos en el Cono Sur a finales de los setenta y principios de los ochenta (*véase*, por ejemplo, el clásico de Díaz-Alejandro de 1985) hasta Calvo y Talvi (2005), quienes dan mucha importancia a la parada súbita en las entradas de capital después de la crisis rusa de 1998 para explicar la caída posterior de Argentina. En esta sección, en vez de enfocarnos en episodios específicos que pueden ser célebres o desconocidos, examinamos en forma sistemática los vínculos potenciales entre la probabilidad de una bonanza de flujos de capital y las crisis financieras. Nuestro análisis es llevado a cabo país por país así como a nivel “global”, lo cual es consistente con el objetivo de brindar un enfoque integral. Nuestra base de datos con las fechas de episodios de bonanza y crisis nos permite obtener resultados novedosos sobre la conexión sistemática entre la incidencia de las bonanzas y las crisis de deuda, de tasa de cambio, de inflación y bancarias. Por lo tanto, nuestro análisis arroja luz sobre la primera parte de la pregunta acerca de si las crisis financieras son más probables; se deja para un estudio futuro investigar los problemas que se vislumbran aquí en cuanto a un posible vínculo entre el orden de magnitud de la bonanza y la severidad de las crisis. La última parte de la sección se dedica a la volatilidad macroeconómica general, en contraste con las crisis.

##### A. BONANZAS Y LAS CRISIS FINANCIERAS: INTRODUCCIÓN Y EVIDENCIA

En la Sección 2 se establecieron los criterios usados para definir una bonanza de flujos de capital y se clasificaron país por país todos los episodios de bonanza identificados. Para examinar los vínculos potenciales con las crisis financieras de varios tipos, procedimos de forma simétrica. Nuestro análisis de las crisis viene directamente de Reinhart y Rogoff (2008a). Estas definiciones de crisis se reprodujeron en el Cuadro 5, mientras que un listado completo de las fechas de incumplimiento o reestructuración de la deuda soberana, de las crisis cambiarias, de las crisis inflacionarias y de las crisis bancarias se presenta en el Cuadro 6, para 64 de los 66 países

para los cuales tenemos datos de las bonanzas de flujos de capital<sup>13</sup>. De acuerdo con nuestras fechas de bonanzas, el Cuadro 6 provee fechas del comienzo y del final para definir cada episodio de crisis. Por lo tanto, un ítem de un solo año indica que la crisis duró solo ese año.

Con base en las fechas de las crisis que se muestran en el Cuadro 6 y las fechas de bonanzas del Cuadro 3, construimos una familia de probabilidades específicas por país. Para cada uno de los países, esto implica cuatro probabilidades no condicionales de crisis, que son: incumplimiento o reestructuración de la deuda soberana, una crisis cambiaria, una crisis inflacionaria y una crisis bancaria. También construimos la probabilidad de cada tipo de crisis dentro de un período de análisis de tres años antes y tres años después del año o años de la bonanza; esto es a lo que nos referimos como probabilidad condicional de una crisis. Si las bonanzas de flujos de capital hacen que los países se vuelvan más propensos a las crisis, la probabilidad condicional,  $P(\text{Crisis}_i | \text{Bonanza})$  debe ser mayor que la probabilidad no condicional de una crisis,  $P(\text{Crisis}_i)$ , donde el subíndice  $i$  se refiere a iésimo tipo de crisis (incumplimiento, cambiaria, etc.)

**Cuadro 5**  
Definición de las crisis por eventos: resumen

Tipo de crisis	Definición y criterios	Comentarios
Crisis bancaria	Distinguimos una crisis bancaria por dos tipos de eventos: (1) pánico bancario que puede terminar en el cierre, fusión o toma de posesión por el sector público de una o más instituciones financieras; y (2) si no hay pánico bancario, el cierre, la fusión, la toma de posesión por parte del sector público o la ayuda a gran escala por parte del gobierno de una institución financiera importante (o grupo de instituciones), que marca el comienzo de una serie de consecuencias similares para otras instituciones.	Este enfoque de ponerle fecha al principio de las crisis bancarias tiene sus desventajas. La fecha de la crisis puede ser demasiado tardía, porque usualmente los problemas financieros empiezan mucho antes de que un banco se cierre o se fusione; también puede ponerse la fecha de la crisis demasiado temprano, porque lo peor de la crisis puede aparecer más tarde. A diferencia de las crisis de deuda externa (véase más adelante) las cuales tienen fechas de cierre bien definidas, frecuentemente es difícil o imposible identificar con precisión el año en el cual terminó la crisis.

<sup>13</sup> Faltan Japón y los Países Bajos, que son países acreedores.

### Cuadro 5 (continuación) Definición de las crisis por eventos: resumen

Tipo de crisis	Definición y criterios	Comentarios
Crisis de la deuda externa	El incumplimiento de la deuda soberana se define como el dejar de hacer un pago del principal o de los intereses en la fecha de vencimiento, o dentro del período de gracia especificado. Los episodios también incluyen casos en donde la deuda reestructurada es, en última instancia, cancelada en términos menos favorables que la obligación original.	Mientras que el tiempo de incumplimiento se clasifica con precisión como un año de crisis, hay muchos casos en los cuales la solución final con los acreedores (si ocurrió alguna vez) parece interminable. Por esta razón, trabajamos también con una variable dicótoma de crisis que únicamente indica el primer año.
Crisis de inflación	Una tasa de inflación anual de 20% o más. También examinamos de manera separada la incidencia de casos más extremos donde la inflación excede el 40% anual.	Todos los años consecutivos cuando el valor crítico se satisface o se excede están incluidos como parte de la misma crisis inflacionaria.
Crisis cambiaria	Una depreciación anual frente al dólar de los Estados Unidos (o la moneda relevante, históricamente la libra esterlina del Reino Unido, el franco francés o el marco alemán y ahora, el euro) de 15% o más. Esto es similar al enfoque de Frankel y Rose (1996) para ponerles fecha a las crisis.	En un tratamiento paralelo a las fechas de crisis inflacionaria, todos los años consecutivos cuando el valor crítico se satisface o se excede están incluidos como parte de la misma crisis inflacionaria

Fuente: Reinhart y Rogoff (2008a).

### Cuadro 6 Fechas de las crisis económicas

Muestra núcleo, ingresos altos, 1960-2007				
País	Incumplimiento de la deuda externa	Crisis cambiaria	Crisis inflacionaria	Crisis bancaria
<b>Ingresos altos, OCDE</b>				
Alemania		84, 97, 99, 05		77-79
Australia		76, 82, 85, 97, 00	66, 75	89-92
Austria		05		
Bélgica		82, 05		
Canadá				83-85
Corea	98	66, 70, 75, 79-80, 97	74, 80-81	82, 85-88, 97-02
Dinamarca				87-92
España		67, 77, 82, 93, 05	77	77-85
Estados Unidos		69, 71, 75		84-91, 07

Cuadro 6 (continuación)  
 Fechas de las crisis económicas

Muestra núcleo, ingresos altos y medio-altos, 1960-2007				
País	Incumplimiento de la deuda externa	Crisis cambiaria	Crisis inflacionaria	Crisis bancaria
	Dentro de los tres años antes y después de la bonanza			
Finlandia		67, 92		91-94
Francia		76, 05		94-95
Grecia		76, 80, 83, 85-86, 90, 05	86, 90	91-95
Italia		76, 92, 05	74, 80	90-95
Noruega		82, 86		87-93
Nueva Zelanda		76, 80-82, 87, 89		87-90
Portugal		76, 77, 81-84, 05	74, 82-84	
Reino Unido		67, 75-76, 81-83, 93	75	74-76, 84, 91, 95, 07
Suecia		77, 82, 92, 05		91-94
<b>Ingresos altos, no OCDE</b>				
Hong Kong		83		82-86, 98
Singapur		97	73	82
<b>Ingresos medios-altos</b>				
Argentina	56-65, 82-93, 01-05	65-71, 74-91, 02	65-67, 71-92, 02	80-82, 95-96, 01-03
Brasil	83-94	65-71, 74-95, 99, 01-02	65-71, 74-95	85, 90, 94-97
Chile	65, 72, 74-75, 83-90	62-79, 82-85, 87, 89	62-80, 83, 85, 90-91	82-84
Costa Rica	81-90	74, 81, 87, 91, 95	74, 81-83, 88, 91-92, 95	87, 94-96
Hungría	41-67	93, 95-97	90-93, 95-96	91-95
Malasia		98		85-88, 97-01
Mauricio		79, 81, 83-84	79-81	
México	82-90, 95	76, 82-87, 89, 94-95, 99	76-77, 80-92, 95-96	81-82, 94-00
Panamá	83-96			88-89
Polonia	81-94	87-95	96-97, 99	91-95
Rumania	81-83, 86	73, 83, 90-01	90-02	90-99
Rusia	91-00	87-96, 98-99	93-97, 98-01	95, 98
Sudáfrica	85-87, 89, 93	67, 82, 84-85, 88, 96, 98, 00-01		77
Turquía	78-79, 82	71, 77-01	77-03	82-84, 94
Uruguay	83, 87, 90, 03	67-86, 70-72, 74-97, 01-02	64-96	81-84, 02
Venezuela	83-88, 90	84, 86, 89-96, 02-04	80, 83-88, 90, 95-97, 04-05	78-86, 93-94

### Cuadro 6 (continuación) Fechas de las crisis económicas

<b>Muestra núcleo, ingresos medio-bajos y bajos, 1960-2007</b>				
<b>Ingresos medios-bajos</b>				
Argelia	91-96	88-91, 94-95	91-95	90-92
Angola	85-03	66-73, 91-03	74-80, 91-05	92-97
Bolivia	80-84, 86-97	72, 79, 82-85, 87, 89	73-75, 79-86, 91	86-87, 94-97
Colombia		79-82, 85, 87-96	80-91, 95, 97-00	82-87, 98
China		84, 86, 89, 94	94	92-99
Ecuador	82-95, 99-00	71, 82-92, 95-00	74, 83-01	81, 84, 88, 91, 96-02
Egipto	83	79, 89-91, 01, 03	80, 86-87, 89-90, 92	81-83, 90-95
El Salvador		73,88	85-87, 90, 93	89
Filipinas	83-92	71, 83-84, 90, 97, 00	73-74, 84-85	81-87, 97-01
Guatemala	86,89	86, 89-90	86, 90-91	
Honduras	81-07	90, 93-94, 96	90-91, 94-97	
Indonesia	66-70, 98-00, 02	62-68, 78, 83, 86, 97-98, 00	60-68, 79, 98-99	92, 94, 96-02
Marruecos	83, 86-90	85		83-84
Nicaragua	83-07	79, 85-93	73, 79-92	87-96
Paraguay	68-69, 86-92, 03-04	84-86, 89, 92-93, 98-99, 01-02	74, 79-80, 84-91, 94	95-00
Perú	69, 76, 78, 80, 83-97	76-93, 98	75-94	83-90
República Dominicana	82-94, 05	85, 87-88, 90, 03-04	80, 84-85, 88-91, 03-05	
Sri Lanka	79, 81-83			89-93
Tailandia		84, 97, 00	74	80-87, 96-01
Túnez	79-82	74, 78, 86		
<b>Ingresos bajos</b>				
Costa de Marfil	83-98, 00-07	94	77, 79, 94	88-91
India	69, 72-76	67, 84, 88, 91, 93	73-74	93-98
Kenia	94-98, 00	76, 81-82, 89, 91-93, 99	84, 92-94	85-89, 92-95
Myanmar	02-07	75	66, 73-76, 88-98, 01-03, 06	96-03
Nigeria	87-94, 04-05	72, 81, 85-92, 99	75, 77, 81, 83-84, 88-89, 92-96	92-96
República Centroafricana	81, 83-07	94	94	76-82, 88-99
Zambia	83-94	83-86, 88-96, 98, 00	84-03	95
Zimbabue	00-07	82-84, 88-06	83-84, 91-06	95-06

Nota: se incluyen todas las crisis (por tipo) alrededor de las bonanzas. Las definiciones de crisis se presentan en el Cuadro 5.  
Fuentes: Reinhart y Rogoff (2008a) y las fuentes allí mencionadas.

El Cuadro 7 agrega estas probabilidades condicionales y no condicionales específicas de cada país, según tres grupos (todos los países, ingresos altos, e ingresos medios y bajos).

La prueba estadística para la igualdad entre dos proporciones,

$$Z = \frac{(p_1 - p_2)}{\left\{ P(1-P) \left[ \frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2} \right] \right\}^{1/2}}, \text{ donde } P = \frac{p_1 n_1 + p_2 n_2}{n_1 + n_2},$$

se calcula para cada par de probabilidades, donde  $n_1 = n_2 =$  número de observaciones en cada grupo. Los casos donde la diferencia en proporciones es significativamente diferente al 1% de confianza se muestran en el Cuadro 7 en cursiva.

**Cuadro 7**

¿Los episodios de bonanza son más propensos a las crisis?

Muestra núcleo, 1960-2007

Probabilidad de crisis (en porcentaje)	Incumplimiento de la deuda externa	Crisis cambiaria	Crisis inflacionaria	Crisis bancaria
<b>Ingresos altos</b>				
Condicionales a una bonanza (período de análisis de tres años)	0,2	9,5	2,6	11,9
No condicional	0,0	8,2	2,1	11,2
Diferencia	0,2	1,3	0,5	0,7
<b>Ingresos medios y bajos</b>				
Condicionales a una bonanza (período de análisis de tres años)	29,6	31,5	31,7	20,7
No condicional	21,0	22,7	23,5	14,3
Diferencia	8,6	8,8	8,2	6,4
<b>Todos los países</b>				
Condicionales a una bonanza (período de análisis de tres años)	22,2	25,8	24,2	18,4
No condicional	15,7	19,1	18,0	13,2
Diferencia	6,5	6,7	6,2	5,2

## Cuadro 7 (continuación)

¿Los episodios de bonanza son más propensos a las crisis?

Muestra núcleo, 1960-2007

Probabilidad de crisis (en porcentaje)	Incumplimiento de la deuda externa	Crisis cambiaria	Crisis inflacionaria	Crisis bancaria
<b>Porcentaje de los países para los cuales la probabilidad condicional es mayor que la no condicional</b>				
	42,2	65,6	59,4	60,9

Notas: el período de análisis grupa los tres años anteriores a los años de bonanza enumerados en el Cuadro 3, el año (o años si estos son consecutivos) de la bonanza y los tres años posteriores al episodio. Las cursivas denotan significancia en un nivel de confianza del 1%. Fuente: cálculos de los autores basados en Cuadros 3 y 4.

Los principales resultados se resumen de la siguiente manera. Para la muestra completa, la probabilidad de que cualquiera de las cuatro variedades de crisis, condicionales en una bonanza de flujos de capital, es significativamente más alta que la probabilidad no condicional. En otras palabras, la incidencia de una crisis financiera es más alta alrededor de una bonanza de flujos de capital. Sin embargo, separar los países de ingresos altos de los demás modifica el resultado general. En cuanto al grupo de ingresos altos, no hay diferencias sistemáticas entre las probabilidades condicionales y no condicionales.

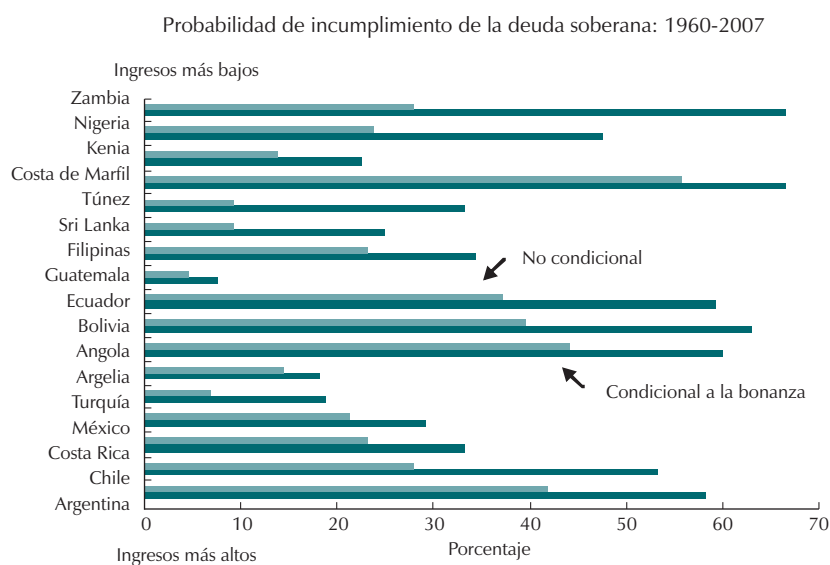
Estos resultados no son del todo sorprendentes porque los países de ingresos altos no dejan de pagar sus deudas soberanas durante el período en cuestión<sup>14</sup>. Dado que el umbral que define una crisis inflacionaria es del 20% anual, no es sorprendente que los países ricos casi nunca excedan este límite, tanto si están experimentando una bonanza de flujos de capital como si no. Es menos obvio, *a priori*, que no haya ningún aumento discernible en la probabilidad de una crisis bancaria o cambiaria para las economías avanzadas. La fila inferior del Cuadro 7 muestra la proporción de países para los cuales  $P(\text{Crisis}_i | \text{Bonanza}) \geq P(\text{Crisis}_i)$ , como un indicio adicional de lo común que es en los países que las bonanzas estén a un ambiente más propenso a las crisis. En cuanto al incumplimiento de los pagos de la deuda soberana, menos de la mitad de los países registran un aumento en las probabilidades de incumplimiento alrededor de una bonanza de flujos de capital. Es importante recordar que aproximadamente la tercera parte de los países en la muestra

<sup>14</sup> Sin embargo, hay bastantes casos donde las economías que ahora son avanzadas incumplieron sus pagos de la deuda en años anteriores (véanse Reinhart y Rogoff, 2008a, para una cronología completa de estos episodios).

núcleo son de ingresos altos. Para las crisis cambiaria, bancaria e inflacionaria, la mayoría de los países registran una propensión más alta a las crisis alrededor de los períodos de bonanza.

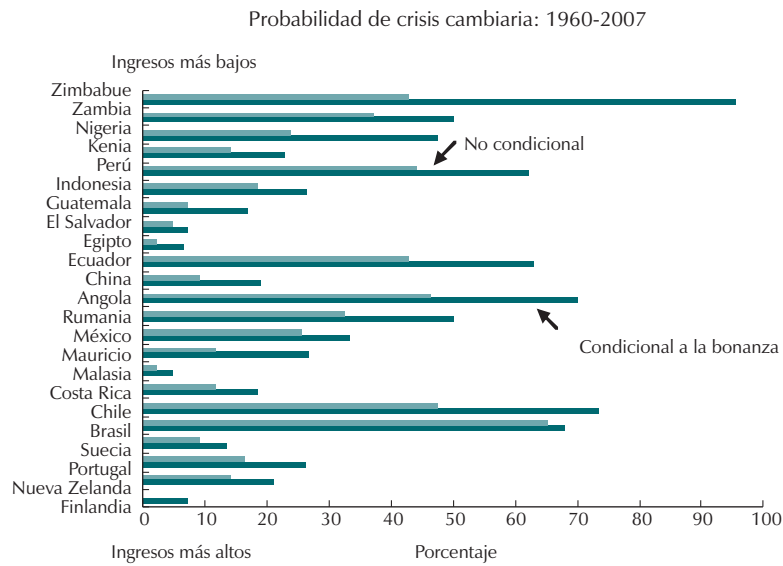
Más allá de los resultados agregados presentados en el Cuadro 7, los Gráficos 5 a 8 presentan una comparación de las probabilidades condicionales y no condicionales para países individuales, donde las diferencias en probabilidades de crisis fueron mayores, para las crisis de deuda, cambiaria, de inflación y bancaria, respectivamente. Por lo tanto, la lista de países varía de una figura a otra. Como se mencionó anteriormente, ningún país de ingresos altos aparece en el Gráfico 5 relativo a crisis de deuda. No se puede decir lo mismo de los Gráficos 6 a 8. A pesar de que las economías avanzadas registran probabilidades de crisis, condicionales y no condicionales, mucho menores que las economías con ingresos bajos, en varios casos la probabilidad de una crisis es más alta alrededor de los episodios de bonanza. Particularmente, Finlandia y Noruega registran una probabilidad mayor de crisis bancaria alrededor de un período de bonanza de flujos de capital, mientras que Grecia, Italia y el Reino Unido muestran una predisposición mayor a una crisis inflacionaria cuando hay bonanzas presentes.

**Gráfico 5**  
¿Hacen los episodios de bonanza que los países sean más propensos a las crisis? Incumplimiento de la deuda soberana: 66 países, 1960-2007



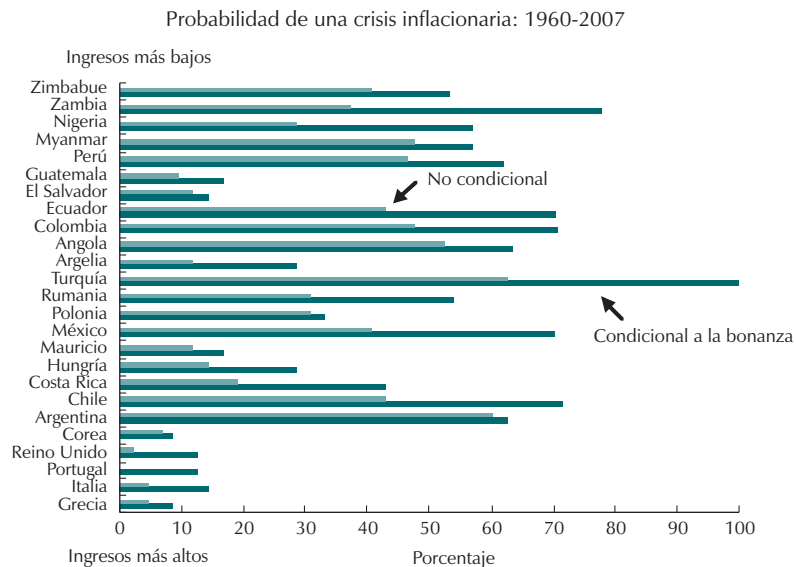
Fuentes: cálculos de los autores, Reinhart y Rogoff (2008a) y fuentes allí citadas.

**Gráfico 6**  
 ¿Hacen los episodios de bonanza que los países sean más propensos a las crisis? Crisis cambiarias: 66 países, 1960-2007



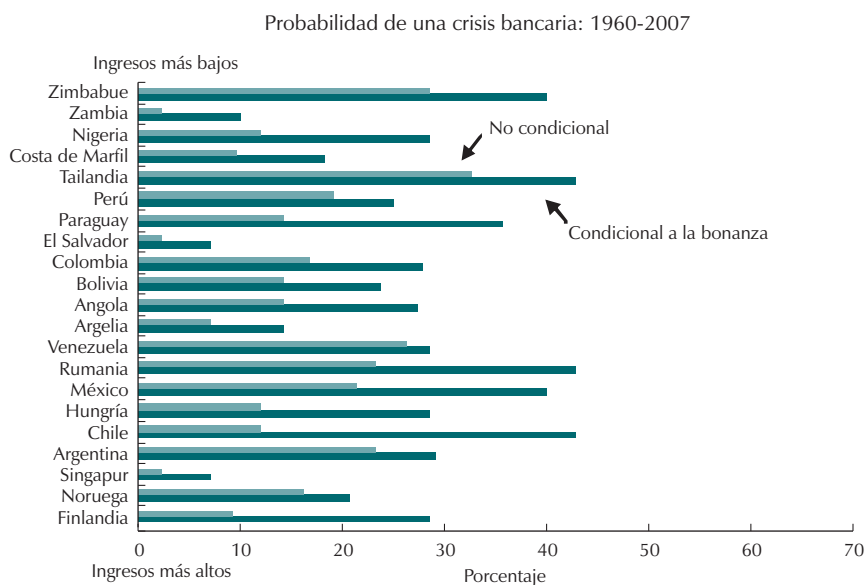
Fuentes: cálculos de los autores, Reinhart y Rogoff (2008a) y fuentes allí citadas.

**Gráfico 7**  
 ¿Hacen los episodios de bonanza que los países sean más propensos a las crisis? Crisis inflacionarias: 66 países, 1960-2007



Fuentes: cálculos de los autores, Reinhart y Rogoff (2008a) y fuentes allí citadas.

**Gráfico 8**  
 ¿Hacen los episodios de bonanza que los países sean más propensos a las crisis? Crisis bancarias: 66 países, 1960-2007



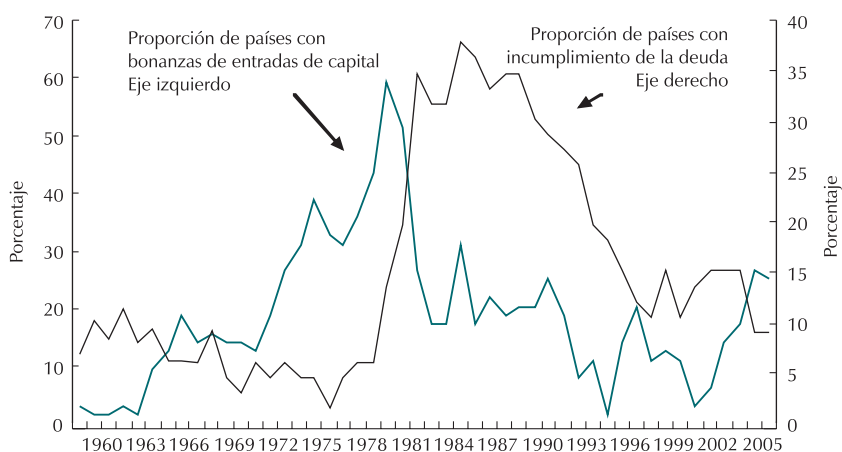
Fuentes: cálculos de los autores, Reinhart y Rogoff (2008a) y fuentes allí citadas.

## B. LAS BONANZAS COMO INDICADORES DEL INCUMPLIMIENTO DE LA DEUDA SOBERANA

Más allá de las comparaciones país por país descritas en la sección anterior, quisiéramos refinar más la relación entre las bonanzas y el incumplimiento de la deuda soberana. Como se discutió en Reinhart y Rogoff (2008a) en el contexto de la evidencia desde 1800 hasta 2007, hay una conexión íntima entre los flujos globales de capital (medidos anualmente en dólares de los Estados Unidos) y el incumplimiento (exactamente como está medido aquí, por la incidencia del incumplimiento de la deuda soberana). Una variación de esta relación se presenta en el Gráfico 9, en el cual se muestran la incidencia anual de las bonanzas de flujos de capital durante el período 1960-2007 para la muestra núcleo y la incidencia comparable de incumplimiento de la deuda soberana. La incidencia total es más alta y más variable que la que se ve en el Gráfico 1 para los 181 países, ya que la muestra núcleo está constituida predominantemente por países que tienen acceso a los mercados internacionales de capital y, en particular, a flujos privados. Una inspección rápida de este gráfico revela que la

incidencia de las bonanzas posiblemente anticipa la incidencia del incumplimiento de la deuda. Este patrón temporal parecería razonable a la luz del hecho de que históricamente las entradas de capital a países en desarrollo han sido flujos que predominantemente crean deuda<sup>15</sup>. Al continuar la bonanza, el apalancamiento (usualmente público y privado) aumenta<sup>16</sup>.

**Gráfico 9**  
 Bonanzas de flujos de capital como indicadores del incumplimiento de la deuda soberana: 66 países, 1960-2007



Fuentes: cálculos de los autores, Reinhart y Rogoff (2008a) y las fuentes allí citadas.

Para estudiar esta posibilidad formalmente, corrimos una serie de regresiones logísticas donde la variable dependiente es la probabilidad agregada o global de incumplimiento de la deuda soberana frente a la probabilidad agregada o global de una bonanza de flujos de capital, ya sea contemporánea o rezagada entre uno y seis años. Como en la sección anterior, esta forma funcional respeta el rango limitado de la variable dependiente. Estos resultados están resumidos en el Cuadro 8, a lo largo de las columnas para rezagos hasta de seis años. Como lo indican los resultados, el ajuste de la regresión mejora al aumentar los rezagos hasta seis años. El regresor de

<sup>15</sup> Es importante reiterar que la incidencia del incumplimiento de la deuda soberana durante el período de referencia se debe a los mercados emergentes.

<sup>16</sup> Basados en antecedentes históricos, es razonable esperar una posibilidad más alta de incumplimiento de la deuda soberana después de una bonanza, aun en los casos donde la deuda del gobierno no está aumentando. Esto es el resultado de que tarde o temprano el gobierno termina garantizando la deuda del sector privado.

**Cuadro 8**  
 Modelos logísticos para explicar la probabilidad de incumplimiento de la deuda  
 estimados con datos anuales desde 1967 hasta 2006

Participación de países con bonanzas de flujos de capital								
	Término Constante	Corriente	Rezago					
			1	2	3	4	5	6
Constante	-1,637	-1,526	-1,778	-1,989	-2,093	-2,211	-2,323	-2,345
	-14,2	-6,5	-7,7	-9,0	-10,0	-11,1	-12,6	-13,5
Bonanza		-0,005						
		-0,5						
			0,007					
			0,7					
				0,016				
				2,1				
					0,021			
					3,0			
						0,027		
						4,1		
							0,031	
							5,4	
								0,033
								6,0
Logaritmo de la función de verosimilitud	-148,1	-147,9	-147,8	-146,2	-144,3	-141,4	-137,4	-135,3
R <sup>2</sup>	0,000	0,008	0,014	0,091	0,173	0,284	0,413	0,471
QPS	1,921	1,906	1,895	1,747	1,589	1,375	1,129	1,018

Nota: el estadístico *t* está en cursiva.

Fuentes: cálculos de los autores y datos citados en el Cuadro A.3 del Anexo.

la bonanza es estadísticamente significativo a un nivel del 1%, para las regresiones donde el estadístico *t* aparece en cursiva. La especificación preferida (seis rezagos) produce un  $R^2$  cercano a 0,50. De manera similar, el estadístico *QPS* se reduce. Como en la discusión previa sobre los factores globales detrás de las bonanzas, se pretende que este ejercicio sea ilustrativo y no un modelo autónomo de incumplimiento de la deuda soberana. Vale la pena mencionar que esta serie de tiempo de incumplimiento de la deuda registra una correlación contemporánea con las tasas reales de interés

mundiales de 0,59 y se resalta que hay múltiples factores más allá de las bonanzas que determinan la probabilidad de una crisis de la deuda soberana. Estos resultados no serían desconocidos para el lector de Mendoza y Terrones (2008), quienes concluyen que no todos los auges de crédito terminan en crisis financieras, pero que la mayoría de las crisis en mercados emergentes estuvieron asociadas con auges de crédito.

### C. LAS BONANZAS Y LA VOLATILIDAD MACROECONÓMICA

Las crisis, como las bonanzas, son discretas, traumáticas y, en los países más estables, relativamente escasas. Sin embargo, otra posibilidad en la que las bonanzas de flujos de capital serían menos que una bendición podría ser cuando estos ataques de entradas de capital condujeran a un incremento general de la volatilidad macroeconómica, aun si ello no incrementara directamente las probabilidades de una crisis financiera.

Para entender este aspecto, desarrollamos algunos ejercicios sencillos que involucran las volatilidades del crecimiento real del PIB, la inflación de los precios al consumidor, y la proporción cuenta corriente-PIB. No sobra decir que esto es apenas un primer vistazo al entendimiento de los vínculos potenciales entre las bonanzas y la volatilidad macroeconómica.

Medimos la volatilidad como el sexagésimo sexto percentil del cambio anual absoluto en cada variable macroeconómica. El Cuadro 9 informa para la muestra completa las correlaciones simples por parejas entre la incidencia de las bonanzas de entradas de capital entre 1981 y 2007 y la volatilidad (como se describió anteriormente) del crecimiento real del PIB, la inflación, y la relación cuenta corriente-PIB. Para las tres variables, la correlación es positiva (variando desde un mínimo de 0,25 para la inflación hasta un máximo de 0,43 para el crecimiento real del PIB) y estadísticamente significativa. Por supuesto, este ejercicio no habla de la causalidad o de qué tan representativo es este vínculo “global” bonanza-volatilidad para países individuales.

#### Cuadro 9

Incidencia de las bonanzas y volatilidad: 181 países, 1980-2007

Correlación de la incidencia de bonanzas con la volatilidad de	
Crecimiento real del PIB	0,43
Inflación	0,25
Cuenta corriente/PIB	0,39

Nota: la volatilidad se mide como el sexagésimo sexto percentil del cambio anual absoluto en cada variable macroeconómica.  
Fuentes: *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional y cálculos de los autores.

## V. ANATOMÍA DE LOS EPISODIOS DE BONANZA

Los desarrollos macroeconómicos asociados con aumentos abruptos en las entradas de flujos de capital son una mezcla de evidencias anecdóticas de estudios de caso y de análisis más sistemáticos, los cuales, que nosotros sepamos, no tienen una definición estándar de lo que es un episodio de entradas de capital o una bonanza<sup>17</sup>. La evidencia colectiva de esta literatura sugiere que las entradas de capital con mayor frecuencia se asocian tanto a un deterioro en la cuenta corriente como a una acumulación de las reservas internacionales, aparentemente debido al esfuerzo persistente del banco central para evitar o mitigar la tendencia a una apreciación de las tasas de cambio nominal y real, que usualmente va de la mano con la entrada de capitales<sup>18</sup>. Como Calvo, Leiderman, y Reinhart (1993) documentan, las presiones para la apreciación de la tasa de cambio se derivan tanto de un aumento en la demanda de los activos locales (lo cual puede o no conducir a un auge de los precios de los activos o una burbuja) como de un incremento en la demanda agregada de bienes transables y no transables. Siempre que la oferta de bienes no transables no sea perfectamente elástica, el precio relativo de los bienes no transables se incrementa (es decir, una apreciación de la tasa de cambio real).

En un intento por analizar el comportamiento cíclico de la política fiscal en economías de mercado avanzadas y en mercados emergentes, Kaminsky, Reinhart, y Végh (2005) presentan evidencia del fenómeno de “las desgracias no vienen solas” (*when it rains, it pours phenomenon*) para los mercados emergentes; es decir, que los componentes cíclicos del PIB, de los flujos netos de capital y del gasto fiscal real se refuerzan entre sí. Los períodos de ciclos de grandes entradas de capital están asociados a una expansión del gasto real del gobierno; la política fiscal es procíclica en relación con el producto y con las entradas de capital.

Algunas de estas tendencias macroeconómicas, en particular el deterioro de la cuenta corriente, la apreciación de las tasas de cambio real y el alza de los precios de los activos, con frecuencia están presentes en la víspera de las crisis cambiarias y banca-

---

17 Véanse Reinhart y Reinhart (1998) para una explicación de los hechos estilizados y las referencias allí citadas.

18 Véanse Reinhart y Reinhart (2008) para evidencia del “miedo a flotar” o, en el contexto reciente, miedo a una apreciación.

rias (Kaminsky y Reinhart, 1999), y de paradas súbitas (Edwards, 2004 y 2007). En lo que resta de esta sección ampliaremos dichas comparaciones.

#### A. CRECIMIENTO, INFLACIÓN Y LA CUENTA CORRIENTE

Las bonanzas de flujos de capital, así como las paradas súbitas, las reversiones de la cuenta corriente y las crisis financieras, tienen sus propios rasgos particulares. Sin embargo, estos episodios también tienen un denominador común que traspasa las fronteras nacionales y temporales, el cual explotamos abriendo un período amplio de comparación. Existe la posibilidad de que haya patrones recurrentes en estos episodios de bonanza que nos interesa descubrir.

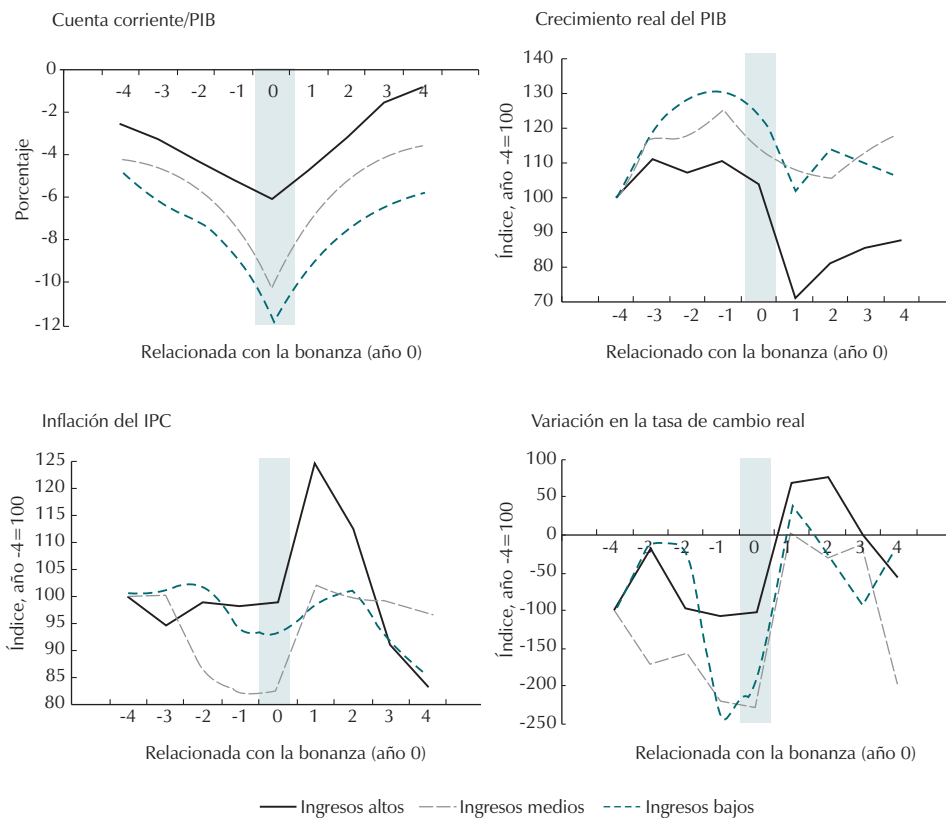
Nuestra estrategia consiste en examinar el comportamiento de los indicadores macroeconómicos y financieros claves en los períodos anteriores y posteriores a los episodios identificados de bonanza, comenzando con el “gran panorama”. El Gráfico 10 presenta cuatro paneles que muestran medianas a través de episodios en el período 1980-2007 para indicadores macroeconómicos claves: crecimiento real del PIB, inflación, balance en cuenta corriente respecto al PIB, y tasa de cambio real. Trazamos cada serie entre cuatro años antes (-4) de la bonanza (año 0) hasta cuatro años después (4). A causa de la enorme diversidad en nuestra muestra de 181 países, las medianas están trazadas de manera separada para países de ingresos altos, medios y bajos (denotados en el gráfico por líneas continuas, discontinuas y punteadas, respectivamente). De acuerdo con los hallazgos de varios artículos sobre reversiones de la cuenta de capital y paradas súbitas, la evolución promedio del balance de la cuenta corriente respecto al PIB (panel superior izquierdo) tiene claramente forma de “V”, con un deterioro de la cuenta corriente en el año de la bonanza y una mejora consistente de ahí en adelante. Hay que tener en cuenta que esto no es un artificio de nuestros criterios de selección. No escogemos grandes cambios, solo grandes niveles. Los déficits en cuenta corriente son, en promedio, más grandes para los países de ingresos bajos y más pequeños para las economías avanzadas, lo cual es consistente con la evidencia reportada anteriormente sobre los valores límites. La evolución de la tasa de cambio real (panel superior derecho) muestra que hay una apreciación acumulada (una disminución denota una apreciación) hasta el año de la bonanza y una aguda depreciación después. El análisis de Goldfajn y Valdes (1999) presenta evidencia convincente de que en la gran mayoría de los casos la apreciación real acumulada se deshace a través de una depreciación nominal rápida (quizás a través de una crisis cambiaria), más que a través de un ajuste de precios hacia la baja.

**Gráfico 10**  
**Crecimiento, inflación, cuenta corriente y tasa de cambio real alrededor de las bonanzas: 181 países, 1980-2007**

Los ajustes macroeconómicos alrededor de las bonanzas de capital-gasto  
 181 países por grupo de ingresos, 1980 a 2007

Variables macroeconómicas seleccionadas en el año  
 de una bonanza, mediana, porcentaje

	Grupos de ingresos		
	Bajos	Medios	Altos
Cuenta corriente/PIB	-11,5	-10,1	-6,0
Crecimiento real del PIB	4,6	4,2	3,4
Inflación del IPC	9,8	7,3	3,4
Variación de la tasa de cambio real	-1,9	-1,2	-0,8



Fuentes: *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional (abril de 2008) y cálculos de los autores.

El crecimiento del PIB se eleva al entrar en la bonanza pero luego se torna lento, ajustándose apenas a la tasa de crecimiento anterior a la bonanza para países de ingresos medios y bajos, y a una tasa de crecimiento notablemente más baja para las economías de ingresos altos. En cuanto a la inflación, la trayectoria es tan diversa a través de los tres grupos de ingresos que es imposible llegar a una conclusión con relación a un patrón de comportamiento fijo durante los episodios de bonanza. Esto sugiere que los esfuerzos de los bancos centrales para anclar las expectativas son más importantes que la etapa del ciclo de flujos de capital.

Esta asociación también se mantiene al considerar los países en forma individual. El Gráfico 11 compara, por medio de diagramas de dispersión, el crecimiento real del PIB y el desempeño de la inflación para el año antes y el año después de la bonanza. Las observaciones por encima de la línea de 45 grados indican que el crecimiento (la inflación) es más alto un año después de la bonanza que antes del episodio; lo contrario es cierto para las observaciones por debajo de la diagonal. En conjunto, estos diagramas de dispersión confirman que para la mayor parte (63% de los episodios) el crecimiento es más bajo después del auge de entradas de capital, mientras que para la inflación ningún patrón claro emerge.

La información ilustrada en el Gráfico 12 para los 66 países, para el período más largo que se extiende desde 1960 hasta 2007, refleja la experiencia posterior a 1980; la cuenta corriente registra un patrón en forma de “V”, la inflación es considerablemente diferente para los países ricos y los no tan ricos, y el crecimiento real aumenta en el período anterior a la bonanza, pero empeora después, particularmente para los países de ingresos altos. Los beneficios del crecimiento acumulados durante la fase de bonanza resultan ser de corta duración.

## B. SECTOR EXTERNO: RESERVAS, TASAS DE CAMBIO Y COMERCIO

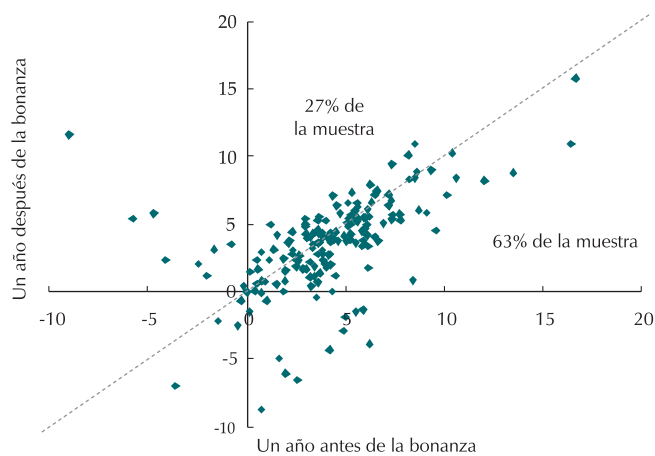
Hay una nueva literatura floreciente que trata de explicar por qué muchos países de mercados emergentes han estado amasando reservas internacionales a un paso sin precedentes. Algunos estudios han resaltado un motivo “precaución” en el cual los países acumulan reservas en los buenos tiempos para proveer liquidez en los tiempos difíciles, si fuera necesario<sup>19</sup>. El panel superior del Gráfico 13 deja en claro que no es nueva la práctica de acumular reservas, especialmente en países en desarrollo durante los años de entradas de capital (lo cual caracteriza la coyuntura actual para muchos mercados emergentes), como lo muestran los episodios descritos en este

<sup>19</sup> Véanse, por ejemplo, Bastourre, Carrera e Ibarlucia (2008), y Carrol y Jeanne (2008).

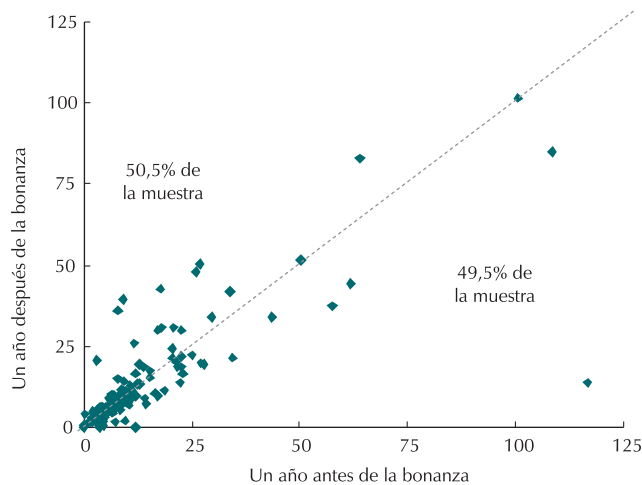
**Gráfico 11**  
**Antes y después, Crecimiento e inflación alrededor de las bonanzas:**  
**181 países, 1980-2007**

Experiencia por país en el año anterior y el año siguiente a una bonanza de flujos de capital. Porcentaje, 181 países, 1980-2007

Crecimiento real del PIB



Inflación

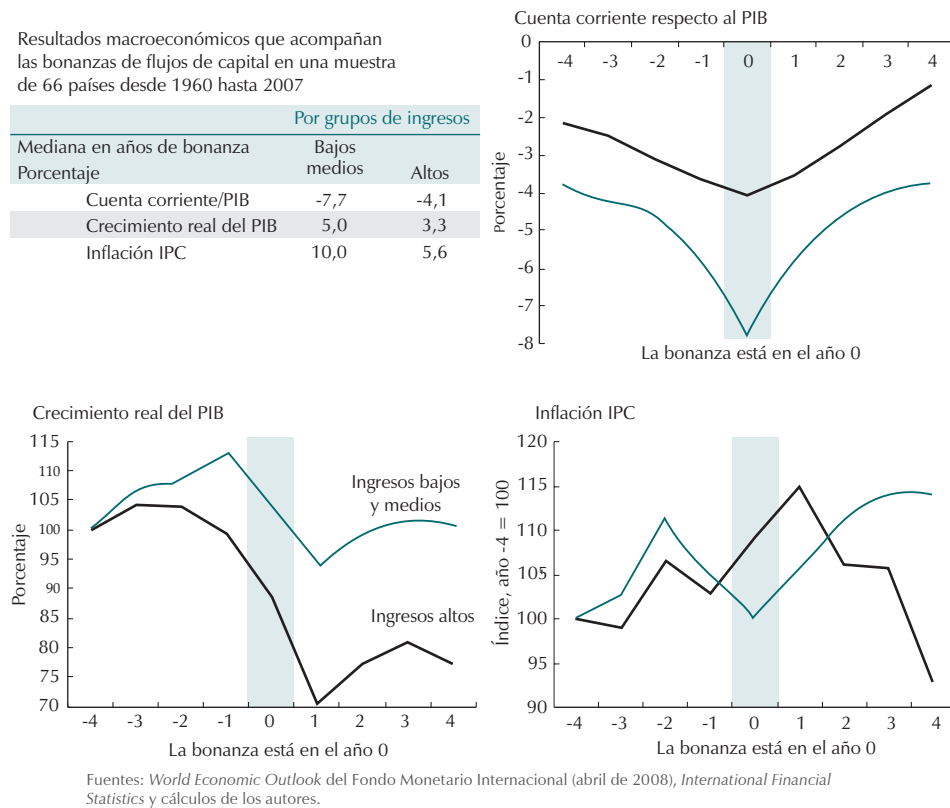


Fuentes: *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional (abril de 2008) y cálculos de los autores.

### Gráfico 12 Crecimiento, inflación y cuenta corriente alrededor de las bonanzas: 66 países, 1960-2007

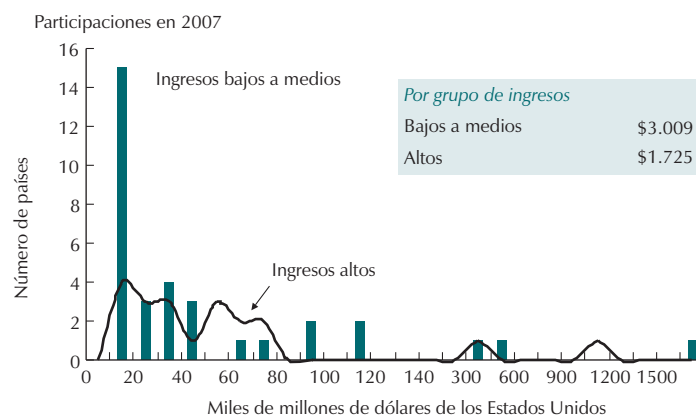
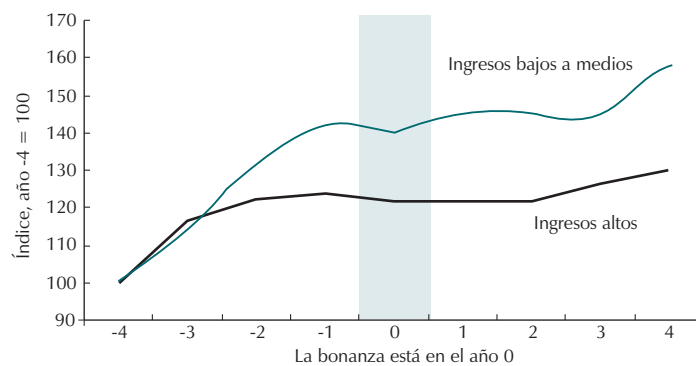
Resultados macroeconómicos que acompañan las bonanzas de flujos de capital en una muestra de 66 países desde 1960 hasta 2007

Mediana en años de bonanza	Por grupos de ingresos	
	Bajos medios	Altos
Porcentaje		
Cuenta corriente/PIB	-7,7	-4,1
Crecimiento real del PIB	5,0	3,3
Inflación IPC	10,0	5,6



gráfico, que cubre desde 1960 hasta el presente. La renuencia a permitir una apreciación sostenida de la tasa de cambio nominal o real es una constante que ha resistido la prueba del tiempo en mercados emergentes. Las tendencias a nadar contra la corriente son rara vez más pronunciadas que cuando hay una bonanza de entradas de capital en proceso. El incremento del 40% y más en las reservas durante el período que precede la bonanza no es un cambio insignificante para los países de ingresos medios y bajos, que a partir de 2007 tenían cerca de dos veces más en reservas que los países de ingresos altos (panel inferior).

**Gráfico 13**  
Reservas internacionales que acompañan las bonanzas de flujos de capital en una muestra de 66 países de 1960 a 2007



Fuentes: *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional y cálculos de los autores.

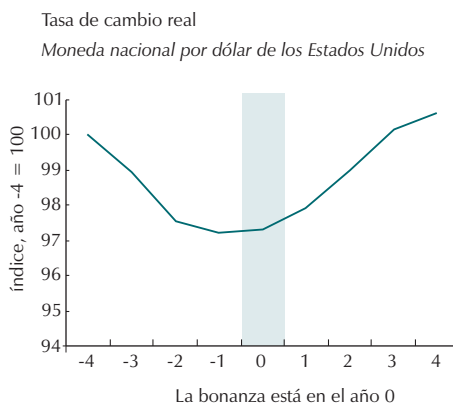
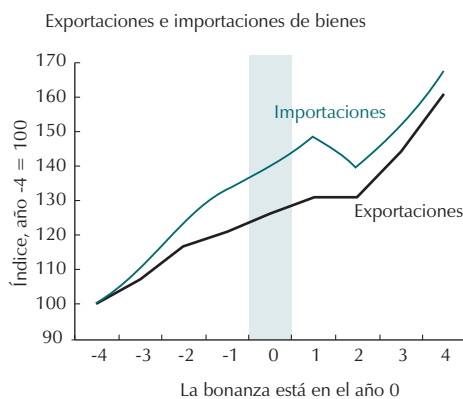
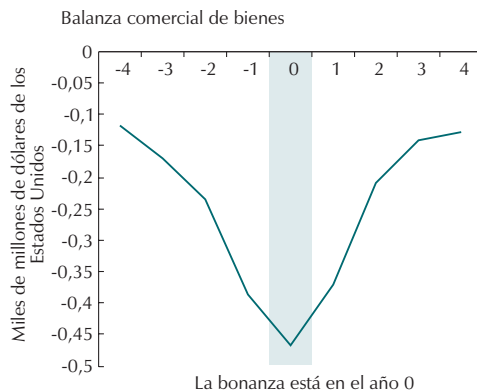
No nos sorprende mucho el Gráfico 14, el cual muestra las mismas curvas para los indicadores externos (balanza comercial, exportaciones, importaciones, y tasa de cambio real) para la muestra de 66 países. La balanza comercial sigue el mismo camino de la cuenta corriente, ya que las importaciones se expanden más rápidamente que las exportaciones al comienzo de la bonanza. Al principio, la tasa de cambio real se aprecia y, posteriormente, se deprecia, en los años inmediatamente siguientes a la bonanza de flujos de capital. La única evidencia adicional revelada por el Gráfico 14 es que la depreciación real que se muestra en el panel inferior derecho es notablemente más suave que la que se muestra en el Gráfico 10 para el promedio de los 181 países después de 1980; posiblemente, esta diferencia puede reflejar que las crisis son más severas (Kaminsky y Reinhart, 1999) y las reversiones más agudas

(Eichengreen y Adalet, 2005) en el período más reciente o que la inclusión en la muestra más larga de los países de ingresos bajos agrega volatilidad.

**Gráfico 14**  
**Indicadores externos y bonanzas: 66 países, 1960-2007**

Comercio de bienes que acompañan las bonanzas de flujos de capital en una muestra de 66 países desde 1960 a 2007

Mediana en los años de bonanza miles de millones de dólares de los Estados Unidos	Por grupos de ingresos	
	Bajos medios	Altos
Exportaciones	3,5	33,8
Importaciones	-4,2	-40,4
Balanza comercial	-0,5	-1,9



Fuentes: *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional (abril de 2008), *International Financial Statistics* y cálculos de los autores.

### C. POLÍTICA FISCAL: AMPLIFICADORA O ESTABILIZADORA

Administrar incrementos repentinos en los flujos de entradas de capital plantea retos políticos nada triviales, en particular si estas entradas son persistentes y/o si los órdenes de magnitud son asombrosos. Estos desafíos de política se discuten detalladamente en Reinhart y Reinhart (1998), en donde también se presentan ejemplos. Las respuestas de política pueden mitigar los aspectos negativos de las bonanzas de flujos

de capital (debe recordarse que en la sección anterior se concluyó que las bonanzas están históricamente asociadas a una probabilidad más alta de crisis financieras) o amplificar sus tendencias más preocupantes. Con más frecuencia de lo que se cree, la mala administración de los episodios de bonanzas de flujos de capital- auge de los precios de los productos básicos (*véase* Cuddington, 1989) tiene su origen en la premisa de las autoridades según la cual los “buenos tiempos” son permanentes y, como tales, pueden dar lugar a una expansión permanente del gasto fiscal real. Esta es la esencia de la prociclicidad fiscal, que ha sido documentada por Gavin y Perotti (1997) y por Kaminsky, Reinhart y Végh (2004) (o KRV en adelante).

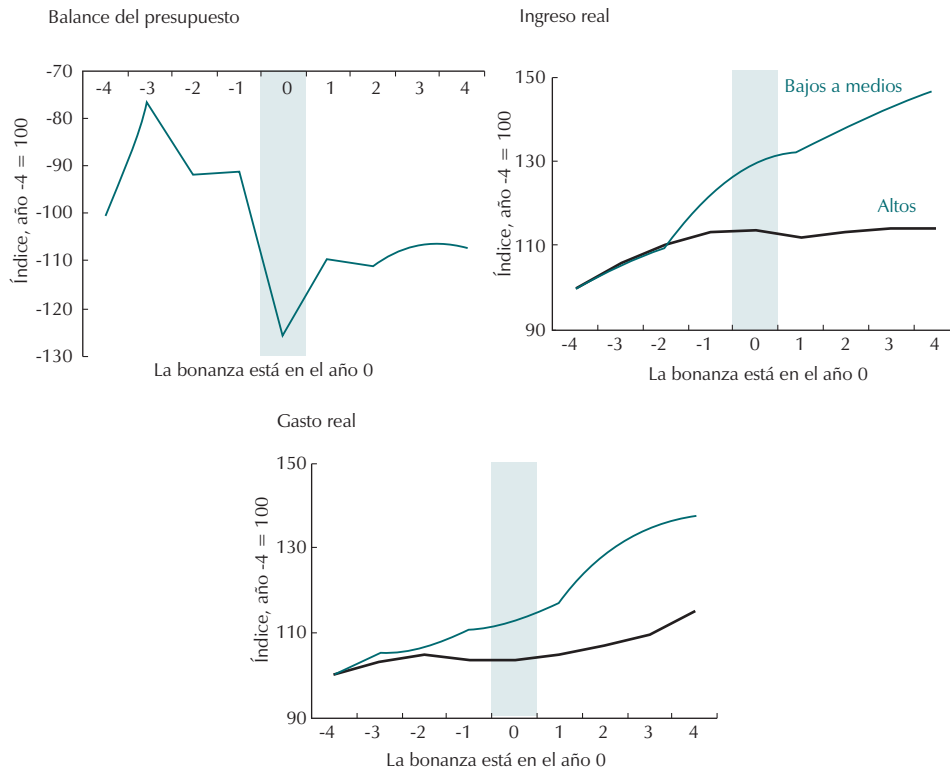
En un formato que permite hacer comparaciones, el Gráfico 15 presenta la evolución del gasto real del gobierno y de sus ingresos, así como del balance fiscal (con todos los indicadores indexados al nivel que tenían cuatro años antes de la bonanza). Este patrón procíclico que se encuentra profundamente arraigado en el comportamiento fiscal de los países de ingresos medios o bajos emerge inequívocamente de los tres paneles que conforman este gráfico. El gasto del gobierno de los dos años anteriores al de la bonanza aumenta en cerca del 20% en términos reales en un período en el cual el crecimiento se acelera tal como se discutió anteriormente. A pesar de que los ingresos del gobierno crecen más rápido que los gastos, el balance fiscal se deteriora notablemente durante el año de la bonanza. Este deterioro se materializa debido a que mientras los ingresos están creciendo más rápidamente, lo hacen desde una base más baja que los gastos cuatro años antes de la bonanza. La facilidad con la que se gasta durante la fase de auge y el asociado deterioro del balance fiscal crean las condiciones para un ajuste fiscal “no voluntario” cuando se inicia la fase de desaceleración económica. Por lo tanto, como lo ilustran Kaminsky, Reinhart y Végh (2004), la magnitud de la oscilación mostrada por el gasto fiscal real durante el ciclo de auge a recesión puede llegar a ser hasta de 25 a 35 puntos porcentuales (como en los casos de Uganda y Liberia, respectivamente)<sup>20</sup>.

---

20 Para tener claridad, la amplitud de la variación es calculada como el crecimiento porcentual en el gasto real del gobierno durante una expansión menos el crecimiento del gasto del gobierno durante las épocas de recesión. En el caso de un gobierno extremadamente procíclico, el gasto real crecería durante las épocas buenas (como se ilustra en el Gráfico 15) tal vez en un 15%, y en recesiones se contraería cerca del 10%. Entonces, la amplitud de la variación total durante el ciclo de negocios sería de 25%.

### Gráfico 15 Indicadores fiscales y bonanzas: 66 países, 1960-2007

Resultados reales del presupuesto del gobierno central que acompañan las bonanzas de flujos de capital en una muestra de 66 países desde 1963 hasta 2007



Fuentes: *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional (abril de 2008), *International Financial Statistics*, *Government Financial Statistics* y cálculos de los autores.

Kaminsky, Reinhart y Végh (2004) clasifican la propensión del gobierno a la prociclicidad mediante dos medidas: la correlación entre el componente cíclico del PIB real y el gasto fiscal real (si este es positivo, implica prociclicidad) y la amplitud de la oscilación en el gasto real (tal como ya se describió). Utilizando estos dos indicadores, se llevó a cabo un ejercicio sencillo con el fin de comprender mejor la conjetura plausible de que la naturaleza procíclica del comportamiento del gasto del gobierno podría explicar por qué las probabilidades de una crisis financiera se incrementan alrededor de bonanzas de flujos de capital, como se ilustró en la sección anterior. Con base en un estudio que incluía numerosos países, correlacionamos la diferencia entre la probabilidad condicional,  $P(\text{Crisis}_i / \text{bonanza})$ , y la probabilidad no condicional,  $P(\text{Crisis}_i)$ , para cada uno de los cuatro tipos de crisis (tal como se muestra en los

Gráficos 5 a 8 para los países seleccionados) y las dos medidas Kamisky, Reinhart y Végh de prociclicidad fiscal (una a la vez). Las ocho correlaciones fueron positivas variando de 0,25 a 0,46; seis de las correlaciones fueron estadísticamente significativas. Los resultados de estos ejercicios preliminares son, por lo tanto, consistentes con nuestra conjetura acerca del papel desestabilizador de la política fiscal alrededor de las bonanzas de flujos de capital.

#### D. MERCADO DE ACTIVOS

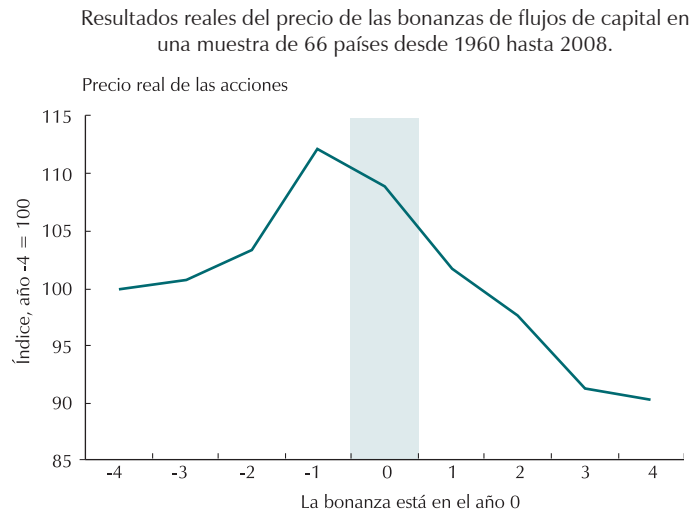
Los últimos indicadores que examinamos alrededor de los períodos de bonanza son los precios de los activos, específicamente, el precio real de las acciones para los 66 países de la muestra y el precio real de la vivienda para un subconjunto de 18 países de ingresos altos durante el período 1970-2007. Se han presentado debates y alguna evidencia anecdótica que sugieren que hay un auge en el precio de los activos durante algunas bonanzas de entradas de capital famosas (como en Calvo, Izquierdo y Talvi, 2003). Tal fenómeno parece razonable debido a que las entradas de capital representan una mayor demanda, por parte del resto del mundo, de los activos de un país particular, lo cual incluiría las acciones y la finca raíz. Con respecto a los precios de los activos y las crisis, uno no puede leer a Kindleberger (1989) sin establecer un fuerte vínculo entre los dos.

Kaminsky y Reinhart (1999) presentan evidencia que sugiere que las burbujas de los precios de las acciones están sistemáticamente presentes en la víspera de las crisis bancarias y, de hecho, ellas son un buen indicador líder de las crisis. Reinhart y Rogoff (2008b) presentan evidencia de que los precios reales de la vivienda tuvieron un auge en la víspera de la peor crisis bancaria en economías emergentes después de la Segunda Guerra Mundial.

Los Gráficos 16 y 17 sugieren un vínculo entre las bonanzas de entradas de capital, el auge de los precios de los activos y las crisis financieras. Para ambos mercados de activos (para acciones en el Gráfico 16 y para vivienda en el Gráfico 17), hay un notorio aumento de precios ajustados por la inflación que llega a su punto más alto durante el tiempo de bonanza, seguido por un descenso sostenido durante los cuatro años siguientes a ella. Al tomar conjuntamente las pruebas sobre una mayor probabilidad del incumplimiento de la deuda soberana en particular (y otros tipos de crisis financieras en general), la disminución del ritmo de crecimiento del PIB real y el descenso prolongado del valor de los activos que siguen a una bonanza de capital,

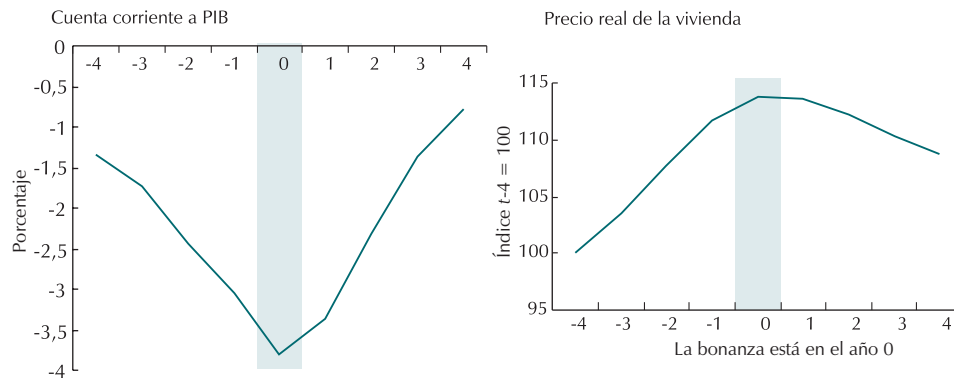
las correcciones rápidas de los déficits gemelos (cuenta corriente y fiscal) observadas después de la bonanza podrían ser probablemente un asunto de necesidad más que de elección.

**Gráfico 16**  
Precios de las acciones y bonanzas: 66 países, 1960-2008



Fuentes: *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional (abril de 2008), *International Financial Statistics* y cálculos de los autores.

**Gráfico 17**  
Precios de la vivienda y bonanzas: 18 economías avanzadas, 1970-2006



Fuentes: *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional (abril de 2008), *International Financial Statistics* y cálculos de los autores.

## VI. CONCLUSIÓN

Las conversaciones que giran alrededor de los ajustes financieros internacionales a veces se asemejan a las escenas culminantes de ciertas películas de crímenes, en las cuales el villano atrae al héroe hacia un salón de los espejos: no es claro cuál es la acción original y cuál es su reflejo, de tal forma que la izquierda puede ser la derecha, o viceversa. Invariablemente, la meta inicial resulta ser el espejo. En las finanzas internacionales, el superávit de la cuenta corriente de un país puede corresponder al déficit de muchos países y un superávit se refleja en un déficit de la cuenta de capital. En consecuencia, la abundante literatura que existe sobre el ajuste internacional se superpone en un grado significativo, aun cuando los estudios adoptan criterios de selección diferentes para determinar lo que constituye un evento.

Nosotros hemos adoptado el enfoque de volver a los principios básicos para entender algunas de las características de los episodios en los que ocurren afluencias grandes de capital, las cuales, dada una contabilidad por partida doble, usualmente han significado períodos de grandes déficits de la cuenta corriente para los estándares históricos. Al enfocarnos directamente en la perspectiva del destinatario de las entradas de capital (sin importar el lugar ni qué tan pobre o rico sea el país), nuestro análisis no se extiende a asuntos que conciernen a los países prestamistas o al argumento más amplio, y que en este momento goza de popularidad, del desequilibrio global. Casi todas las áreas que hemos mencionado, tanto acerca de las causas como de las consecuencias de las bonanzas, merecen un mayor escrutinio, particularmente en cuanto a los vínculos que existen entre los precios de los activos, las burbujas, las crisis y los flujos de capital.

En cuanto a las respuestas de política a las bonanzas de entradas del capital, nuestro análisis ha guardado silencio en todas las dimensiones, excepto una; a saber, nosotros presentamos evidencia sobre la reacción procíclica y desestabilizadora de la política fiscal (especialmente del gasto del gobierno) a las bonanzas de flujos del capital en casi todos los países, excepto los de ingresos altos<sup>21</sup>. La política fiscal expansionista se despliega en un escenario de mayor crecimiento del producto y de los ingresos del gobierno asociados con la bonanza. Es razonable conjeturar que estas prácticas de

---

<sup>21</sup> Es importante recordar que hay una asociación positiva entre el grado de prociclicidad fiscal y el incremento de la probabilidad de una crisis financiera alrededor de las bonanzas de flujos de capital.

gasto del gobierno en los “buenos tiempos” preparan las condiciones para un patrón de múltiples décadas de incumplimiento de la deuda en serie.

Durante los últimos años, las tasas de interés internacional han permanecido bajas (para su estándar histórico), y las tasas de interés real se han tornado negativas, de manera sostenida por primera vez desde finales de la década de los setenta. El precio de los productos básicos se ha incrementado. Una vez más, los inversionistas de los centros financieros del mundo están tropezando en su eterna búsqueda de rendimientos más altos en los mercados emergentes y en otras inversiones de más alto riesgo. Desde la perspectiva de un mercado emergente, el escenario exterior durante los últimos años puede ser caracterizado como “benigno”. Sin embargo, desde 2007, 85% de los países que conforman el núcleo de nuestra muestra registraron incrementos en los gastos reales del gobierno. Tal vez, una vez más las autoridades consideran que el ambiente global favorable es permanente. En su totalidad, dos tercios de los 181 países incluidos por el Fondo Monetario Internacional en la última edición del *World Economic Outlook* registraron una inflación más alta en 2007 que en 2006. Además, una proporción igual registró una inflación aún más alta al final del año 2007 que la calculada con base en el promedio anual, apuntando a registros aún más altos para el año 2008. Si esto es lo que se espera en los buenos tiempos, cuando abundan las bonanzas de capital, tal vez ha llegado el momento de volver a leer a Kindleberger.

## REFERENCIAS

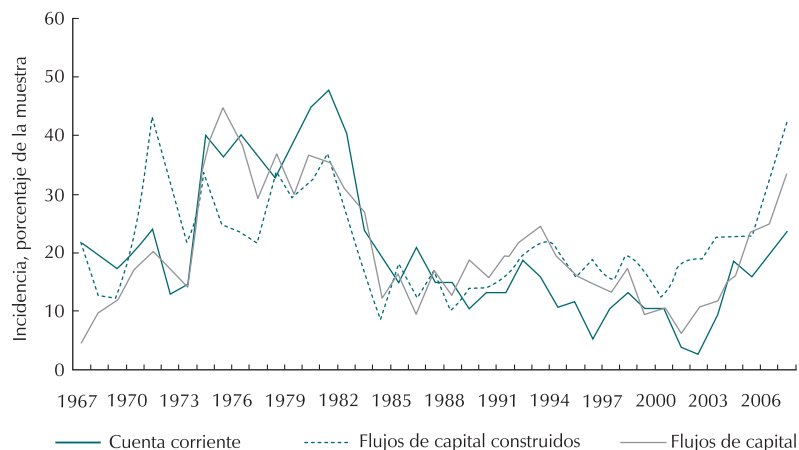
1. Alfaro, L.; Kalemli-Ozcan, S.; Volosovych, V. "Why Doesn't Capital Flow From Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 90, num. 2, pp. 347-368, May 2008.
2. Bastourre, D.; Carrera, J.; Ibarlucia, J. "What is Driving Reserve Accumulation? A Dynamic Panel Approach", mimeograph, Central Bank of Argentina, March 2008.
3. Bosworth, B. P. *Saving and investment in a global economy*, Washington, DC, The Brookings Institution, 1993.
4. Boughton, J. "Commodity and Manufactures Prices in the Long Run", *International Monetary Fund Working Paper*, num. 91/47, May 1991.
5. Calvo, G. A. "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops", *Journal of Applied Economics*, vol. 1, num. 1, pp. 35-54, 1998.
6. Calvo, G. A.; Izquierdo, A.; Loo-Kung, R. "Relative Price Volatility Under Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheet Effects", *Journal of International Economics*, vol. 69, num. 1, pp. 231-254, June 2006.
7. Calvo, G. A.; Izquierdo, A.; Mejía, L. F. "On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheet Effects", *NBER Working Paper*, num. 10520, 2004.
8. Calvo, G. A.; Izquierdo, A.; Talvi, E. "Sudden Stops, the Real Exchange Rate, and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons", *NBER Working Paper*, 2003.
9. Calvo, G. A.; Leiderman, L.; Reinhart, C. M. "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", *IMF Staff Papers*, vol. 40, num. 1, pp. 108-151, March 1993.
10. Calvo, G. A.; Talvi, E. "Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America: Learning From Argentina and Chile", *NBER Working Paper*, num. 11153, February 2005.
11. Carroll, C.; Jeanne, O. "A Tractable Model of Precautionary Reserves or Net Foreign Assets", mimeograph, Johns Hopkins University, May 2008.
12. Chuhan, P.; Claessens, S.; Mamingi, N. "Equity and Bond Flows to Asia and Latin America; The Role of Global and Country Factors", *Journal of Development Economics*, num. 55, 1998.
13. Claessens, S.; Oks, D.; Polastri, R. "Capital Flows to Central and Eastern Europe and Former Soviet Union", *Working Paper*, November 1998.
14. Cuddington, J. "Commodity Export Booms in Developing Countries", *World Bank Research Observer*, vol. 4, pp. 143-165, 1989.
15. Diaz-Alejandro, C. "Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19, num. 1/2, pp. 1-24, February 1985.
16. Diebold, F. X.; Rudebusch, G. D. "Measuring Business Cycles: A Modern Perspective", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 78, num. 1, pp. 67-77, 1989.
17. Dooley, M.; Fernández-Arias, E.; Kletzer, K. "Recent Private Capital Inflows to Developing Countries: Is the Debt Crisis History?", *World Bank Economic Review*, vol. 10, num. 1, pp. 27-49, January 1996.
18. Edwards, S. "Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals, and Sudden Stops", *IMF Staff Papers*, vol. 51, pp. 1-50, 2004.
19. Edwards, S. "The End of Large Current Account Deficits, 1970-2002: Are There Lessons for the United States?", *The Greenspan era: Lessons for the future*, Kansas City, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 205-268, 2005.
20. Edwards, S. "Capital Controls, Sudden Stops and Current Account Reversals", in Sebastian Edwards (Ed.), *Capital controls and capital flows in emerging economies: Policies, practices, and consequences*, Chicago, Chicago University Press for the NBER, pp. 73-113, 2007.

21. Eichengreen, B.; Adalet, M. "Current Account Reversals: Always a Problem?", *NBER Working Paper*, num. 11634, September 2005.
22. Federal Reserve Bank of Kansas City. *The U.S. dollar – Recent developments, outlook, and policy options*, Kansas City, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1985.
23. Fernández-Arias, E.; Montiel, P. J. "The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview", *The World Bank Economic Review*, vol. 10, num. 1, pp. 51-77, 1996.
24. Frankel, J. "The Effect of Monetary Policy on Real Commodity Prices", in John Campbell (Ed.), *Asset prices and monetary policy*, Chicago, University of Chicago Press, 2006.
25. Frankel, J. "Getting Carried Away: How the Carry Trade and Its Potential Unwinding Can Explain Movements in International Financial Markets", mimeograph, Harvard University, November 2007.
26. Frankel, J. "An Explanation for Soaring Commodity Prices", in VoxEU, retrieved from <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1002>, March 25, 2008a.
27. Frankel, J. "Monetary Policy and Commodity Prices", in VoxEU, retrieved from <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1178>, May 29, 2008b.
28. Frankel, J. A. and A. K. Rose. "Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators". *NBER Working Paper*, No. 5437, 1996.
29. Freund, C.; Warnock, F. "Current Account Deficits in Industrial Countries: The Bigger They Are the Harder They Fall", *NBER Working Paper*, No. 11823, 2005.
30. Gavin, M.; Perotti, R. "Fiscal Policy in Latin America", *NBER macroeconomics annual*, Cambridge, Mass., MIT Press, pp. 11-61, 1997.
31. Goldfajn, I.; Valdes, R. "The Aftermath of Appreciations", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, num. 1, pp. 229-262, February 1999.
32. Gourinchas, P. O.; Jeanne, O. *Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle*, April 2008.
33. Gourinchas, P. O.; Landerretche, O.; Valdes R. "Lending Booms: Latin America and the World", *NBER Working Paper*, num. 8249, April 2001.
34. Kaminsky, G. L.; Reinhart, C. M. "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *American Economic Review*, vol. 89, num. 3, pp. 473-500, 1999.
35. Kaminsky, G. L.; Reinhart, C. M.; Végh, C. A. "When It Rains, It Pours: Pro-cyclical Capital Flows and Policies", in M. Gertler and K. S. Rogoff (Eds.), *NBER macroeconomics annual 2004*, Cambridge, Mass., MIT Press, pp. 11-53, 2005.
36. Kindleberger, C. P. *Manias, panics and crashes: A history of financial crises*, New York, Basic Books, 1989.
37. Lane, P.; Milesi-Ferretti, G. M. "Capital Flows to Central and Eastern Europe", *Emerging Markets Review*, vol. 8, num. 2, pp. 106-123, 2007.
38. Lankes, H. P.; Stern, N. "Capital Flows to Eastern Europe and the Former Soviet Union", *European Bank for International Development Working Paper*, May 1998.
39. Lucas, R. "Why Doesn't Capital Flow From Rich to Poor Countries?", *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 80, num. 2, pp. 92-96, May 1990.
40. Mendoza, E. G.; Terrones, M. E. "An Anatomy of Credit Booms: Evidence From Macro Aggregates and Micro Data", *NBER Working Paper Series*, num. 14049, from <http://www.nber.org/papers/w14049>, May 2008.
41. Milesi-Ferretti, G. M.; Razin, A. "Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities", in P. Krugman (Ed.), *Currency crises*, University of Chicago Press, 2000.
42. Reinhart, C. M.; Reinhart, V. R. "Some Lessons for Policymakers Who Deal With the Mixed Blessing of Capital Inflows", in M. Kahler (Ed.),

- Capital flows and financial crises*, Ithaca, NY, Cornell University Press, pp. 93-127, 1998.
43. Reinhart, C. M.; Reinhart, V. R. "Capital Inflows and Reserve Accumulation: The Recent Evidence", *NBER Working Paper*, num. 13842, March 2008.
  44. Reinhart, C. M.; Rogoff, K. S. "Serial Default and the 'Paradox' of Rich-to-Poor Capital Flows", *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 94, num. 2, pp. 53-58, May 2004.
  45. Reinhart, C. M.; Rogoff, K. S. "This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises", *NBER Working Paper*, num. 13882, March 2008a.
  46. Reinhart, C. M.; Rogoff, K. S. "Is the 2007 U.S. Subprime Crisis So Different? An International Historical Comparison", *American Economic Review*, May 2008b.
  47. Sarno, L.; Taylor, M. "Moral Hazard, Asset Price Bubbles, Capital Flows, and the East Asian Crisis: The First Tests", *Journal of International Money and Finance*, vol. 18, num. 4, pp. 637-657, 1999.
  48. World Bank. *The road to financial integration: Private capital flows to developing countries*, Washington, DC, World Bank, 1997.

## ANEXO

**Gráfico A.1**  
 Comparación de las definiciones de bonanzas de flujos de capital: 66 países, 1960-2007



Fuentes: *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional y cálculos de los autores.

**Cuadro A.1**  
 66 Países, 1960-2007

Ingresos bajos (8)	Ingresos medio-bajos (20)	Ingresos medio-altos (16)	Ingresos altos (22)
Costa de Marfil	Argelia	Argentina	Alemania
India	Angola	Brasil	Austria
Kenia	Bolivia	Chile	Australia
Myanmar	China	Costa Rica	Bélgica
Nigeria	Colombia	Hungría	Canadá
República Centroafricana	Ecuador	Malasia	Corea
Zambia	Egipto	Mauricio	Dinamarca
Zimbabue	El Salvador	México	España
	Filipinas	Panamá	Estados Unidos
	Guatemala	Polonia	Finlandia
	Honduras	Rumania	Francia
	Indonesia	Rusia	Grecia
	Marruecos	Sudáfrica	Hong Kong (región administrativa especial)
	Nicaragua	Turquía	Italia
	Paraguay	Uruguay	Japón
	Perú	Venezuela	Nueva Zelanda

Cuadro A.1 (continuación)  
66 Países, 1960-2007

Ingresos bajos (8)	Ingresos medio-bajos (20)	Ingresos medio-altos (16)	Ingresos altos (22)
	República Dominicana		Noruega
	Sri Lanka		Países Bajos
	Tailandia		Portugal
	Túnez		Reino Unido
			Singapur
			Suecia

Nota: clasificación de ingresos del Banco Mundial. El número de países en cada categoría está entre paréntesis.

Cuadro A.2  
Países incluidos: 181 países, 1980-2007

Ingresos bajos	Ingresos medio-bajos	Ingresos medio-altos	Ingresos altos
Afganistán	Albania	Argentina	Alemania
Bangladesh	Angola	Belice	Arabia Saudita
Benín	Argelia	Botsuana	Bahamas
Burkina Faso	Armenia	Brasil	Bahréin
Burundi	Azerbaiyán	Bulgaria	Barbados
Costa de Marfil	Bielorrusia	Chile	Bélgica
Camboya	Bolivia	Costa Rica	Brunéi
Chad	Bosnia-Herzegovina	Croacia	Canadá
Comoras	Bután	Dominica	Chipre
Eritrea	Camerún	Eslovaquia	Corea
Etiopía	Cabo Verde	Gabón	Dinamarca
Gambia	China	Granada	Emiratos Árabes Unidos
Ghana	Colombia	Guinea Ecuatorial	Eslovenia
Guinea	Ecuador	Hungría	España
Guinea-Bissau	Egipto	Kazajstán	Estados Unidos
Haití	El Salvador	Letonia	Estonia
India	Fiji	Líbano	Finlandia
Islas Salomón	Filipinas	Libia	Francia
Kirguistán	Georgia	Lituania	Grecia
Laos	Guatemala	Malasia	Hong Kong (región administrativa especial)
Liberia	Guyana	Mauricio	Irlanda
Madagascar	Honduras	México	Islandia
Malawi	Indonesia	Montenegro	Israel
Mali	Irán	Omán	Italia
Mauritania	Jamaica	Panamá	Japón

Cuadro A.2 (continuación)  
Países incluidos: 181 países, 1980-2007

Ingresos bajos	Ingresos medio-bajos	Ingresos medio-altos	Ingresos altos
Mongolia	Jordania	Polonia	Kuwait
Mozambique	Kenia	Rumania	Luxemburgo
Myanmar	Kiribati	Rusia	Malta
Nepal	Lesoto	San Cristobal y Nieves	Nueva Zelanda
Níger	Antigua República Yugoslava de Macedonia	Santa Lucía	Noruega
Nigeria	Moldavia	San Vicente y las Granadinas	Países Bajos
Pakistán	Maldivas	Serbia	Portugal
Papúa Nueva Guinea	Marruecos	Seychelles	Qatar
República Centrafricana	Namibia	Sudáfrica	Reino Unido
República Democrática del Congo	Nicaragua	Turquía	República Checa
Ruanda	Paraguay	Uruguay	Singapur
Senegal	Perú		Suecia
Sierra Leona	República del Congo	Venezuela	Suiza
Sudán	República Dominicana		Taiwán
Santo Tomé y Príncipe	Samoa		Trinidad y Tobago
Tayikistán	Sri Lanka		
Tanzania	Surinam		
Timor	Suazilandia		
Togo	Siria		
Uganda	Tailandia		
Uzbekistán	Tonga		
Vietnam	Túnez		
Yemen	Turkmenistán		
Zambia	Ucrania		
Zimbabue	Vanuatu		
	Yibuti		

Cuadro A.3  
Lista de variables

Variables	Unidades
<b>PIB, <i>World Economic Outlook</i></b>	Miles de millones de dólares
PIB nominal	
PIB real	
<b>Cuentas externas, <i>World Economic Outlook</i></b>	Miles de millones de dólares
Flujos totales de capital, netos	
Balance de la cuenta corriente	
Balance de la cuenta financiera	
Balanza comercial	
Reservas internacionales	
Importaciones de bienes y servicios	
Exportaciones de bienes y servicios	
<b>Precios</b>	
Índice de precios al consumidor, <i>World Economic Outlook</i>	Índices
Inflación	Porcentaje
Precios de las acciones, <i>International Financial Statistics</i>	Índices
Precios de la vivienda, <i>Bank for International Settlements</i>	Índices
Tasa de cambio, <i>International Financial Statistics</i>	Moneda nacional por dólar de los Estados Unidos
<b>Cuentas nacionales y fiscales, <i>World Economic Outlook</i> y <i>Government Financial Statistics</i></b>	Billones de moneda nacional
Balance del gobierno central	
Gasto del gobierno central	
Ingresos del gobierno central	
<b>Otras variables</b>	
Indicadores de crisis, Reinhart y Rogoff (2008a)	Índices
Precios de productos básicos, Boughton (1991) y <i>World Economic Outlook</i>	Índices
Tasas de interés de corto plazo, OCDE e <i>International Financial Statistics</i>	Porcentaje

**Cuadro A.4**  
**Fechas de bonanzas de flujos de capital y crisis de deuda externa:**  
**muestra extendida, ingresos bajos, 1980-2007**

País	Años de bonanza	Años de incumplimiento externo
<b>Ingresos alto, OCDE</b>		
Alemania	1980, 1991, 1994-1995, 1999-2000	
Australia	1986, 1989, 2004-2005, 2007	
Austria	1980-1981, 1995-1997, 1999	
Bélgica	1980-1984	
Canadá	1981, 1989-1993	
Corea	1980-1983, 1991, 1996	1998
Dinamarca	1981-1982, 1984-1987	
España	2000, 2004-2007	
Estados Unidos	2002-2007	
Finlandia	1982-1983, 2005-2007	
Francia	1980, 1988-1992	
Grecia	1983, 1985, 2000, 2006-2007	
Islandia	1982, 2000, 2004-2007	
Irlanda	1980-1984, 2007	
Italia	1980-1982, 1991-1992	
Noruega	1986-1989, 1998	
Nueva Zelanda	1982, 1984-1985, 2005-2007	
Portugal	1981-1982, 2000-2001, 2005	
Suecia	1980-1982, 1990-1992	
Reino Unido	1988-1990, 2005-2007	
<b>Ingresos altos, no OCDE</b>		
Antigua y Barbuda	1981-1982, 1986-1989	1996-2006
Arabia Saudita	1983-1984, 1986, 1991-1993	
Bahamas	1997-1998, 2005-2007	
Bahrain	1987, 1989, 1991-1993, 1998	
Barbados	1981, 2004-2007	
Chipre	1980, 1983-1984, 1991-1992	
Eslovenia	1999, 2006-2007	
Estonia	2004, 2006-2007	
Georgia	1994-1995, 2007	
Hong Kong (región administrativa especial)	1980-1981, 1994-1997	
Israel	1981-1984, 1995-1996	
Kuwait	1993, 1995-1996, 1998	
Malta	1995-1996, 2000	
Qatar	1992, 2004-2007	
República Checa	1996-1997, 2001-2004	

Cuadro A.4 (continuación)  
 Fechas de bonanzas de flujos de capital y crisis de deuda externa:  
 muestra extendida, ingresos bajos, 1980-2007

País	Años de bonanza	Años de incumplimiento externo
Singapur	1980-1984, 1987	
Trinidad y Tobago	1982-1984, 1986, 1997-1998	1988-1989
<b>Ingreso medio, alto</b>		
Argentina	1982, 1987, 1994, 1997-1999	1982-1993, 2001-2005
Belice	2000-2005	
Botswana	1980-1984, 1990	
Brasil	1980-1983, 1999, 2001	1983-1994
Bulgaria	1990-1993, 2005-2007	1990-1994
Costa Rica	1980-1983, 1989-1990	1981-1990
Croacia	1997, 2002, 2007	1992-1996
Chile	1980-1982, 1984-1986,	1983-1990
Dominica	1980-1981, 1989-1990, 2005	2003-2005
Eslovaquia	1996-1998	
Gabón	1986-1989, 1992, 1998	1986-1994, 1999-2004
Guinea Ecuatorial	1980-1982, 1995-1996, 1998	
Granada	2001-2003, 2006-2007	
Hungría	1986-1987, 1993-1994, 1998-1999, 2003-2004	
Letonia	2004, 2006-2007	
Líbano	1983, 1990-1992, 1997-1998	
Malasia	1981-1983, 1991, 1994-1995	
Mauricio	1980-1982, 2006-2007	
México	1980-1981, 1991-1994	1982-1990, 1995
Omán	1986, 1992-1995, 1998	
Panamá	1980-1982, 1997-1998, 2007	1983-1996
Polonia	1980-1981, 1985-1989	1981-1994
Rumania	1992, 2004-2007	1981-1983, 1986
Rusia	1992, 1997	
Serbia	2007	1992-2004
Seychelles	1982, 1999, 2001, 2005, 2007	2000-2002
Sudáfrica	1981-1982, 2005-2007	1985-1987, 1989, 1993
San Cristóbal y Nieves	1989, 2001-2003, 2007	
Santa Lucía	1980, 1983, 2003, 2006-2007	
San Vicente y las Granadinas	1997-1998, 2004, 2006-2007	
Turquía	1980, 2000, 2004-2007	1982
Uruguay	1980-1984, 2001	
Venezuela	1982, 1987-1988, 1992-1993, 1998	1983-1988, 1990, 1995- 1997, 2004-2005

**Cuadro A.4 (continuación)**  
**Fechas de bonanzas de flujos de capital y crisis de deuda externa:**  
**muestra extendida, ingresos bajos, 1980-2007**

País	Años de bonanza	Años de incumplimiento externo
<b>Ingreso medio, bajo</b>		
Albania	1991-1992, 1997, 2002, 2007	1991-1995
Argelia	1969, 1973, 1975-1979, 1986, 1988-1989, 1994-1995, 1998	1991-1996
Angola	1982, 1995, 1997-1999, 2001	1985-2003
Armenia	1992, 1996-1998	
Azerbaiyán	1996, 1998, 2003-2004	
Bolivia	1981, 1985-1987, 1993, 1998	1980-1984, 1986-1997
Bosnia-Herzegovina	2003, 2005	1992-1997
Bután	1982-1987	
Cabo Verde	1980-1981, 1999, 2003-2004	1981-1996
Camerún	1980-1981, 1987-1988, 1993, 2002	1987-2003
Colombia	1982-1983, 1995, 1997-1998	
China	1985-1986, 1988-1989, 1993	
Ecuador	1981-1982, 1987, 1989, 1991, 1998	1982-1995, 1999-2000
Egipto	1981-1985, 1998	
El Salvador	1989, 1990, 2003, 2005, 2007	
Fiji	1981, 2004-2007	
Filipinas	1980, 1982-1983, 1990, 1993, 1997	1983-1992
Guatemala	1981, 1987, 1992-1993, 1994, 1999, 2001	1986, 1989
Guyana	1980-1983, 1985-1986	1982-1986
Honduras	1980-1981, 1984, 2003-2004, 2007	1981-2007
Indonesia	1982-1983, 1986-1987, 1991, 1995	1998-2000, 2002
Irán	1980-1981, 1986, 1991-1993	1980-1995
Jamaica	1981-1982, 1985, 2007	1981-1985, 1987-1993
Jordania	1990-1992, 2005, 2007	1989-1993
Kiribati	1992, 1996, 2005-2007	
Lesoto	1991-1993, 1996-1998	
Antigua República Yugoslava de Macedonia	1994, 1997-1998, 2002	1983-1999
Maldivas	1980, 1993, 2005-2007	
Marruecos	1981, 1983-1987	1983, 1986-1990
Moldavia	1993, 1997-1998, 2006	1998, 2002
Nicaragua	1988, 1990-1994	
Paraguay	1980-1982, 1986-1987, 1996	1986-1992, 2003-2004
Perú	1981-1983, 1993, 1995, 1998	1980, 1983-1997
República del Congo	1994-1996, 1998-1999, 2007	1983-2007
República Dominicana	1980-1982, 1987	1982-1994, 2005

Cuadro A.4 (continuación)  
 Fechas de bonanzas de flujos de capital y crisis de deuda externa:  
 muestra extendida, ingresos bajos, 1980-2007

País	Años de bonanza	Años de incumplimiento externo
Samoa	1980-1981, 1991-1993, 2003	
Sri Lanka	1979-1984, 1986, 1988	1981-1983
Surinam	1983, 1991, 1998-1999, 2001, 2003	
Suazilandia	1980-1985	
Siría	1980, 1983, 1994, 2006-2007	
Tailandia	1981-1983, 1990-1991, 1995-1996	
Tonga	1990-1991, 1994-1995, 1998	
Túnez	1981-1984, 1986, 1993	1980-1982
Turkmenistán	1995, 1997-1999	
Ucrania	1994-1995, 2007	1998-2000
Vanuatu	2002-2003, 2005-2007	
Yibuti	2000, 2006-2007	
<b>Ingreso bajo</b>		
Benín	1981-1983, 1988, 2002-2003	
Burkina Faso	1999-2001, 2004-2005	1987-1996
Burundí	1982-1983, 1987, 1990, 2006-2007	
Camboya	1988-1989, 1996, 1998	
Comoros	1984-1985, 1987, 1994, 1997	
Costa de Marfil	1980, 1988-1992	1983-1998, 2000-2007
Chad	1986, 2000-2004	
Etiopía	1999, 2002, 2005-2007	1991-1999
Gambia	1980-1981, 1996, 2005	1986-1990
Ghana	1993, 1997, 1999, 2006-2007	1968, 1970, 1974, 1987
Guinea	1988-1990, 1996, 2007	1985-1988, 1991-1998
Haití	1980-1981, 1990-1993	1982-1999
India	1984, 1987-1990	
Islas Salomón	1985, 1991, 2005-2007	
Kenia	1980-1981, 1987, 1989, 1995	1994-1998, 2000
Laos	1988-1989, 2004-2005, 2007	
Madagascar	1980-1981, 1990, 2005, 2007	1981-2002
Malawi	1980, 1992, 1994, 1997, 2002, 2005	1982, 1988
Mali	1980, 1996, 1999-2001, 2004	
Mauritania	1980-1983, 2004-2005	1992-1996
Mongolia	1998, 2002-2003	
Mozambique	1987-1989, 1993-1995	1983-1992
Myanmar	1981-1982, 1990-1992, 1998	2002-2007
Nepal	1982-1984, 1989-1991	

**Cuadro A.4 (continuación)**  
**Fechas de bonanzas de flujos de capital y crisis de deuda externa:**  
**muestra extendida, ingresos bajos, 1980-2007**

País	Años de bonanza	Años de incumplimiento externo
Niger	1980-1982, 2005-2006	1982-1991
Nigeria	1981-1983, 1986, 1993, 2002	1987-1994, 2004-2005
Pakistán	1993, 1996-1997, 2007-2007	1981, 1998-1999
Papúa Nueva Guinea	1980-1984, 1997	
República Centroafricana	1980, 1982-1984, 1992-1995	1981, 1983-2007
República Democrática del Congo	1987, 1989, 1991-1992, 2005	1980-2007
Ruanda	1991-1993, 1997-1998	
Santo Tomé y Príncipe	1982, 1991-1992, 2007-2007	1987-1994
Senegal	1980-1984	1981-1985, 1990, 1992-1996
Sierra Leona	1980-1982, 1990-1991, 1996	1983-1984, 1986-1996
Sudán	1981-1982, 1992-1995	1980-2007
Tanzania	1994-1995, 1998-1999	1980, 1982-1984, 1988, 1991-1997
Togo	1980, 1982-1983, 1987	1980-1993
Uganda	1991, 1993, 1998-2001	1981, 1985-1993
Vietnam	1993-1996, 2007	1985-1998
Zambia	1981-1982, 1998, 2000-2001	1983-1994
Zimbabue	1981-1982, 1992, 2004-2005	2000-2007