

Represión financiera

Los gobiernos otra vez están encontrando maneras de manipular los mercados y contener el costo de financiamiento de la deuda

Carmen M. Reinhart,
Jacob F. Kirkegaard y
M. Belen Sbrancia



COMO LA deuda pública y privada registra o roza niveles históricos, recortar los déficits y la deuda pública probablemente siga siendo el tema candente en la mayoría de las economías avanzadas en el futuro próximo (Reinhart y Rogoff, 2010). A lo largo de la historia, el coeficiente deuda/producto interno bruto (PIB) se ha reducido de distintas maneras:

- Crecimiento económico.
- Ajustes fiscales (gasto y tributación) sustanciales, tales como planes de austeridad.
- Cesación de pagos o reestructuración explícita de la deuda privada y/o pública.
- Estallidos repentinos e inesperados de inflación (que reducen el valor real de la deuda).
- Represión financiera; es decir, políticas oficiales que canalizan hacia el uso público (y generalmente a tasas inferiores a las de mercado) fondos que se habrían encauzado hacia otros prestatarios (véase el recuadro 1).

Como estos canales de reducción de la deuda no son mutuamente excluyentes, esta suele combinar más de una de estas modalidades. La represión financiera desempeñó un papel importante en la reducción de los coeficientes deuda/PIB después de la Segunda Guerra Mundial, y recientemente ha reaparecido, junto con fuertes aumentos de la deuda pública, en las economías avanzadas.

La represión financiera tiene un máximo de eficacia en la liquidación de la deuda cuando está acompañada de una dosis

regular de inflación y, al igual que la inflación, actúa únicamente sobre la deuda denominada en moneda nacional. Un bajo nivel de tasas de interés nominales ayuda a reducir los costos de servicio de la deuda, en tanto que una incidencia elevada de tasas de interés reales negativas liquida o erosiona el valor real de la

Recuadro 1

Características de la represión financiera

La represión financiera ocurre cuando hay políticas que canalizan hacia el gobierno fondos que en un mercado desregulado habrían tomado otra dirección; por ejemplo, préstamos obligados de públicos nacionales cautivos (como fondos de pensiones o bancos nacionales) al gobierno, topes explícitos o implícitos a las tasas de interés, regulación de la circulación transfronteriza de capitales y (en un plano general) una conexión más estrecha entre el gobierno y los bancos, ya sea explícitamente mediante la participación pública en el capital de un banco o mediante una “persuasión moral” intensa. La represión financiera a veces está asociada también a encajes legales (o niveles de liquidez) relativamente altos, tributación de la compraventa de títulos, prohibición de compras de oro o colocación de volúmenes significativos de deuda pública no negociable. En los análisis de política actuales, la represión financiera forma parte del concepto global de “regulación macroprudencial”, que se refiere a los esfuerzos de un gobierno por proteger la salud del sistema financiero en su totalidad.

otra vez

deuda pública. La inflación no tiene por qué ser una sorpresa total para los participantes en el mercado, ni tampoco tiene por qué ser (históricamente) muy elevada.

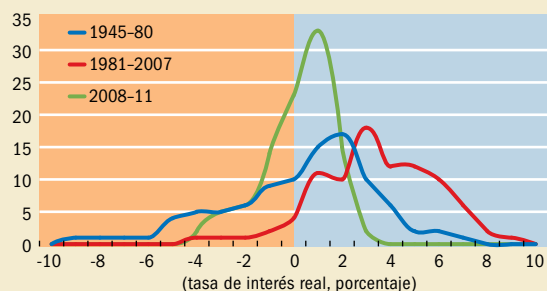
En nuestra opinión, las abultadas deudas públicas y privadas de las economías avanzadas y los peligros aparentes de los descalces y la sobrevaloración de las monedas de los mercados emergentes que enfrentan fuertes aumentos de la afluencia de capitales están interactuando para crear un “sesgo interno” en las finanzas y un resurgimiento de la represión financiera. Aunque los mercados emergentes quizá recurran cada vez más a la regulación financiera para impedir la *entrada* de capitales internacionales, las economías avanzadas tienen incentivos para impedir la *salida* y crear un público nacional cautivo que financie la deuda pública actual. Preocupadas por el riesgo de sobrecalentamiento, las presiones inflacionarias crecientes y los problemas conexos de competitividad, las economías de mercados emergentes están modificando los marcos regulatorios para disuadir a los inversionistas extranjeros en la búsqueda eterna de rendimientos más altos. Esto ofrece a las economías avanzadas y de mercados emergentes un terreno común para acordar una regulación más estricta o restricciones a los flujos financieros internacionales y, en términos más generales, el restablecimiento de entornos financieros nacionales más regulados; en otras palabras, represión financiera. Obviamente, los gobiernos no emplean el término “represión financiera”, sino que caracterizan estas medidas como parte de la “regulación macroprudencial” pensada para proteger la salud general del sistema financiero.

Gráfico 1

Tasas reales

En las tres décadas y media desde la Segunda Guerra Mundial y los tres años desde la crisis mundial, las tasas reales, ejemplificadas por las tasas de letras del Tesoro de economías avanzadas, fueron en promedio negativas.

(proporción de las observaciones, porcentaje)



Fuentes: Reinhart y Sbrancia (2011); FMI, *International Financial Statistics*; y cálculos de los autores.

Nota: Las economías representadas son Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Japón, Nueva Zelanda, el Reino Unido y Suecia. Las tasas de interés de 2011 reflejan observaciones mensuales hasta febrero.

Mantener bajas las tasas

Uno de los principales objetivos de la represión financiera consiste en mantener las tasas de interés nominales más bajas de lo que habrían sido en mercados más competitivos. Si todas las demás circunstancias se mantienen iguales, esto reduce los gastos de interés del gobierno sobre una determinada masa de deuda y contribuye a recortar el déficit. Sin embargo, cuando la represión financiera produce tasas de interés reales negativas (tasas nominales que están por debajo de la tasa de inflación), reduce o liquida las deudas vigentes y termina equivaliendo a un impuesto; es decir, una transferencia de los acreedores (ahorristas) a los prestatarios, incluido el gobierno (Reinhart y Sbrancia, 2011).

Pero este impuesto de represión financiera no es como un impuesto sobre el ingreso, el consumo o las ventas. La tasa está dictada por las regulaciones financieras y la inflación, que son opacas en comparación con las medidas fiscales más visibles y a menudo sumamente politizadas. Como la reducción del déficit por lo general implica recortes de gastos o aumentos de impuestos sumamente impopulares, las autoridades que buscan reducir las deudas pendientes quizá decidan que el impuesto de represión financiera, que pasa más inadvertido, es preferible desde el punto de vista político.

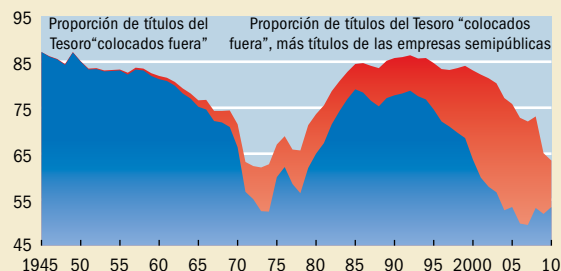
Las regulaciones liberales de los mercados de capital y la movilidad internacional del capital tuvieron su apogeo bajo el patrón oro, antes de la Primera Guerra Mundial. Pero luego comenzaron a perder lustre, y la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial remataron el *laissez-faire* bancario. Después de la Segunda Guerra Mundial, entraron en vigencia los acuerdos de Bretton Woods de tipos de cambio fijos y mercados de capital nacionales e internacionales estrictamente controlados. El resultado fue una combinación de tasas de interés nominales muy bajas y fogonazos inflacionarios de diferente intensidad en las economías avanzadas (que aquí incluyen Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, Estados Unidos,

Gráfico 2

Los agentes privados se batan en retirada

Los agentes oficiales —principalmente la Reserva Federal estadounidense y los bancos centrales extranjeros— están comprando una proporción creciente de títulos negociables del Tesoro estadounidense, así como títulos emitidos por empresas semipúblicas, como Fannie Mae y Freddie Mac.

(porcentaje del total)



Fuentes: Reserva Federal, *Flow of Funds*; y cálculos de los autores.

Nota: La masa en circulación de títulos del Tesoro estadounidense, más títulos emitidos por empresas semipúblicas, comprende los instrumentos del mercado de crédito del Tesoro (letras, pagarés, bonos), más las emisiones de empresas semipúblicas, más los fondos comunes hipotecarios respaldados por empresas semipúblicas, menos los bonos de ahorro y los títulos de entes presupuestarios. Los títulos negociables colocados fuera comprenden la categoría precedente menos las tenencias del resto del mundo y de la Reserva Federal.

Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Japón, Nueva Zelanda, el Reino Unido y Suecia). Las tasas de interés reales en las economías avanzadas y de mercados emergentes fueron sumamente negativas —ya sea sobre letras del Tesoro (véase el gráfico 1), tasas de descuento del banco central, depósitos o préstamos— y se mantuvieron constantemente más bajas (en promedio, negativas) durante las tres décadas y media siguientes. Como consecuencia de los topes obligatorios de las tasas de interés sobre depósitos (que mantuvieron las tasas de depósito reales incluso por debajo de las tasas reales negativas de las letras del Tesoro), los ahorristas nacionales se inclinaron por los bonos públicos. El hecho de que esto ocurriera prácticamente en todos lados al mismo tiempo ayudó a postergar los drenajes causados por inversionistas en busca de rendimientos más elevados.

Si bien alrededor de 1980 se inició otra era de mayor movilidad de capitales, el estallido de la crisis financiera reciente nuevamente empujó las tasas de interés reales de las economías avanzadas a niveles cada vez más negativos. En los cuatro últimos años, las tasas reales de 21 economías avanzadas han sido negativas alrededor de la mitad del tiempo y han estado por debajo de 1% durante alrededor del 82% del tiempo. Esta disminución general de las tasas de interés reales ocurrió pese a las tasas elevadas que han exigido los inversionistas en títulos en varios países al borde de la cesación de pagos o la reestructuración. En términos reales, las tasas de descuento de los bancos centrales y las tasas de los depósitos bancarios también han sido sumamente más bajas desde 2007.

Fuerzas ajenas al mercado

Indudablemente, un factor crítico que explica la incidencia elevada de tasas de interés reales negativas fue la política monetaria vigorosamente expansiva (y, en términos más generales, la intervención oficial del banco central) en muchas economías avanzadas y emergentes durante la crisis. Esto plantea, como cuestión general, el grado en que las tasas de interés actuales reflejan la orientación de los grandes agentes oficiales de los mercados financieros, y no

las condiciones del mercado. Una característica fundamental de la represión financiera es la gran influencia de fuerzas ajenas al mercado en la determinación de las tasas de interés.

En el mercado de los títulos del Tesoro estadounidense, el creciente papel de los agentes oficiales, es decir los bancos estadounidenses o los bancos centrales extranjeros (o, a la inversa, el papel decreciente de los agentes privados o *externos*) se ve con claridad en el gráfico 2, que muestra la evolución de títulos negociables del Tesoro estadounidense colocados fuera, más títulos de empresas semipúblicas como Fannie Mae y Freddie Mac, entre 1945 y 2010. Los títulos colocados fuera son básicamente los que no están en manos de otros gobiernos o de la Reserva Federal de Estados Unidos. Como resultado de las compras de títulos por parte de la Reserva Federal sumadas, fundamentalmente, a los niveles récord de compra de títulos del Tesoro estadounidense y de las empresas semipúblicas estadounidenses por parte de bancos centrales extranjeros (sobre todo China, pero también economías emergentes de Asia y de otras regiones), la proporción de títulos del Tesoro negociables colocados fuera, al año 2010, roza 50% del total si se excluyen las empresas semipúblicas, y ronda 65% si se las incluyen. Esta es la proporción más baja desde la adopción de una política monetaria expansiva en Estados Unidos durante el desmoronamiento del sistema de Bretton Woods a comienzos de la década de 1970. La era que le siguió se caracterizó (como la actual) por el alza de los precios del petróleo, del oro y de las materias primas, las tasas de interés reales negativas, los trastornos cambiarios y, en última instancia, un aumento de la inflación.

La situación es parecida en el Reino Unido. Las políticas de expansión cuantitativa adoptadas por el Banco de Inglaterra desde la crisis (mediante las cuales el banco central compró deuda del gobierno británico, así como otros activos financieros), sumadas a la obligación anunciada en octubre de 2009 de que los bancos comerciales mantengan una proporción mayor de bonos del gobierno para satisfacer normas de liquidez más estrictas, han reducido la proporción de bonos del gobierno colocados fuera a alrededor de

Eliminación de la deuda

La represión financiera puede eliminar grandes cantidades de deuda pública, a través de lo que se denomina “efecto liquidación”. Esto equivale a incrementar el ingreso público y es una medida empleada por las economías emergentes y avanzadas.

País	Período	Ingreso equivalente del efecto liquidación como porcentaje del	
		Producto interno bruto	Ingreso tributario
Argentina	1944-74	3,2	19,3
Australia	1945-68, 1971, 1978	5,1	20,3
Bélgica	1945-74	2,5	18,6
Estados Unidos	1945-90	3,2	18,9
India	1949-80	1,5	27,2
Irlanda	1965-90	2,0	10,3
Italia	1945-70	5,3	127,5
Reino Unido	1945-80	3,6	26,0
Sudáfrica	1945-74	1,2	8,9
Suecia	1945-65, 1984-90	0,9	6,5

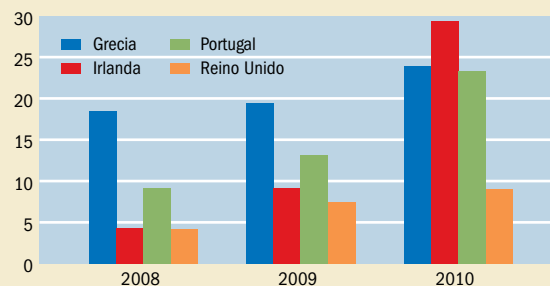
Fuente: Reinhart y Sbrancia (2011).

Gráfico 3

Comprar lo nacional

Presionados por el gobierno, los bancos británicos, griegos, irlandeses y portugueses han incrementado drásticamente las tenencias de deuda pública nacional.

(porcentaje de la deuda general bruta del país)



Fuentes: Kirkegaard y Reinhart (2011); y FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.

Nota: Las tenencias incluyen tanto préstamos como títulos del gobierno general. Los totales no incluyen las compras de bonos griegos, irlandeses y portugueses por parte del Banco Central Europeo, que, hasta marzo de 2011, representaban alrededor de 12% de la deuda combinada del gobierno general de los tres países. Los totales no incluyen las tenencias de deuda pública en manos de fondos de pensiones.

Mercados cautivos

Los gobiernos de las economías avanzadas han tomado muchas medidas en los últimos años para crear demanda de deuda pública o estimularla, o para acceder directamente al ahorro privado. Entre ellas, cabe mencionar las siguientes:

España, 2010. *Topes a las tasas de interés sobre depósitos.* El Ministerio de Economía y Hacienda exigió a las instituciones que ofrecen tasas de interés sobre depósitos que el Ministerio considera superiores a las tasas de mercado duplicar sus aportes al Fondo de Garantía de Depósitos.

Francia, 2010. *Conversión de un fondo de reserva para pensiones en un comprador cautivo de deuda oficial francesa.* El gobierno nacional liquidó el Fonds de réserve pour les retraites (FFR), ideado para proporcionar respaldo financiero a largo plazo al sistema jubilatorio, y utilizó los €37.000 millones del fondo para pagar €2.100 millones anuales a un organismo público —la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES)— de 2011 a 2024. En 2024, todos los activos restantes del FFR pasarán a la CADES. Esto marcó un cambio radical de la asignación de activos del FRR —de instrumentos de más largo a más corto plazo— y transformó al FRR en un gran comprador cautivo de bonos públicos franceses.

Irlanda, 2010. *Uso de las reservas jubilatorias nacionales para recapitalizar los bancos.* Como consecuencia de la crisis bancaria, el National Pension Reserve Fund (NPRF) puede haber contribuido hasta €17.500 millones para recapitalizar los bancos irlandeses. El NPRF fue creado en 2001 para ayudar a financiar los costos a largo plazo del bienestar social y las pensiones de la función pública irlandesa después de 2025. Sin embargo, una ley de 2010 obligó al NPRF a invertir en títulos públicos nacionales y le concedió al gobierno irlandés autoridad jurídica para financiar gastos de capital con fondos del NPRF en 2011–13. El gobierno irlandés también propuso financiar programas de empleo mediante un gravamen de 0,5% sobre los fondos de pensiones privados.

Japón, 2010. *Cancelación de la privatización del correo nacional y aumento de los topes sobre depósitos.* El nuevo gobierno dio marcha atrás al plan de 2007 de privatizar el correo nacional,

que también administra un gigantesco sistema de ahorro que conforma el conglomerado financiero más grande del mundo, con más de ¥300 billones en activos. La nueva ley también duplicó el monto que los depositantes pueden ahorrar en el Japan Post Bank a ¥20 millones y subió de ¥13 millones a ¥25 millones el límite de cobertura del seguro de vida de Japan Post Insurance Co. Como el correo nacional suele asignar 75% de sus activos a bonos públicos japoneses y los consumidores probablemente transferirán los depósitos a una empresa con una garantía gubernamental segura, la decisión de no privatizar el correo nacional aumenta la capacidad de un cliente cautivo de la deuda pública japonesa.

Portugal, 2010. *Transferencia de un plan de pensiones de Portugal Telecom, tras su privatización, al gobierno portugués.* El gobierno nacional pudo contabilizar de inmediato €2.800 millones en ingreso extra —alrededor de 1,6% del PIB— y así logró reducir el déficit presupuestario de 2010 lo suficiente como para cumplir nominalmente con las metas anuales de reducción del déficit de la Unión Europea.

Reino Unido, 2009. *Aumento de las tenencias obligatorias de bonos públicos.* La Financial Services Authority obligó a los bancos y bancos de inversión británicos, y a las subsidiarias y sucursales de instituciones extranjeras, a mantener más títulos públicos de alta calidad y a reducir en 20% el uso de financiamiento a corto plazo ya en el primer año. **2011.** *Privatización del correo nacional.* El Tesoro británico recibirá, según las proyecciones, una transferencia de £23.500 millones en activos antes de la privatización y £29.500 millones en pasivos.

Desde 2008, numerosos países de mercados emergentes han adoptado una o varias medidas para controlar el flujo de capital extranjero que ingresa en sus economías; por ejemplo: Brasil: 2008, 2009 y 2010; Corea: 2009, 2010; Filipinas: 2010; Hungría: 2011; Indonesia: 2010; Perú: 2009, 2010; Polonia: 2011; República Checa: 2008; Rusia: 2010, 2011; Sudáfrica: 2010; Tailandia: 2010; y Turquía: 2010.

Fuentes: Kirkegaard y Reinhart (2011) y Magud, Reinhart y Rogoff (2011).

70% del total. Si se añaden las tenencias oficiales externas (en manos de bancos centrales), la proporción de bonos públicos británicos colocados fuera sería considerablemente más baja y estaría más cerca del nivel del mercado de títulos del Tesoro estadounidense.

Las compras de bonos emitidos por Grecia, Irlanda y Portugal por parte del Banco Central Europeo (BCE) superaron los US\$100.000 millones entre mayo de 2010 y marzo de 2011, y representan alrededor de 12% de la deuda combinada de los gobiernos generales de los tres entes soberanos en problemas.

Los bancos centrales son ahora un agente mayor que nunca en las compras de deuda pública, una situación que podría continuar durante un tiempo indefinido. El temor a la apreciación de la moneda (con el consecuente perjuicio para la competitividad internacional) lleva a los bancos centrales de muchos mercados emergentes a adquirir bonos públicos estadounidenses a gran escala. En otras palabras, los mercados de bonos públicos están cada vez más llenos de agentes ajenos al mercado, lo cual pone en duda la información que encierran los precios de los bonos en relación con el perfil de riesgo fundamental. Esa es una característica común de los sistemas con represión financiera.

El efecto liquidación

Cuantificamos la eliminación de las montañas de deuda pública en las economías avanzadas después de la Segunda Guerra Mundial midiendo el *efecto liquidación*; o sea, el volumen de reducción de deuda pública causada por la represión financiera (Reinhart y Sbrancia, 2011).

Para determinar cuánta deuda liquida la represión financiera es necesario reconstruir el perfil de deuda de un gobierno a lo largo del tiempo, debido a la complicada estructura de la deuda pública, que varía enormemente entre los países y dentro de cada uno de ellos con el correr del tiempo. El costo global del financiamiento por endeudamiento para el gobierno depende de las tasas de los cupones, el vencimiento y la distribución de deuda negociable y no negociable, y de la oposición entre deuda titulizada y préstamos de instituciones financieras.

La cartera de deuda reconstruida debe reflejar la verdadera proporción de deuda correspondiente a todos los vencimientos, así como la proporción de deuda negociable y no negociable. También debe incluir el cálculo de la tasa de interés nominal agregada y una tasa de interés real (ajustada según el índice de precios al consumidor).

El año en que ocurre la liquidación es el año en que la tasa de interés real de la cartera es negativa. Esta es una definición conservadora. Una definición más amplia incluiría períodos en los cuales la tasa de interés real de la deuda pública estuviera por debajo de una tasa de mercado real.

Esta definición capta lo que el gobierno ahorra cuando la tasa de interés real de la deuda pública es negativa. Ese ahorro equivale a un ingreso para el gobierno que, al igual que el ingreso presupuestario regular, puede expresarse como una proporción del PIB o como una proporción del ingreso tributario registrado para poder medir normalmente el efecto liquidación en distintos países y en distintos momentos. El ahorro (o ingreso) del gobierno generado por el efecto liquidación es igual a la tasa de interés (negativa) real multiplicada por la base tributaria. En este caso, la base tributaria es el saldo de la deuda pública nacional pendiente.

El efecto liquidación ocurrió por lo menos en una cuarta parte de los años entre 1945 y 1980 en Estados Unidos, y con una frecuencia considerablemente mayor en otros países.

El efecto liquidación ocurrió por lo menos en una cuarta parte de los años entre 1945 y 1980 en Estados Unidos, y con una frecuencia considerablemente mayor en otros países (véase el cuadro). La magnitud del ahorro del gobierno fue a menudo grande y nunca trivial.

En Estados Unidos y el Reino Unido, el efecto liquidación anual ascendió en promedio a 3%–4% del PIB por año. Una reducción del déficit anual de esta magnitud se acumula con rapidez (aun si no es compuesta) a lo largo de una década. En Australia e Italia, que registraron tasas de inflación más altas, el efecto liquidación fue mayor (alrededor de 5% por año). Estas estimaciones, que son conservadoras, ponen de relieve la influencia significativa de la represión financiera en la reducción de la deuda durante las décadas posteriores a la Segunda Guerra Mundial.

La represión hoy

Una cosa que abunda hoy en las economías avanzadas es la deuda pública, con el consiguiente reto de encontrar compradores interesados. Como ya señalamos, gracias al gigantesco volumen de deuda pública que han comprado los bancos centrales del mundo entero, las tasas de interés nominales y reales se han mantenido bajas. Además, las últimas normas regulatorias internacionales (Basilea III) alientan a los bancos a mantener las tenencias de deuda pública al darle tratamiento preferencial para satisfacer los requisitos de capitalización.

Otros métodos de creación o expansión de la demanda de deuda pública pueden ser más directos (véase el recuadro 2). Por ejemplo, en lo peor de la crisis financiera, los bancos británicos se vieron obligados a mantener en sus carteras una proporción más elevada de bonos públicos. Los bancos griegos, irlandeses y portugueses ya han liquidado una proporción sustancial de sus

activos externos y han utilizado el producto de esas operaciones para comprar deuda pública (véase el gráfico 3). Por lo tanto, el proceso a través del cual se está colocando deuda a tasas inferiores a las de mercado en fondos de pensiones y otras instituciones financieras nacionales más cautivas ya se encuentra en marcha en varios países europeos. España volvió a instituir hace poco un tope *de facto* de las tasas de interés sobre depósitos bancarios. En Europa oriental se observan tendencias parecidas.

Además, el uso de controles de capital en los mercados emergentes para hacer frente a la entrada desestabilizante de capitales (dinero caliente), la posibilidad de sobrecalentamiento, las crecientes presiones inflacionarias y los problemas conexos de competitividad ha encontrado mucha más aceptación en la comunidad internacional que en ningún otro momento desde el colapso del sistema de Bretton Woods. De hecho, muchos mercados emergentes ya han comenzado a emplear esas políticas.

Evaluar los méritos relativos de estas políticas sumamente variadas está más allá del alcance de este artículo, pero ciertamente merece mayor estudio.

Lo que depara el mañana

La represión financiera contribuyó a una rápida reducción de la deuda después de la Segunda Guerra Mundial. Actualmente, la deuda pública de muchas economías avanzadas está en los niveles más altos de la época de postguerra. Algunos gobiernos se enfrentan a una posible reestructuración de la deuda. El endeudamiento externo público y privado (que constituye una fuente de financiamiento relativamente volátil) se encuentra a niveles históricamente elevados. Probablemente, los temas que preocuparán durante un tiempo a las autoridades son la reducción y gestión de la deuda y los esfuerzos por mantener los costos del servicio de la misma a un nivel razonable. En estas condiciones, se continuará favoreciendo la represión financiera, con su doble objetivo de mantener bajas las tasas de interés y crear o mantener públicos nacionales cautivos; y las medidas y novedades que hemos descrito y analizado probablemente no representen más que la punta del iceberg. ■

Carmen M. Reinhart y Jacob Kirkegaard son miembros titulares del Instituto Peterson de Economía Internacional, y M. Belen Sbrancia es estudiante de posgrado en la Universidad de Maryland.

Referencias:

Kirkegaard, Jacob F. y Carmen M. Reinhart, 2011, "The Return of Financial Repression in the Aftermath of the Great Recession", de próxima publicación, Peterson Institute Working Paper (Washington: Instituto Peterson de Economía Internacional).

Magud, Nicolas E., Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff, 2011, "Capital Controls: Myth and Reality—A Portfolio Balance Approach", Peterson Institute Working Paper 11–7 (Washington: Instituto Peterson de Economía Internacional, febrero).

Reinhart, Carmen M., y Kenneth S. Rogoff, 2010, "From Financial Crash to Debt Crisis", NBER Working Paper 15795 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research); de próxima publicación en *American Economic Review*.

Reinhart, Carmen M., y M. Belen Sbrancia, 2011, "The Liquidation of Government Debt", NBER Working Paper 16893 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, marzo).