



La Realidad
Macroeconómica

Módulo 5-
Inestabilidad y Crisis
Macroeconómicas



**Director del Curso**

Eduardo Lora

Coordinador del Curso

Carlos Gerardo Molina

Autor del módulo

Eduardo Lora

La Realidad Macroeconómica

Módulo 5. Inestabilidad y Crisis

El Banco Interamericano de Desarrollo (BID) es titular de todos los derechos de autor sobre la versión original de esta obra. El uso, transformación, reproducción, distribución y comunicación total o parcial de esta obra puede ser autorizado por el BID bajo los términos de una licencia, los cuales pueden consultarse en el siguiente enlace electrónico <http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=36550852>. Para los efectos de la licencia dicho enlace electrónico constituye el URI (Identificador Uniforme de Recurso). Esta licencia contiene restricciones y limitaciones de responsabilidad. Para el otorgamiento de la licencia se requiere, en todo caso, de un acuerdo escrito y firmado entre el BID y el licenciatario que incorpore los términos que aparecen en el enlace electrónico antes indicado. Para más información sírvase escribir a PID-INDES@iadb.org

Nota: Las opiniones incluidas en los contenidos corresponden a los autores de los mismos y no reflejan necesariamente la opinión del Banco y del INDES.

Índice

| | |
|--|----|
| OBJETIVOS DE APRENDIZAJE | 4 |
| PREGUNTAS PARA ACTIVAR CONOCIMIENTOS PREVIOS | 4 |
| INTRODUCCIÓN | 5 |
| LA VOLATILIDAD MACROECONÓMICA..... | 9 |
| FUENTES EXÓGENAS DE INESTABILIDAD | 23 |
| LAS POLÍTICAS COMO FUENTE DE PERTURBACIONES Y DE AMPLIFICACIÓN DE LOS SHOCKS..... | 29 |
| FUENTES Y LECTURAS RECOMENDADAS..... | 38 |

Objetivos de Aprendizaje

- Describir las manifestaciones más frecuentes de inestabilidad macro y sus principales consecuencias.
- Identificar y analizar la influencia que tienen los factores externos y las políticas internas en la estabilidad macroeconómica.
- Identificar los principales canales de shocks exógenos y sus formas de medición.
- Analizar el papel de las políticas en la estabilidad/inestabilidad económica de los países.

Preguntas para Activar Conocimientos Previos

- ¿Podría explicar qué efectos producen los periodos de recesión que son causados por una crisis macro?
- Sitúe la reciente crisis económica de Estados Unidos y Europa, ¿cómo cree que afectó a América Latina?
- ¿Cuál a su juicio son las principales manifestaciones de una crisis macroeconómica?
- ¿A quién perjudica principalmente la inflación?
- ¿Podría enumerar alguno de los factores exógenos que generan inestabilidad?
- Según su criterio y teniendo en cuenta las crisis de los países Latinoamericanos, ¿cuál es la principal fuente de inestabilidad macro?

Introducción

América Latina tiene una historia de inestabilidad y crisis macroeconómicas que se inicia prácticamente con la Independencia de los países hace cerca de dos siglos, cuando las nuevas repúblicas emitieron bonos de deuda en montos excesivos, que luego no pudieron pagar. Las emisiones descontroladas de dinero, seguidas por hiperinflaciones y crisis cambiarias, las corridas y quiebras bancarias, y las formas más diversas de expropiación de los recursos de los ahorradores son eventos que ocurrieron en el siglo XX en toda la región.

Aunque se daba como un hecho que las crisis macroeconómicas eran consustanciales a América Latina y ajenas al mundo desarrollado, en el 2008 Estados Unidos y Europa se hundieron en una profunda recesión al estallar la crisis de las deudas hipotecarias que estuvo a punto de arrastrar a la quiebra a la mayor parte del sistema financiero mundial. Paradójicamente, en esa ocasión, a pesar de que la mayoría de las economías latinoamericanas pasó por un período de caída de la actividad productiva, salió a flote rápidamente y en ningún caso hubo crisis de deuda, quiebras bancarias ni otros desórdenes macroeconómicos que habían sido comunes en el pasado.

Crisis macroeconómicas pronunciadas en América Latina en el siglo XX vs la falta de manifestación de las mismas en la crisis de 2008, que sí afectó al mundo desarrollado y lo hundieron en una profunda recesión

¿Por qué debemos preocuparnos de las crisis macroeconómicas? ¿Qué las causa? ¿En qué consisten y como pueden medirse dichas crisis? ¿Cuáles son sus principales efectos? ¿Cómo pueden prevenirse? ¿Qué mejoras tuvieron las políticas monetarias y de regulación financiera en América Latina que protegieron a la mayoría de los países de los efectos desestabilizadores de la crisis de Estados Unidos y Europa? ¿Qué riesgos persisten a pesar del buen desempeño de la región en este episodio?

Estas son las preguntas centrales que nos ocuparán en los tres últimos módulos que conforman el curso sobre crecimiento y estabilidad macro. Para completar este análisis, en el curso sobre políticas fiscales se analizarán las condiciones en las que el gasto público y las deudas de los gobiernos son fuentes de inestabilidad y crisis, y cómo pueden reducirse esos riesgos.

En el presente módulo empezamos por describir las manifestaciones más frecuentes de inestabilidad macro y sus principales consecuencias, y describimos en términos muy simplificados la influencia que tienen los factores externos y las políticas internas en la estabilidad macroeconómica.

La incapacidad para crecer a un ritmo sostenido es la principal manifestación de un ambiente macroeconómico inestable. En efecto, la volatilidad del crecimiento –medida por las fluctuaciones que experimenta de un año a otro la tasa de crecimiento de un país—se considera la medida más adecuada de volatilidad macro.¹ De acuerdo a esta medida, las economías latinoamericanas son mucho más volátiles que las economías desarrolladas, y algo más que las economías

¹ En términos estadísticos, se utiliza la desviación estándar de la tasa de crecimiento del PIB para medir la volatilidad.

asiáticas emergentes, pero menos que otras regiones en desarrollo (Gráfico 1). Sin embargo, la volatilidad y las crisis macro pueden tener muchas manifestaciones, como se verá en la primera sección de este módulo. Aunque hay fuerte evidencia de que la volatilidad perjudica el crecimiento económico, las consecuencias dependen de sus características. Una recesión puede generar pocas pérdidas de bienestar si las familias tienen buen acceso al crédito y a otros mecanismos para proteger el consumo, y si no ocurren simultáneamente crisis de otra naturaleza. Los períodos de recesión verdaderamente dañinos son los que van acompañados de (o causados por) crisis macro, en cualquiera de sus modalidades:

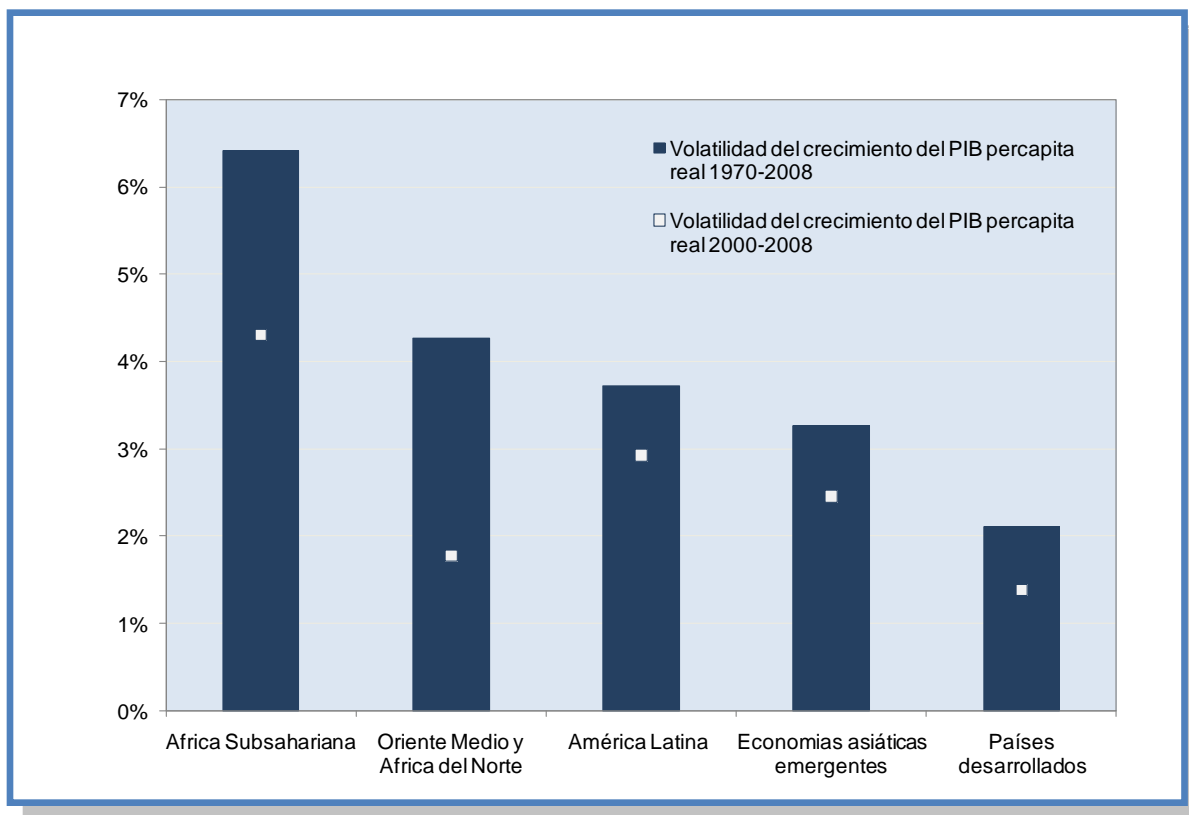
- aumentos acelerados de precios,
- crisis bancarias, y
- repudio o incumplimiento de las obligaciones de deuda de los gobiernos.

En ciertas corrientes del pensamiento latinoamericano, está muy arraigada la opinión de que los factores externos son las principales causas de la inestabilidad y las crisis macroeconómicas. En la segunda sección de este módulo, explicaremos cuáles son los principales canales de shocks exógenos –y cómo suelen medirse–, considerando tanto los shocks externos como los desastres naturales. Sin embargo, como argüiremos en la tercera sección, el impacto de los shocks exógenos depende, ante todo, de la calidad de las políticas internas. Es cierto que, en los peores períodos por los que han pasado los países latinoamericanos, las condiciones externas han sido menos favorables que durante los mejores períodos. Pero lo que realmente distingue a los malos de los buenos períodos es la ocurrencia de crisis monetarias, cambiarias, bancarias o de deuda, sugiriendo que las causas fundamentales de la inestabilidad macro están en la calidad de las

políticas.

Las causas fundamentales de la inestabilidad macro están en la calidad de las políticas.

Gráfico 1: Volatilidades del crecimiento económico por regiones mundiales



Fuente: Banco Mundial - World Development Indicators

La volatilidad macroeconómica

La inestabilidad del crecimiento económico es un rasgo bastante común de las economías latinoamericanas. Típicamente, de un año a otro, el crecimiento en un país latinoamericano puede aumentar o disminuir tres o cuatro puntos porcentuales. Los años ochenta constituyeron la década reciente de mayor volatilidad del crecimiento económico, y también el período de peor crecimiento (Gráfico 2). En efecto, cuanto mayor es la volatilidad del crecimiento, menor tiende a ser el ritmo de crecimiento económico.

E *Nicaragua*

Nicaragua es el país de la región que ha sufrido de mayor volatilidad, y es también el que peor desempeño ha tenido en materia de crecimiento, en su peor década de crecimiento, de 1979 hasta 1988 (Gráfico 3).

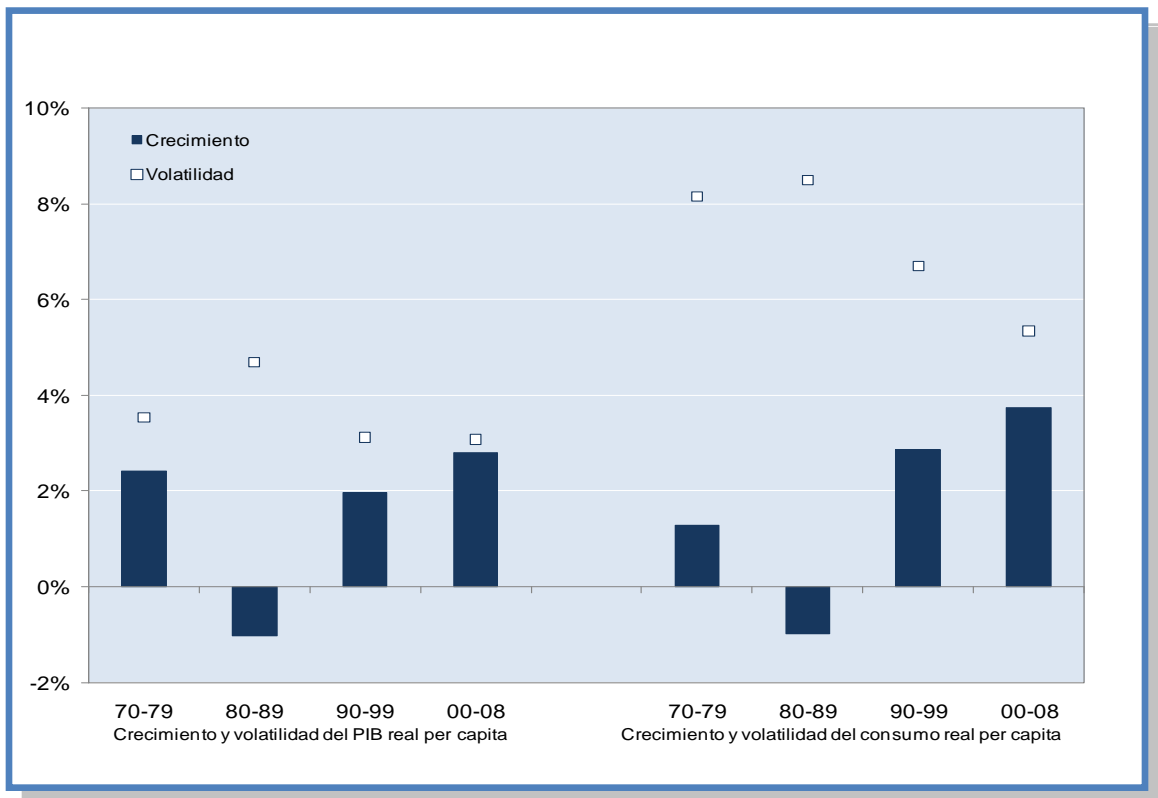
E *Colombia y Costa Rica*

Países más estables, como Colombia y Costa Rica, han tenido un mejor crecimiento promedio que otros países donde los períodos de crecimiento acelerado han sido la antesala de profundas recesiones.

Los países latinoamericanos tienden a crecer poco en el mediano plazo no porque sean incapaces de crecer a tasas altas durante ciertos períodos, sino porque no consiguen sostener esas tasas. Así, mientras que, prácticamente en todos los casos, los países emergentes de Asia logran sostener por diez años o más sus altas tasas de crecimiento, solo cerca de la mitad de los episodios de rápido crecimiento en América Latina perduran más de una década.

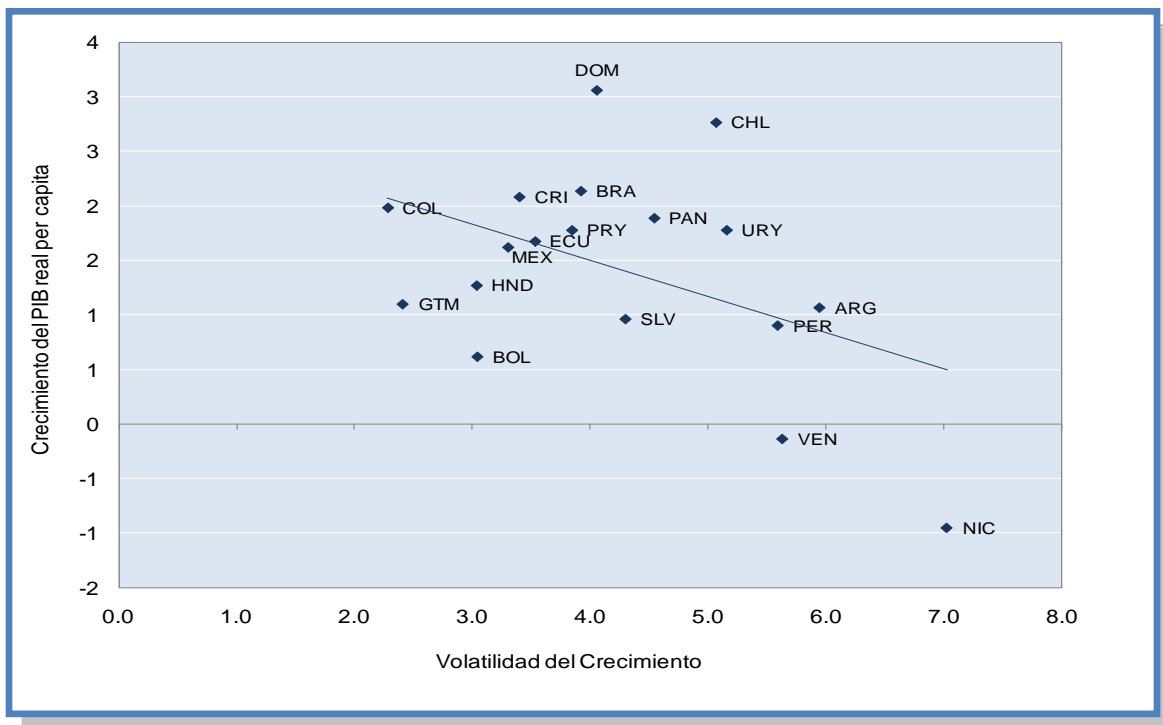
Cuanto mayor es la volatilidad, menor tiende a ser el crecimiento económico. Las economías latinoamericanas tienden a crecer poco en el mediano plazo porque no consiguen mantener por largo tiempo los períodos de buen crecimiento.

Gráfico 2: Crecimiento y volatilidad del PIB y el consumo de los hogares en América Latina



Fuente: Banco Mundial - World Development Indicators

Gráfico 3: Crecimiento y volatilidad del PIB en América Latina, 1970-2008
(Porcentajes)



Fuente: Banco Mundial - World Development Indicators

Aunque la relación inversa entre volatilidad y crecimiento es significativa tanto en América Latina como en el resto del mundo, dista de ser una relación mecánica, puesto que los efectos dañinos de la volatilidad dependen de circunstancias diversas. Es preciso tener presente que las fluctuaciones en el ritmo de actividad económica y del empleo son inherentes al funcionamiento de cualquier economía y que, por consiguiente, sería un error pretender eliminar los ciclos económicos. El objetivo de política más bien debe ser:

- mejorar la capacidad para absorber las perturbaciones que son inevitables,
- corregir las deficiencias en las políticas y en las instituciones que generan inestabilidad interna y que pueden dar origen a crisis macroeconómicas de distintos tipos, y

- desarrollar los mecanismos para minimizar los efectos dañinos de la volatilidad y de las crisis sobre el bienestar de las personas y sobre las posibilidades de crecimiento futuro.

En América Latina, la inestabilidad macroeconómica es muy dañina para el bienestar porque no existen suficientes mecanismos para estabilizar el consumo de las familias, especialmente las más pobres. Como se observa en el Gráfico 2, la inestabilidad del consumo de las familias es aproximadamente dos veces mayor que la inestabilidad de la actividad económica. Se ha calculado que el bienestar de la población en los países latinoamericanos sería entre 5 y 10% mayor si se redujera la volatilidad del consumo (en cambio, en los países desarrollados el bienestar apenas aumentaría un 1% reduciendo la volatilidad del consumo).

La inestabilidad puede también dejar secuelas permanentes sobre la capacidad de crecimiento de una economía. Aunque las fluctuaciones normales de la actividad económica pueden ser dañinas para el crecimiento económico futuro (porque destruyen capital humano y pueden retrasar los procesos de innovación), los colapsos que desvían sustancialmente al PIB de su tendencia dejan huellas mucho más profundas en la productividad, que nunca logran recuperarse. Puesto que, como se analiza más adelante en este módulo, los períodos de peor crecimiento (que en muchos casos implican verdaderos colapsos) suelen ocurrir cuando tienen lugar crisis macroeconómicas de distinto tipo, que posiblemente son su causa, la primera prioridad de las políticas macroeconómicas no debe ser suavizar los ciclos económicos normales sino evitar dichas crisis. Sólo cuando un país logra mantener bajo control los riesgos de crisis macroeconómicas puede hacer

Principales manifestaciones de inestabilidad económica

Volatilidad del crecimiento económico.

Volatilidad del consumo.

Inflación

esfuerzos eficaces para suavizar los ciclos económicos normales.

La inestabilidad macroeconómica tiene muchas otras manifestaciones, más allá de la volatilidad del crecimiento económico o del consumo, que afectan por diversos canales a las familias y la economía en su conjunto. Es conveniente empezar por la inflación, ya que ésta constituyó, hasta hace poco tiempo, un mal endémico en la región.

La inestabilidad de precios

La reducción de la inflación fue la principal conquista de las políticas económicas en América Latina en décadas recientes. En el período 2000-2008, la tasa promedio de inflación anual en los 18 países de la región fue de solo 8%, y apenas cuatro países registraron en algún año aumentos de precios por encima de 20%. En abierto contraste, a fines de la década de 1980, de los mismos 18 países, 11 tenían tasas de inflación de más de 20%, y cuatro sufrían de aumentos de precios de más de 1000% anual. En 1988, Nicaragua había alcanzado la tasa más alta de inflación registrada en toda la historia de América Latina (13.109,5%), superando el record de Bolivia un par de años atrás (11.749,6%).

Tasas de inflación promedio anual en América Latina

| <u>Período de 2000-2008</u> | <u>Finales de la década de 1980</u> |
|---|---|
| - Tasa de inflación: 8% | - Tasas de inflación: 20% |
| - Cuatro países registraron aumento de precio por encima de 20% | - Cuatro países registraron aumento de precio por encima de 1000% |

- ➔ Las tasas de inflación de este orden generan grandes redistribuciones de riqueza a favor de quienes tienen deudas en moneda local, principalmente el gobierno, dado que reducen el valor “real” de dicha deuda, es decir, comparado con el ritmo creciente de los precios de los demás bienes y servicios de la economía. De hecho, la causa principal de las altas tasas de inflación es la incapacidad del gobierno para financiarse de otra forma, optando así por expropiar a través de la inflación a sus acreedores nacionales. Por estas razones, las altas tasas de inflación son perjudiciales para el ahorro.
- ➔ Las altas inflaciones también redistribuyen riqueza a favor de quienes tienen capacidad para ajustar aceleradamente los precios de sus ingresos y sus activos. En contrapartida, quienes pierden son quienes tienen efectivo o títulos de deuda denominados en moneda local, los asalariados y todos aquellos que tienen ingresos o activos con precios fijos o que no se logran ajustar con la misma rapidez.
- ➔ Pero aparte de redistribuir la riqueza, las altas tasas de inflación generan pérdidas para el conjunto de la sociedad, porque impiden que los recursos productivos se asignen bien, ya que se hace difícil discernir cuáles son los verdaderos precios relativos entre unos bienes y otros, y porque la ganancia económica pasa a depender de la habilidad financiera y especulativa, más que de la eficiencia tecnológica o el esfuerzo productivo. Basta con que la inflación supere el 10% o el 20% anual para que la productividad y el crecimiento sean víctimas de estos efectos adversos. Es cierto que una inflación estable y predecible genera poco o ningún costo, pero la experiencia ha demostrado una y otra vez que la inflación se vuelve volátil e impredecible más allá de un umbral bastante bajo. Por eso, analistas reconocidos en estos temas, como son Carmen Reinhart y Kenneth

Rogoff, consideran que cualquier inflación por encima del 20% cae en la categoría de crisis inflacionaria. Según este estándar ellos encuentran que después de la Segunda Guerra Mundial, América Latina y África han tenido una mayor propensión a las crisis inflacionarias, y que esta tendencia fue especialmente aguda en las décadas de 1980 y 1990.

La inflación es dañina porque redistribuye la riqueza a favor de los deudores, especialmente el gobierno, y porque destruye los incentivos para producir eficientemente, ya que oscurece las señales de precios y hace que las ganancias pasen a depender ante todo de la habilidad financiera

Pueden aplicarse criterios semejantes para identificar las crisis cambiarias. Los autores mencionados anteriormente consideran que hay una crisis cambiaria cuando hay una depreciación del 15% o más de la moneda de un país (con respecto al dólar, en el caso de los países latinoamericanos). Las crisis cambiarias y las crisis inflacionarias van de la mano en una mayoría abrumadora de casos, y las razones por las que son dañinas son, en general, las mismas. Utilizando los criterios de Reinhart y Rogoff, el Cuadro 1 presenta un conteo de las crisis de inflación y cambiarias por países y por décadas. Mientras que en la década de 1980, en promedio, cada país tuvo seis años con crisis de inflación y cinco años con crisis cambiarias, en la década del 2000, esas frecuencias se redujeron a 0,6 y 0,9 años.

Crisis bancarias

Las crisis bancarias han sido un fenómeno recurrente en América Latina. Según Reinhart y Rogoff, desde 1945, cada país latinoamericano ha tenido en promedio dos ocasiones en las que han ocurrido uno de estos dos eventos:

- ha habido corridas de depósitos bancarios que han llevado al gobierno a cerrar, fusionar, o tomar el control de una o más instituciones financieras (como en Venezuela en 1993 o Argentina en 2001), o
- aunque no haya habido corrida de depósitos, ha habido una serie de cierres, fusiones, tomas de control o medidas de apoyo masivo a importantes intermediarios financieros en problemas (como en Bolivia en 1994, Brasil en 1994-1996, Colombia en 1982 y 1998, o México en 1981-1991 y en 1994-1997, para citar solo algunos ejemplos).

Puesto que las crisis bancarias no se solucionan de la noche a la mañana, el 9,7% de la historia de la post-guerra en cualquier país latinoamericano ha ocurrido en presencia de crisis bancarias. Las décadas de 1980 y 1990 fueron prolíficas en crisis bancarias en la región, mientras que la década del 2000 presenció relativamente pocas, a pesar del convulsionado escenario internacional (Cuadro 1). Como veremos en el módulo sobre la banca, las crisis bancarias han tendido a estallar después de que se liberan las restricciones a los movimientos internacionales de capitales y después de haber intentado desregular y flexibilizar la actividad bancaria y financiera interna sin previamente haber establecido sistemas adecuados de supervisión y vigilancia. Las crisis financieras generan enormes costos para la sociedad, puesto que producen sequías de crédito, parálisis de inversión y profundas caídas en la actividad productiva.

En los años que siguen al estallido de una crisis financiera sistémica (como la de Argentina a partir del 2001 y la que empezó en Colombia en 1998), la tasa de desempleo aumenta fuertemente (6 puntos en Argentina y cerca de 13 en Colombia), los ingresos per cápita caen en forma abrupta (22% en Argentina, 7% en Colombia), el déficit fiscal aumenta (9,5 puntos del PIB en Argentina, y 3,8 puntos en Colombia) y la deuda pública se dispara, no solo por cuenta del mayor déficit, sino por el costo fiscal que implica rescatar y recapitalizar a las entidades financieras en problemas. Por consiguiente, es crucial prevenir las crisis financieras para proteger no solo a los ahorradores que pueden tener depósitos en las entidades con problemas sino, sobre todo, para evitar todas estas secuelas para la sociedad en su conjunto.

Las crisis bancarias sistémicas generan enormes costos para la sociedad, porque producen sequías de crédito, profundas caídas en la actividad productiva y en el empleo y elevan el endeudamiento público.

Incumplimientos de deuda soberana

Incumplimiento de Deuda Externa

Los incumplimientos de las obligaciones de deuda por parte de los gobiernos (o “defaults”, como se dice en inglés) son un componente central de la historia fiscal de América Latina y, en realidad, de casi cualquier país del mundo. En el cuidadoso recuento que hacen Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff de los episodios de incumplimiento o renegociación de las deudas externas de los gobiernos, aparecen 126 casos para 18 países latinoamericanos desde su Independencia hasta 2008. El récord regional corresponde a Honduras y Nicaragua, con 10 episodios cada uno, pero le siguen de cerca Bolivia y Costa Rica con

nueve episodios cada uno. Después de la Segunda Guerra Mundial y hasta fines de la década de 1970, hubo relativamente pocos incumplimientos (aunque Chile tuvo cinco incumplimientos entre 1960 y 1974). Con excepción de Colombia y El Salvador, tuvieron incumplimientos de deuda todos los países en alguna ocasión entre 1979 y 1986. Aunque los incumplimientos de deuda externa han sido más idiosincráticos desde la década de 1990, el síndrome de las crisis de deuda –la “intolerancia a la deuda”, para usar la expresión de Reinhart y Rogoff– no ha desaparecido del todo de América Latina: Honduras y Nicaragua y, en menor medida, Argentina tuvieron episodios frecuentes de incumplimiento en la década del 2000. Son destacables en cambio los casos de Bolivia, Panamá y Perú, que dejaron de registrar incumplimientos en la década del 2000 tras enfrentar diversos y numerosos eventos de este tipo en las décadas de 1980 y 1990 (ver Cuadro 1).

Incumplimientos de las deudas públicas internas y diversas formas de expropiaciones de los activos del público en el sistema financiero

Aparte de estos numerosos episodios relacionados con la deuda externa, también han ocurrido incumplimientos de las deudas públicas internas y diversas formas de expropiaciones de los activos del público en el sistema financiero interno. Aunque no existe un conteo exhaustivo, pues estos incumplimientos y expropiaciones toman formas muy variadas, Reinhart y Rogoff identifican 14 episodios en 10 países latinoamericanos entre 1975 y 2008. La mayoría ocurrió simultáneamente con incumplimientos de deuda externa, y unos cuantos como parte de crisis financieras y/o cambiarias. La forma más común de estos incumplimientos y expropiaciones consiste en cambiar, por ley o por decreto, la denominación de las deudas o los

depósitos, reduciéndoles su valor efectivo.

E *Argentina, México y Perú*

Por ejemplo, desde 1982, en Argentina en tres ocasiones, en México en una ocasión y en Perú en otra, se han convertido a moneda local, en forma forzosa, las deudas o depósitos denominados en dólares, desconociéndoles el incremento del valor nominal debido al aumento del tipo de cambio.

E *Brasil*

En Brasil, en contextos de alta inflación, en dos ocasiones se ha desconocido el ajuste por indexación de los títulos de deuda interna.

La inflación es la forma más usual en que los gobiernos reducen el valor efectivo de sus obligaciones de deuda interna denominadas en moneda local, como hemos mencionado. Los mecanismos de incumplimiento y expropiación que hemos descrito aplican precisamente a las obligaciones de deuda que están protegidas contra la inflación por estar denominadas en dólares o indexadas al índice de precios.

Los incumplimientos de las obligaciones de deuda externa del gobierno son dañinos para la economía y para la sociedad.

➡ En los años inmediatamente anteriores y posteriores a los incumplimientos, se observan reducciones de la actividad económica y el empleo.

➡ En forma más permanente, los incumplimientos y expropiaciones generan desconfianza en el sistema financiero y en los mercados de capitales internos y externos, con la consecuencia de que reducen la oferta de crédito y el tamaño de los mercados de capital. Los mayores perjuicios los perciben las empresas medianas y pequeñas y las

familias, puesto que las empresas más grandes y el mismo gobierno pueden acudir al financiamiento internacional, aunque posiblemente a costos mayores, debido a que dichos incumplimientos elevan la percepción de riesgo del país.

- ➔ Aunque los incumplimientos de deudas externas afectan más directamente la percepción de riesgo de los acreedores externos, también tienen efectos dañinos sobre las instituciones financieras que operan en el país y sobre la confianza en general.

Cuadro 1: América Latina: Crisis por décadas, 1970-2008 (Número de años en crisis por década)

| | Crisis de Inflación 1/ | | | | Crisis cambiarias 2/ | | | | Crisis Bancarias sistémicas 3/ | | | | Crisis de Deuda 4/ | | | |
|--------------------------|------------------------|------------|------------|------------|----------------------|------------|------------|------------|--------------------------------|------------|------------|------------|--------------------|------------|------------|------------|
| | 70s | 80s | 90s | 00s | 70s | 80s | 90s | 00s | 70s | 80s | 90s | 00s | 70s | 80s | 90s | 00s |
| Argentina | 9 | 10 | 3 | 2 | 8 | 12 | 3 | 1 | 0 | 4 | 3 | 3 | 0 | 8 | 4 | 3 |
| Bolivia | 4 | 7 | 1 | 0 | 2 | 6 | 0 | 0 | 0 | 2 | 4 | 0 | 0 | 9 | 8 | 0 |
| Brasil | 7 | 10 | 6 | 0 | 6 | 12 | 8 | 3 | 0 | 1 | 5 | 0 | 0 | 7 | 5 | 0 |
| Chile | 10 | 3 | 2 | 0 | 11 | 6 | 0 | 1 | 2 | 3 | 0 | 0 | 3 | 7 | 1 | 0 |
| Colombia | 6 | 7 | 7 | 0 | 1 | 10 | 6 | 2 | 0 | 6 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Costa Rica | 1 | 4 | 3 | 0 | 1 | 2 | 2 | 0 | 0 | 1 | 3 | 0 | 0 | 9 | 1 | 0 |
| Ecuador | 1 | 8 | 8 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 | 5 | 3 | 0 | 8 | 7 | 2 |
| El Salvador | 0 | 3 | 2 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Guatemala | 1 | 1 | 2 | 0 | 0 | 2 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 0 | 0 |
| Honduras | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 9 | 10 | 9 |
| México | 2 | 10 | 5 | 0 | 1 | 7 | 3 | 1 | 0 | 2 | 6 | 1 | 0 | 8 | 1 | 0 |
| Nicaragua | 2 | 10 | 3 | 1 | 1 | 6 | 4 | 0 | 0 | 3 | 7 | 1 | 0 | 7 | 10 | 9 |
| Panamá | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 | 7 | 7 | 0 |
| Paraguay | 2 | 7 | 3 | 0 | 0 | 4 | 4 | 2 | 0 | 0 | 5 | 1 | 0 | 4 | 3 | 2 |
| Perú | 5 | 10 | 5 | 0 | 4 | 10 | 6 | 0 | 0 | 7 | 1 | 0 | 2 | 8 | 8 | 0 |
| Uruguay | 9 | 9 | 7 | 0 | 10 | 10 | 9 | 2 | 1 | 4 | 0 | 1 | 0 | 4 | 2 | 1 |
| Venezuela, RB | 0 | 4 | 10 | 4 | 0 | 3 | 7 | 2 | 2 | 7 | 2 | 0 | 0 | 6 | 4 | 2 |
| Rep. Dominicana | 0 | 5 | 2 | 2 | 0 | 3 | 1 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 8 | 5 | 1 |
| América Latina 4/ | 3.3 | 6.0 | 4.2 | 0.6 | 2.6 | 5.2 | 3.2 | 0.9 | 0.3 | 2.6 | 2.3 | 0.6 | 0.3 | 6.2 | 4.2 | 1.6 |

Fuente: Reinhart C. y K. Rogoff (2010). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton Press. Base de datos.

Notas:

1/ Inflación de más de 20% en cada país

2/ Devaluación de más de 15% en cada país

3/ En una crisis bancaria sistémica, un gran número de instituciones pertenecientes al sector financiero y empresarial se declaran en dificultades para cumplir con sus obligaciones de deuda y, en algunos casos, no pagan las mismas.

4/ Default o renegociación de Deuda Externa

5/ Promedio

Los incumplimientos de las obligaciones de deuda del gobierno generan desconfianza y reducen la oferta de recursos de financiamiento.

Al hacer un balance de los distintos tipos de crisis macroeconómicas por décadas, es evidente que, en la década del 2000, la frecuencia de todo tipo de crisis fue mucho menor que en las dos décadas anteriores. También al comparar con la década de 1970, hubo progresos, puesto que en esa década eran frecuentes las crisis de inflación y cambiaria, aunque no las crisis bancarias o de deuda. Es cierto que la volatilidad del crecimiento económico en la década del 2000 no fue sustancialmente distinta que la de décadas anteriores, con excepción de la década de 1980, pero concentrarse en esta dimensión de la inestabilidad macro llevaría a una conclusión errada sobre los progresos alcanzados:

- ➔ Por un lado, la mayor estabilidad del consumo privado en la década del 2000 es indicativa de que, aunque la volatilidad del crecimiento no se haya reducido en forma apreciable, los costos sociales de dicha volatilidad son actualmente mucho menores.
- ➔ Por otro lado, el hecho de que se hayan reducido considerablemente los eventos de crisis a pesar de la volatilidad significa que se han hecho importantes mejoras en las políticas macroeconómicas, evitando así costos económicos y desarreglos institucionales mayores.

Fuentes exógenas de inestabilidad

La influencia de los factores externos en los ciclos económicos de la región es un fenómeno histórico bien documentado.

E

Argentina, Brasil, Chile, y México (1870-2004)

Considerando a Argentina, Brasil, Chile, y México durante un periodo de 135 años (1870-2004), se ha encontrado que los ciclos de los cuatro países han ocurrido en forma bastante sincrónica, debido especialmente a la influencia de los términos de intercambio (es decir la relación entre los precios de exportación y los de importación), las tasas de interés y las fluctuaciones en la actividad económica en los países desarrollados. Hasta antes de 1930, las condiciones de la economía global explicaban cerca del 70% de los ciclos comunes de la región; posteriormente, explican cerca del 40 o 50% del ciclo latinoamericano, dependiendo del sub-período.

Shocks externos reales

Es útil distinguir entre los canales reales y los canales financieros de influencia externa. Los canales reales tienen que ver con el volumen y los precios del comercio internacional de bienes y de servicios como el turismo, mientras que los canales financieros ocurren a través del monto y los costos del financiamiento externo. Las remesas que los trabajadores emigrantes hacen a sus familias en su país de origen se han convertido, en las últimas décadas, en otro canal importante de influencia externa en la actividad económica de algunos países, especialmente los de Centro América y el Caribe.

Los shocks externos pueden operar a través de canales reales, como el volumen y los precios del comercio internacional, o por canales financieros, como el costo y la disponibilidad de financiamiento externo.

E

Influencia en América Latina del Crecimiento de la Economía Mundial

Cuando el crecimiento de la economía mundial aumenta en un punto porcentual, el de las economías latinoamericanas se eleva aproximadamente en 1,3 puntos porcentuales, en el plazo de un año. Alternativamente, se ha calculado que, cuando aumenta en un punto el crecimiento de las siete economías desarrolladas más grandes (el llamado G7: Estados Unidos, Japón, Alemania, Reino Unido, Francia, Italia y Canadá), el crecimiento en América Latina el siguiente trimestre se eleva 0,6 puntos (y, luego de aumentos adicionales, se acumula en total un aumento del PIB de 1,3%). Se presume que la principal razón de esta influencia externa está constituida por el aumento en los volúmenes de exportaciones de los productos de la región.

E

Influencia de los Precios Internacionales en América Latina

Por otra parte, los precios internacionales, tanto de importación como de exportación, ejercen una importante influencia sobre la actividad económica de la región. Por cada punto porcentual de aumento en los términos de intercambio, el crecimiento en América Latina aumenta 0,2 puntos porcentuales al cabo de dos trimestres. Este efecto puede parecer pequeño, por comparación con el efecto de la actividad económica mundial o de los países desarrollados, pero debe tenerse en cuenta que, mientras el crecimiento mundial suele fluctuar unos 0,3 puntos porcentuales de un trimestre a otro, los términos de intercambio varían típicamente 5% cada trimestre.

Shocks externos financieros

La importancia de los factores financieros externos en la volatilidad económica de la región no es despreciable. Se ha estimado que el canal financiero da cuenta de aproximadamente un 60% de la influencia de los factores externos. Aunque, en principio, convendría poder distinguir entre cantidades y costo del financiamiento, esa descomposición es poco factible en la práctica. La distinción que se hace usualmente es entre los dos componentes del costo del financiamiento externo: la tasa de interés básica, o "sin riesgo", y la prima de riesgo.² La tasa de interés "sin riesgo" es el rendimiento de los títulos más seguros (tales como los títulos del Tesoro de los Estados Unidos), y la prima de riesgo es el rendimiento adicional que deben pagar los gobiernos para obtener financiamiento internacional. Como es de esperarse, un aumento en cualquiera de los dos componentes del costo financiero tiene una influencia negativa sobre el crecimiento en los países latinoamericanos.

➡ Sin embargo, la **tasa de interés básica** tiene un efecto moderado, en parte porque fluctúa en rangos reducidos. Se calcula que un aumento de un punto porcentual (o 100 puntos básicos) en el rendimiento de los títulos del Tesoro de los Estados Unidos acarrea una reducción de 0,3 puntos en el crecimiento (o hasta 0,4 puntos con el paso del tiempo) en las economías latinoamericanas (pero típicamente este rendimiento cambia solamente unos 36 puntos básicos de un trimestre a otro).

➡ Las **primas de riesgo** pueden tener efectos mayores. Considérese un aumento de 100 puntos básicos (típicamente la variación es de unos 60 puntos) que refleja menor apetito de los inversionistas por los activos de alto riesgo en general, independientemente del deudor.

² Aunque estrictamente estos dos componentes no son independientes, pues mayores tasas de interés "sin riesgo" impactan las primas de riesgo.

Este aumento trae consigo una reducción del crecimiento en los países latinoamericanos de unos 0,4 puntos en el primer trimestre, con un efecto acumulativo que llega con el tiempo hasta 1,2 puntos porcentuales del PIB. Adicionalmente, puede haber aumentos en el riesgo específico de un país en particular, que acarrearía efectos adicionales.

En síntesis, las fluctuaciones típicas en la actividad económica mundial, o de los países desarrollados, y en las condiciones financieras internacionales son fuentes importantes de inestabilidad para las economías latinoamericanas.

Se calcula que, aproximadamente, la mitad de la volatilidad del PIB (conjunto) de América Latina se origina en shocks externos. Sin embargo, ello se debe no solamente a la frecuencia y tamaño de esas fluctuaciones, sino también a las condiciones internas de estas economías que reproducen o magnifican los impactos externos, como discutiremos más adelante.

Otros factores “exógenos” que generan inestabilidad

En adición a las fuentes externas de inestabilidad, las economías latinoamericanas están sometidas a otras perturbaciones que pueden considerarse exógenas al sistema económico.

1. **La propensión a los desastres naturales** es una de ellas. Los terremotos devastadores que ocurrieron en 2010 en Haití y en Chile son una indicación de la importancia de esta fuente de inestabilidad. Se calcula que el monto de los daños estructurales —a viviendas, empresas, edificios públicos— causados por el sismo de Haití fue superior al PIB de ese país. En el caso de Chile, los daños materiales fueron aproximadamente el doble en términos de dólares, aunque eso representa aproximadamente

10-15% del PIB de ese país. En comparación con las pérdidas atribuibles a los ciclos económicos, queda claro que hasta las recesiones económicas más profundas son asuntos menores frente a los desastres naturales de mayor magnitud. En vidas humanas, el efecto directo de estos terremotos fue muy diferente en los dos países: unos pocos cientos de personas en el caso de Chile, en comparación con cerca de 200.000 en Haití. Los efectos directos de los desastres naturales dependen no sólo de su intensidad física, sino también del tamaño de la economía y de su nivel de ingreso per cápita. Cuanto mayor sea el tamaño del país, es más posible que el impacto sea moderado, pues los países más grandes tienden a ser más diversificados geográfica y económicamente. Por otro lado, mientras más prósperos sean sus habitantes, más recursos podrán destinarse a medidas preventivas antes de un desastre, y será más factible que se hayan adoptado códigos de construcción y de planificación del uso de las tierras. Diversas investigaciones sugieren que los efectos de los desastres naturales dependen además de las características institucionales de los países: los efectos son menores en sistemas democráticos y en sociedades más igualitarias, donde son mayores los incentivos a desarrollar y hacer cumplir buenos sistemas de prevención y respuesta inmediata. Aparte de los efectos directos por pérdidas de vidas y por daños a la infraestructura física, los desastres naturales generan efectos indirectos por pérdidas de producción económica (bien sea debido a daños de los activos productivos y otras causas que generan interrupciones en la producción o el comercio). En la mayoría de casos, estos efectos indirectos sobre la producción son transitorios, en el sentido de que rápidamente la economía alcanza el nivel de producción e ingresos que habría tenido si no hubiera ocurrido el desastre.

Pero cuando un país sufre un desastre de gran magnitud en términos del número de muertes por millón de personas –y el de Haití fue uno de ellos—el resultado probable no es sólo un crecimiento más lento, sino un crecimiento negativo durante la década siguiente. Según la experiencia mundial en que se basa este análisis, al comenzar la década del 2020, Haití puede tener un PIB 28% menor del que alcanzaría si no hubiera ocurrido el terremoto. Este cálculo, más que una predicción, es una indicación del esfuerzo que deben desplegar la comunidad internacional y el sistema político interno para evitar tal resultado.

2. Otro factor de inestabilidad interna que puede considerarse exógeno es la estructura de la producción. Las ventajas comparativas llevan a los países en sus etapas tempranas de desarrollo a concentrar su producción en sectores que son intensivos en trabajadores sin calificación y en la explotación de recursos naturales. Estos sectores están más expuestos a los shocks de precios y a los desastres naturales y, posiblemente, son también más vulnerables a interrupciones por deficiencias en la oferta regular de insumos y de servicios complementarios, tales como transporte y almacenamiento. Estos patrones de especialización en sectores inestables pueden explicar una parte sustancial de la mayor volatilidad de las economías en desarrollo.

Las políticas como fuente de perturbaciones y de amplificación de los shocks

Dicho todo esto, una importante fuente de inestabilidad económica son las políticas que adoptan los países. Por lo general, a los países les va mal no cuando sufren un shock externo o un desastre natural sino cuando adoptan políticas que conducen a que haya alguna de las crisis descritas en este capítulo. Algunas veces, las políticas inadecuadas son propiciadas por un shock exógeno, cuyos efectos dañinos tienden a ser amplificados; en otras ocasiones, los shocks desencadenan crisis que estaban latentes debido a malas políticas fiscales, monetarias o financieras adoptadas con anterioridad; en otras ocasiones, sin necesidad de perturbación exógena alguna, las políticas inadecuadas desencadenan los malos resultados económicos.

Las políticas que adoptan los países son la principal fuente de inestabilidad macro, bien sea porque amplifican los shocks externos, porque no crean defensas adecuadas para enfrentarlos, o porque directamente generan inestabilidad en el ambiente económico.

El Cuadro 2 permite comparar los períodos (de 10 años continuos) de mejor crecimiento con los períodos (de 10 años continuos) de peor crecimiento de los países de la región. Estos períodos varían según el país:

E Argentina y México

Por ejemplo, mientras que los mejores 10 años de Argentina fueron 1991-2000 y los peores 1981-1990, en México los mejores años fueron 1972-1981 y los peores 1982-1991.

En promedio, el crecimiento del PIB per cápita en los mejores períodos ha sido 3,7% y en los peores -1,6%. Los shocks externos seguramente han tenido alguna incidencia, como se refleja en el hecho de que, en los períodos de mejor crecimiento, el comercio mundial fue algo más dinámico que en los períodos de peor desempeño, los términos de intercambio aumentaron ligeramente y fueron más estables, y las tasas de interés externas fueron menores. Como es de esperarse, la volatilidad del crecimiento económico, del consumo y de los resultados fiscales fue mayor en los malos períodos. Pero lo que realmente distingue a los buenos de los malos períodos es la ocurrencia de crisis: la frecuencia de las crisis de inflación es más de dos veces superior en los períodos de más bajo crecimiento, las crisis cambiarias ocurren con una frecuencia más de tres veces superior, las crisis bancarias se multiplican por cuatro y las de deuda por dos.

En forma frecuente, los gobiernos instigan la inestabilidad macroeconómica porque adoptan políticas monetarias que generan inflación y crisis cambiarias, o porque no crean mecanismos de defensa (como son las reservas internacionales) para enfrentar los shocks externos (que, por definición, reducen la oferta de divisas) o proteger a los bancos en el evento de una crisis de confianza interna o de otras dificultades.

Las políticas monetarias pueden también ser fuente de inestabilidad macro porque las autoridades económicas se niegan a reconocer las limitaciones en las que operan dichas políticas.

Pretender, por ejemplo, que puede controlarse el tipo de cambio y la cantidad de dinero simultáneamente cuando el país está integrado financieramente con el resto del mundo puede ser una fuente de sorpresas desagradables. Por razones que se explicarán en el módulo siguiente, en estas condiciones, la política monetaria tenderá a acentuar los períodos de bonanza externa y a generar crisis cambiarias cuando ocurren shocks externos. La consistencia entre la política monetaria y la política cambiaria –que en realidad son inseparables– es esencial para la estabilidad macroeconómica.

Las políticas de regulación y supervisión del sector financiero, y el conjunto de instituciones que soportan el desarrollo del sistema financiero, son decisivos para que el sector financiero sirva como amortiguador de los shocks externos e internos o, cuando son deficientes, para que se convierta en un canal adicional de inestabilidad.

La regulación y la supervisión deben asegurar que los sistemas financieros estén bien protegidos frente a diversos riesgos:

- ➡ Puede haber pérdidas súbitas de liquidez por aumentos en las tasas de interés, o porque hay una crisis de confianza entre los ahorradores.
- ➡ Puede haber un deterioro de la cartera porque caen las exportaciones más importantes del país, o porque hay un desastre natural que destruye los activos de numerosas empresas.
- ➡ Puede aumentar el valor de los pasivos de los bancos si hay una devaluación y una parte importante de los depósitos está denominada en dólares.

➔ O puede que haya una pérdida de activos porque cae el valor de los bonos del gobierno o de las entidades en que los bancos tienen parte importante de sus recursos.

En economías inestables y sujetas a continuos shocks, como son las latinoamericanas, estos riesgos pueden ser muy importantes. Pero incluso en un contexto macroeconómico estable, es preciso que la regulación y la supervisión prudencial eviten la toma excesiva de riesgos por parte de los bancos y prevean defensas para poder resistirlos.

La estabilidad macro y una buena regulación financiera son requisitos esenciales para que el sistema financiero pueda desarrollarse y ofrecer la diversidad de servicios financieros que requieren las empresas y las familias, no sólo para obtener un buen rendimiento de sus recursos y para poder financiar sus inversiones, sino también para poder soportar los shocks económicos, sean ellos macroeconómicos o idiosincráticos. Sin embargo, la estabilidad macro y la regulación financiera no son suficientes, además es preciso que existan las instituciones que hagan posible el desarrollo financiero. Requisitos no menos importantes para que el sector financiero pueda desarrollarse sobre bases firmes y estables son:

- el respeto a los derechos de los acreedores y a la información crediticia,
- el buen funcionamiento del sistema judicial, y
- un cierto grado de educación financiera de la población.



Cuadro 2: Indicadores de shocks exógenos, volatilidad, y crisis durante los mejores y peores períodos de los países latinoamericanos, 1970 -2008

| | Durante los 10 años continuos de mejor crecimiento en cada país (promedio de 18 países) | Durante los 10 años continuos de peor crecimiento en cada país (promedio de 18 países) |
|---|---|--|
| Crecimiento del PIB per cápita (%) | 3.7 | -1.6 |
| Crecimiento del consumo per cápita (%) | 5.2 | -2.5 |
| Indicadores de shocks exógenos | | |
| Crecimiento del volumen de comercio mundial (%) | 6.0 | 4.6 |
| Crecimiento del índice de términos de intercambio (%) | 1.1 | -1.8 |
| Volatilidad de los términos de intercambio (desviación estándar del crecimiento del índice de términos de intercambio, %) | 15.4 | 13.1 |
| Tasa de interés externa (% de rendimiento de los Títulos del Tesoro de EE.UU.) | 6.8 | 9.4 |
| Desastres naturales (muertes por millón de habitantes por año) | 11.6 | 9.0 |
| Indicadores de volatilidad | | |
| Volatilidad del crecimiento del PIB per cápita real (desviación estándar del crecimiento, %) | 3.0 | 4.9 |
| Volatilidad del crecimiento del consumo privado, per cápita (desviación estándar del crecimiento del consumo, %) | 6.3 | 9.9 |
| Volatilidad fiscal (desviación estándar del gasto público como % del PIB) | 1.4 | 3.7 |
| Indicadores de crisis macroeconómica | | |
| Crisis de inflación (número de años promedio de inflación de más de 20% en cada país) | 2.6 | 6.0 |
| Crisis cambiarias (número de años promedio de devaluación de más de 15% en cada país) | 1.5 | 5.4 |
| Crisis bancarias (número de años promedio durante los diez años) | 0.6 | 2.5 |
| Crisis de deuda (número de años promedio durante los diez años) | 0.7 | 1.8 |

Fuentes: Banco Mundial - World Development Indicators; FMI - World Economic Outlook e International Financial Statistics; EM-DAT; Bloomberg; Reinhart y Rogoff (2010).

Las políticas fiscales también son, frecuentemente, canales de amplificación de los shocks, especialmente cuando se permite que el gasto público aumente aceleradamente en momentos en que la economía está en auge, sin generar los ahorros para proteger las finanzas públicas en los períodos de vacas flacas. Países donde el gasto público tiende a moverse en forma más pro-cíclica tienden a tener mayor volatilidad macroeconómica y a crecer menos. Pero el gasto público es solo uno de los canales mediante los que la política fiscal puede tener efectos estabilizadores o desestabilizadores. Otro canal muy importante es la deuda pública. No hay ningún nivel mágico por debajo del cual la deuda pública sea segura, puesto que, para asegurar la confianza de los acreedores y tener acceso al financiamiento en los momentos difíciles, es preciso que la estructura de la deuda ofrezca protección contra los cambios súbitos en las tasas de interés externas e internas, contra las devaluaciones de la moneda y contra otras contingencias. La confianza de los acreedores depende, entre muchos otros factores, de la historia crediticia, la reputación del país y la percepción sobre la forma como su sistema político puede responder en los momentos críticos para absorber los shocks.



Conceptos claves

- Volatilidad del crecimiento (y de otras variables)
- Indicadores de crisis macroeconómica
- Indicadores de shocks externos
- Canales reales de transmisión de los shocks externos
- Canales financieros de transmisión de los shocks externos
- Pérdidas económicas (directas e indirectas) causadas por los desastres naturales



Preguntas de repaso

1. Explique por qué la volatilidad del consumo per cápita da una mejor idea de los costos de la inestabilidad que la volatilidad del PIB per cápita.
2. Explique por qué, aunque existe una relación inversa entre crecimiento y volatilidad del crecimiento, no es demasiado estrecha.
3. Explique por qué las políticas monetarias pueden amplificar los shocks externos (en el próximo capítulo daremos respuesta más precisa a esta pregunta).
4. Explique de qué manera las políticas de regulación y supervisión financiera pueden amortiguar los efectos adversos de los shocks externos (tema también de un módulo posterior).
5. Explique por qué las políticas fiscales pueden ayudar a amplificar o a amortiguar los shocks externos (asunto que analizaremos también en detalle en otros capítulos).



Temas de estudio adicional e investigación

- 1.** Para un país de su elección, identifique los 10 años continuos de mejor y peor crecimiento económico y los episodios de crisis que ocurrieron en uno y otro.
- 2.** Escriba un breve ensayo descriptivo sobre algún episodio de crisis bancaria o de deuda en un país de su elección, discuta de qué forma afectó el funcionamiento posterior de la economía, y cómo podría haberse evitado o manejado mejor.
- 3.** Para el país que usted prefiera, escriba un breve ensayo sobre cómo las políticas monetarias, financieras y fiscales recientes han incidido en la estabilidad macroeconómica.

Fuentes y lecturas recomendadas

El análisis histórico más completo y autorizado de las crisis macroeconómicas de todo tipo es el libro, varias veces citado, de Reinhart , C. M. & Rogoff, K. R. (2009). *This Time is Different, Eight Centuries of Financial Folly*. New Jersey, MA: Princeton University Press.

Un excelente complemento para quienes están interesados en estudiar las crisis macroeconómicas de algún país en particular es el artículo de Reinhart, C. M. (2010). *This Time is Different Chartbook: Country Histories on Debt, Default, and Financial Crises*. Working Paper 15815. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. Disponible en: <http://www.nber.org/papers/w15815>

Una reseña muy concisa sobre las fuentes y los canales de transmisión de la volatilidad macroeconómica es el artículo de Norman V. Loayza, Romain Ranciére, Luis Servén y Jaime Ventura (2007) "[Macroeconomic Volatility and Welfare in Developing Countries: An Introduction](#)", *The World Bank Economic Review*, Vol. 21, No. 3, pp. 343–357. Para un análisis más amplio, que abrió trocha en esta materia (aunque ya está un poco desactualizado), se recomienda: Banco Interamericano de Desarrollo (1995), *Hacia una economía menos volátil. Progreso Económico y Social en América Latina*.

Fuentes Técnicas

La volatilidad macroeconómica: Diversos estudios han encontrado una asociación inversa entre volatilidad y crecimiento económico. Véase, por ejemplo, el artículo de Garey Ramey y Valerie A. Ramey, "Cross-Country Evidence on the Link between Volatility and Growth", *The American Economic Review*, Vol. 85, Nº. 5, diciembre 1995, pp. 1138-1151. La observación empírica sobre la baja capacidad que tienen los países latinoamericanos para sostener, por largos períodos, altas tasas de crecimiento proviene de Andy Berg, Jonathan D. Ostry, y Jeronim Zettelmeyer(2008), "What Makes Growth Sustained?" Fondo Monetario Internacional, Documento de Trabajo WP/08/59. La estimación del porcentaje de mejora en el bienestar de la población en los países latinoamericanos (y en países desarrollados) que tendría lugar con una reducción de la volatilidad del consumo proviene de la publicación *Securing Our Future in a Global Economy* (2000), Banco Mundial, Washington D.C., la cual es citada por Norman Loayza, Romain Ranciére, Luis Servén y Jaime Ventura, en su artículo "[Macroeconomic Volatility and Welfare in Developing Countries: An Introduction](#)"(2007), *The World Bank Economic Review*, Vol. 21, Nº. 3, pp. 343-357. La afirmación de que los colapsos económicos dejan secuelas permanentes en la productividad está basada en el documento de Juan S. Blyde, Christian Daude y Eduardo Fernández-Arias (2009) "Output Collapses and Productivity Destruction", Banco Interamericano de Desarrollo, Departamento de Investigación, Documento de Trabajo Nº. 666. Los datos sobre las tasas de inflación de los países latinoamericanos provienen del Fondo Monetario Internacional, *International Financial Statistics*. La información sobre el número de crisis de inflación y cambiarias por países y por décadas proviene del libro de Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff (2009) *This Time is Different, Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press. Las estimaciones para Argentina y Colombia sobre los costos de las crisis financieras para la sociedad en términos de desempleo, caída en los ingresos per cápita y aumento del déficit fiscal y de la deuda pública, provienen del artículo de Carmen M. Reinhart (2010) "[This Time is Different Chartbook: Country Histories on Debt, Default, and Financial Crises](#)", National Bureau of Economic Research, Working Paper 15815.

Fuentes exógenas de inestabilidad: La afirmación sobre la sincronía entre los ciclos económicos de Argentina, Brasil, Chile y México y sus determinantes, así como la afirmación de que las condiciones de la economía global explicaban alrededor de 70% de los ciclos comunes de la región hasta antes de 1930 y, posteriormente, el 40 o 50% de los mismos, dependiendo del subperíodo, provienen del estudio de Marco Aiolfi, Luis A.V. Catão y Allan Timmermann(2010), "Common factors in Latin America's business cycles", *Journal of Development Economics*, doi: 10.1016/j.jdeveco.2010.04.003. Las estimaciones del crecimiento económico de América Latina como consecuencia del aumento del crecimiento de las economías del G7, y del aumento en los términos de intercambio, así como la estimación del efecto del aumento del rendimiento de los títulos del Tesoro de los Estados Unidos y de las primas de riesgo sobre el crecimiento en las economías latinoamericanas provienen del estudio de Alejandro Izquierdo, Randall Romero, y Ernesto Talvi(2008), "Booms and Busts in Latin America: The Role of External Factors", Banco Interamericano de Desarrollo, Departamento de Investigación, Documento de Trabajo Nº. 631. La estimación del peso del canal financiero dentro de la influencia de los factores externos en la volatilidad del crecimiento latinoamericano, así como la afirmación de que cerca de la mitad de la volatilidad del PIB de Latinoamérica se origina en shocks externos, provienen del estudio de Pär Österholm y Jeronim Zettelmeyer (2007), "The Effect of External Conditions on Growth in Latin America", Fondo Monetario Internacional, Documento de Trabajo WP/07/176. La breve sección sobre desastres naturales se basa en la publicación del BID, IDEA, "Aspectos Económicos de los Desastres Naturales", Volumen 22, mayo-agosto 2010.

Las políticas como fuente de perturbaciones y de amplificación de los shocks: La idea de analizar la volatilidad comparando los 10 años de mejor y peor crecimiento de los países, y la afirmación sobre las diferencias entre estos periodos en cuanto a las ocurrencias de crisis, fueron tomadas del siguiente artículo, donde se desarrollan en forma muy completa: Ratna Sahay y Rishi Goyal“(2006), “Volatility and Growth in Latin America: An Episodic Approach”, Fondo Monetario Internacional, Documento de Trabajo WP/06/287.