

## Capítulo III

# Volatilidad y crisis en América Latina y el Caribe: la evidencia empírica

### A. Introducción

En este capítulo se analiza la evidencia empírica sobre la volatilidad real en América Latina y el Caribe a fin de contar con una visión actualizada de los fenómenos conexos, así como de las restricciones y oportunidades para diseñar y aplicar políticas eficaces orientadas a reducirla. Para lograr este propósito, se desarrolla en primer lugar un marco conceptual que permite construir e interpretar los hechos estilizados que se describirán y analizarán posteriormente.

Diseñar políticas antivolatilidad en que, sin descuidar la estabilidad a corto plazo, se tome en cuenta la evolución de la economía a largo plazo plantea problemas analíticos difíciles de resolver. Uno de los obstáculos importantes es que la forma en que la inestabilidad y las crisis afectan los diferentes aspectos del funcionamiento de la economía dista de ser simple y que, en realidad, obedece frecuentemente a canales indirectos. Dada la compleja relación entre volatilidad y desempeño económico, a continuación se presenta un esquema que permite esclarecer la lógica que se seguirá en el análisis de la evidencia empírica y en la presentación de las herramientas analíticas necesarias para interpretar las fluctuaciones cíclicas en América Latina y el Caribe. El diagrama III.1 muestra de manera esquemática las relaciones entre perturbaciones, volatilidad y desempeño de la economía.



**Fuente:** José María Fanelli, "Volatilidad y crisis en América Latina: evidencia empírica y políticas", Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), junio de 2008, inédito.

En el rectángulo superior izquierdo del diagrama III.1 se indica que los procesos que generan fluctuaciones y, eventualmente, crisis comienzan con perturbaciones que provocan desequilibrios. Las fluctuaciones y crisis se generan a partir de perturbaciones como un cambio inesperado en la evolución de las variables clave —por ejemplo, los términos del intercambio o la política fiscal— que, tras provocar efectos en segmentos específicos, tienden a propagarse hacia el resto de la economía y cuyas repercusiones pueden ser transitorias o permanentes. Por otra parte, cabe señalar que se hace una distinción entre volatilidad y crisis para recalcar que los fenómenos de volatilidad agregada que son relevantes para el desempeño de las economías de la región se refieren tanto a la volatilidad normal —entendida como las fluctuaciones cíclicas de la tasa de crecimiento del PIB en relación con una tendencia de largo plazo— como a los episodios de crisis, en los que se observa una caída muy profunda de la actividad, que suele estar acompañada de turbulencias financieras y cambios distributivos de magnitud, que muchas veces son irreversibles.

En el rectángulo correspondiente a los mecanismos de filtrado se señala que los mercados, las políticas anticíclicas y las estructuras de gobernabilidad tanto públicas como privadas son los mecanismos más importantes que utiliza la economía para lidiar con los desequilibrios desencadenados por las perturbaciones. La calidad y funcionalidad de estos mecanismos son determinantes centrales del nivel de volatilidad y de la probabilidad de crisis debido a que pueden tanto amortiguar como potenciar los desequilibrios desencadenados por una perturbación.

En este sentido, no es sorprendente que exista un interés creciente por conocer tanto la naturaleza y las características de las perturbaciones que afectan a la región como los mecanismos de difusión que conducen a que un conjunto de variables macroeconómicas fundamentales tienda a moverse en sintonía. Sin duda, una mejor comprensión de estos aspectos sería de gran ayuda para evaluar la validez de los mecanismos de filtrado mediante los cuales se atenúan o amplifican los efectos de una perturbación dada, a fin de diseñar políticas y reformas orientadas a aumentar su eficacia.

El rectángulo a la derecha del de los mecanismos de filtrado tiene por objeto señalar que la capacidad del gobierno para mejorar el funcionamiento de estos enfrenta restricciones que se originan tanto en características estructurales de la economía (como el grado de apertura financiera) como en factores de política (por ejemplo, el grado en que es posible coordinar la política fiscal con la monetaria) y de economía política (como la capacidad de las autoridades para mediar en el conflicto distributivo dentro del marco institucional existente).

La duración y los costos del proceso de ajuste a que da lugar una perturbación en términos del desempeño de la economía son muy variados. Ello no significa, sin embargo, que las políticas deban orientarse a mitigar lo más rápido posible sus efectos. Dado que las perturbaciones suelen tener consecuencias positivas y negativas, lo ideal es que los mecanismos que operan durante el período de ajuste contribuyan a atenuar las segundas sin debilitar las primeras. Hay que tener presente que no toda volatilidad es perjudicial para la economía. Pese a que las crisis tienen siempre una faceta traumática, también son fuente de beneficios apreciables como, por ejemplo, acelerar la desinversión en sectores ineficientes. Si el objetivo de las políticas fuera exclusivamente desincentivar la toma de riesgos para disminuir la volatilidad, podrían dañar la capacidad de crecer<sup>1</sup>. Con el propósito de hacer hincapié en que la mejor estrategia de política consiste en filtrar los efectos de una perturbación para reducir las consecuencias negativas y favorecer las positivas, en este trabajo los mecanismos de ajuste utilizados tras una perturbación se conciben más bien como elementos de filtrado que de mitigación de esta.

Otro motivo por el cual los mecanismos de ajuste se entienden como filtros es que las perturbaciones suelen afectar la distribución del ingreso y eventualmente los derechos de propiedad, de manera que durante el proceso de ajuste al equilibrio de la economía se enfrentarán restricciones de economía política. Es por ello que la calidad de las normas e instrumentos disponibles para “filtrar” las consecuencias distributivas de una perturbación desempeñan un rol importante en el sentido de evitar que los conflictos entre las partes retrasen y encarezcan el proceso de corrección de los desequilibrios. Los mecanismos de filtrado de las perturbaciones son muy variados, generalmente tienen rasgos distintivos e incluyen mercados, arreglos privados, regulaciones y políticas.

Debido a las características del proceso de filtrado de las perturbaciones, se requiere que las políticas adoptadas para mitigar la volatilidad sean suficientemente amplias y abarquen no solo las iniciativas anticíclicas de corto plazo en el plano monetario y fiscal, sino también las medidas de índole más estructural orientadas a reducir

<sup>1</sup> “La innovación incluye la ‘creación’ de empresas, actividades productivas y sectores, pero también la ‘destrucción’ de otros. La forma en que se combinan la ‘creación’ y la ‘destrucción’.... juega un papel fundamental. El término ‘destrucción creativa’ acuñado por Schumpeter, indica que la creación tiende a predominar (Schumpeter, 1962). Por supuesto, esto último es esencial para que se produzca un crecimiento dinámico, pero es sólo uno de los resultados posibles en un lugar determinado y en un momento particular. “Dependiendo del caso, la ‘destrucción’ puede ser limitada o, por el contrario, puede generarse una amplia destrucción de actividades existentes, o en una combinación negativa, que podríamos denominar ‘creación destructiva’” (Ocampo, 2005).

la vulnerabilidad de la economía a las perturbaciones y a perfeccionar las instituciones encargadas de la resolución de controversias distributivas o sobre la propiedad. Así, las políticas antivolatilidad pueden incluir desde nuevas regulaciones para mejorar la flexibilidad de los precios de mercado hasta cambios normativos cuyo objetivo sea lograr arreglos privados más eficaces para procesar las consecuencias de una perturbación determinada, variaciones del marco regulatorio del sistema financiero destinadas a reducir la probabilidad de que se presenten crisis de pagos, acuerdos de fondos de reserva regionales orientados a diversificar los riesgos vinculados a las perturbaciones externas o iniciativas para crear mercados de instrumentos que faciliten el manejo de los riesgos por parte del sector privado.

Sin embargo, la preocupación por la volatilidad y las crisis no debería ocultar el hecho de que estos fenómenos solo tienen relevancia desde el punto de vista económico en la medida en que afectan directa o indirectamente el nivel, la distribución y la evolución futura del bienestar de la sociedad. De ahí que sea importante definir los indicadores de desempeño que se utilizarán para medir los efectos de las fluctuaciones cíclicas y diseñar las políticas conexas. En la práctica, los principales son el crecimiento del PIB y el comportamiento de esta variable ante distintos tipos de perturbaciones. Así lo confirman los estudios académicos sobre el tema, aunque en estos se subraya además la influencia de la volatilidad en la inversión en capital físico y en la variabilidad del consumo.

El hecho de utilizar el ingreso y el consumo agregados para medir las consecuencias de la volatilidad a veces contribuye a ocultar los efectos de esta en otros aspectos centrales del bienestar y su distribución en una región en desarrollo como América Latina y el Caribe. Estos factores se han subrayado en los estudios de caso sobre el ajuste macroeconómico y sobre las repercusiones de la volatilidad y las crisis en términos distributivos, sociales y políticos. Hay tres de ellos que son particularmente relevantes en este sentido. El primero son las repercusiones de la inestabilidad y de los episodios de crisis en los segmentos vulnerables de la población, como las personas que se encuentran por debajo o cerca de la línea de pobreza o indigencia o cuya vulnerabilidad está vinculada a su identidad étnica, de género, cultural o regional.

El segundo es que, como se dijo, las perturbaciones pueden generar conflictos y producir un clima de inestabilidad política y de mayor incertidumbre, con efectos nefastos en la inversión y otros factores determinantes del crecimiento. También pueden influir en el sentido de aumentar las probabilidades de crisis. Como se verá, los problemas de derechos de propiedad a que dan lugar los distintos tipos de perturbaciones —en especial dependiendo de si son permanentes o transitorias— son diferentes.

Por este motivo, no puede suponerse sin más que los mecanismos de filtrado de las perturbaciones funcionarán de la misma manera ante los desequilibrios provocados por conflictos de distinta magnitud y naturaleza. Esta relación entre perturbaciones, desequilibrios y conflictos distributivos crea un vínculo entre el estudio de las políticas antivolatilidad y el análisis de la economía política.

El tercer factor es el hecho de que la volatilidad y las crisis tienen repercusiones negativas en la inversión física y otras facetas del crecimiento como la acumulación de capital humano y de conocimientos, la estabilidad de las instituciones económicas, la solidez financiera y la distribución del ingreso. Esto implica que la volatilidad afecta al crecimiento no solo por la vía de la inversión, sino también indirectamente debido a su influencia en los factores estructurales del desarrollo. De ahí que las pruebas más abundantes sobre sus efectos negativos provengan de los estudios de caso<sup>2</sup>.

Hay tres hechos que se destacan en este marco conceptual. El primero es que si bien las fluctuaciones se generan a partir de perturbaciones, el grado de volatilidad que se observará finalmente depende también de la eficacia de los filtros existentes. La calidad y funcionalidad de estos mecanismos son fundamentales para determinar el nivel de volatilidad y la probabilidad de que ocurran episodios de crisis, ya que pueden atenuar o potenciar los desequilibrios impulsados por una perturbación determinada. En consecuencia, cuanto mejor sea la calidad de los filtros, menor será el costo que pagará la economía en términos de deterioro de los resultados para alcanzar un nuevo equilibrio y procesar los conflictos distributivos.

El segundo hecho que se señala en el diagrama III.1 es que el funcionamiento de esos mecanismos y la capacidad del gobierno para mejorarlos dependen de las características estructurales de la economía —por ejemplo, el grado de apertura financiera—, así como de las políticas

<sup>2</sup> Uno de los problemas que presentan los estudios econométricos al analizar los efectos de la interacción entre la volatilidad y los aspectos estructurales es que se han identificado “demasiados” factores determinantes del crecimiento y que existen pocos datos comparables sobre la experiencia internacional. Entre otras cosas, esto obliga a utilizar una misma estructura de parámetros para todos los países, lo que impide examinar las interacciones específicas entre la volatilidad y las facetas estructurales del crecimiento. En particular, los estudios de caso indican que un contexto volátil perjudica la estabilidad institucional y la capacidad de crear instituciones (Fanelli y McMahon, 2006), así como la posibilidad de apropiarse de los frutos de la inversión (Hausmann, Rodríguez y Wagner, 2006). En Fanelli (2008a), por ejemplo, aparecen una serie de estudios de caso que muestran que la volatilidad afecta el desarrollo financiero, reduciendo significativamente la capacidad de absorción de perturbaciones de la economía y realimentando la inestabilidad al impedir una asignación eficiente de los riesgos. Asimismo, dado que afecta la calidad institucional, la volatilidad contribuye a empeorar la eficacia de las políticas, hecho que subrayan los estudios recientes sobre el crecimiento (Fatás, 2002).

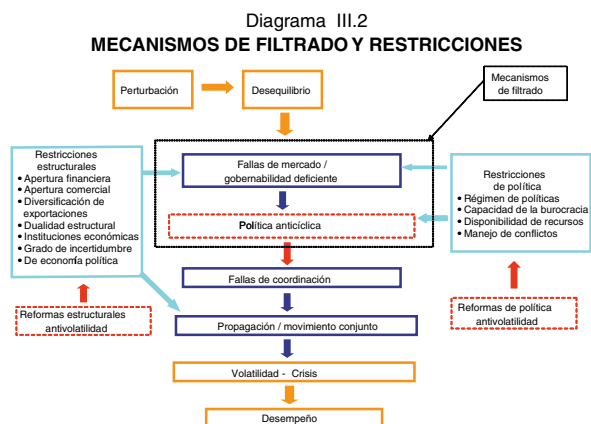
—hasta qué punto es posible coordinar la política fiscal y monetaria— y de economía política —por ejemplo, la capacidad de las autoridades para mediar en el conflicto distributivo dentro del marco institucional existente.

Por último, en el esquema se subraya el hecho de que la relación entre volatilidad y desempeño no es directa, sino que depende de otros factores como la inversión, las características estructurales y los conflictos. Naturalmente, los efectos de la inestabilidad en cada uno de ellos difieren según el contexto, se producen durante períodos de tiempo cuya duración es disímil y solo se conocen de manera aproximada. De ahí que en el diagrama III.1 se haga hincapié en la necesidad de ampliar la comprensión de los canales mediante los cuales la volatilidad termina por afectar los resultados. Cabe destacar que en el esquema también se subrayan las distintas dimensiones de la volatilidad: crecimiento, volatilidad del consumo y evolución de los grupos vulnerables.

En el diagrama III.2 se presenta un esquema complementario del diagrama III.1, cuyo objetivo es mostrar sintéticamente cómo se articulan los elementos conceptuales ya discutidos a fin de tener una guía para la exposición de los hechos estilizados sobre la volatilidad y las políticas conexas. Tal como en el caso anterior, se reseña el proceso transcurrido desde que ocurre una perturbación hasta que se observan los resultados correspondientes a los distintos aspectos del desempeño de la economía: crecimiento, volatilidad del consumo y efectos en los grupos vulnerables. Su valor agregado es que, por una parte, describe de manera más detallada los elementos que intervienen en el proceso de filtrado y absorción de las perturbaciones y, por otra, explica cuáles son las restricciones estructurales y de política que lo condicionan. Esto último es útil para precisar el papel que podrían desempeñar las reformas estructurales orientadas a mejorar las políticas antivolatilidad, lo que resulta fundamental para el análisis de la evidencia empírica que se presenta en las secciones siguientes y para discutir las implicaciones de política.

Este diagrama indica que las perturbaciones importantes desde el punto de vista de la volatilidad son las que ponen a los agentes en situaciones de desequilibrio, es decir, aquellas en que se dificulta la toma de decisiones relacionadas con su quehacer. Por una parte, la incertidumbre generada por las perturbaciones conduce a que los agentes cometan errores importantes en materia de expectativas; por otra, las deficiencias de los mercados y las instituciones contribuyen a incrementar sus efectos. En el rectángulo correspondiente a fallas de mercado y gobernabilidad deficiente se hace hincapié en este punto. Estas debilidades en el mecanismo de filtrado hacen que el proceso mediante el cual la economía recupera el equilibrio tras una perturbación sea más costoso y propenso a generar grandes conflictos distributivos.

Estas deficiencias abarcan desde meras fricciones que le restan flexibilidad a la respuesta de los salarios ante el exceso de demanda u oferta hasta la ausencia de mercados clave para el manejo de los riesgos o la segmentación de los mercados de trabajo entre un sector formal y otro informal. Si bien en teoría las fallas de los mercados pueden suplirse con otros arreglos institucionales, en el caso de América Latina y el Caribe la mayoría de las causas que impiden su expansión, tales como la falta de un poder judicial eficiente, obstaculizan también el desarrollo de estructuras de gobernabilidad apropiadas. Cuando los mecanismos de mercado y de gobernabilidad no son suficientes para filtrar las perturbaciones, se requieren políticas anticíclicas. Por lo tanto, estas forman parte de los mecanismos de filtrado.



**Fuente:** José María Fanelli, "Volatilidad y crisis en América Latina: evidencia empírica y políticas", Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), junio de 2008, inédito.

Dado que los mecanismos de filtrado no son perfectos, normalmente se observan fallas de coordinación que pueden conducir a que el desequilibrio inicial se difunda a través de los mercados, de manera que se registra un movimiento conjunto de diferentes variables agregadas; por ejemplo, el desempleo y el aumento de la fragilidad financiera se traducen en una contracción del gasto agregado y generan una recesión. Lo mismo se observa cuando, debido a la falta de desarrollo de los mercados de seguros y de otras actividades conexas, muchos agentes no tienen una cobertura adecuada para ciertas contingencias. Por último, los pobres suelen encontrarse en una situación de vulnerabilidad a sucesos que pueden provocar una merma considerable del nivel de bienestar y de la acumulación de capital humano. Es el caso de los desastres naturales que azotan repetidamente a los países de Centroamérica.

Durante el período de difusión de la perturbación, el movimiento conjunto de las variables se acompaña de cambios en la evolución de algunos indicadores como la inflación y el tipo de cambio nominal y —eventualmente— de reformas en los sistemas normativos como el régimen

monetario o cambiario. Por tal motivo en los estudios sobre estabilidad macroeconómica de los años ochenta se hacía hincapié en la importancia de contar con un ancla nominal para preservar la estabilidad de las reglas de juego, sobre todo en materia de política monetaria y cambiaria. En la actualidad, sin embargo, se considera que las causas de los fenómenos nominales y de la inestabilidad son más profundas y que obedecen tanto a los fundamentos de la economía como a la estructura institucional (véanse Acemoglu, Johnson y Robinson, 2001; Chang, 2007, y Heymann, 2007).

En función de los estudios más recientes sobre volatilidad, en el diagrama III.2 las restricciones que influyen en los mecanismos del proceso de filtrado se clasifican en dos grandes categorías: estructurales y de política. Dado que afectan el grado de eficacia del proceso de filtrado, ambas son un factor determinante de lo que usualmente se conoce como nivel de vulnerabilidad de una economía a las perturbaciones.

Entre las restricciones estructurales destacan la apertura económica tanto comercial como financiera, la diversificación de las exportaciones, la dualidad estructural, el nivel de incertidumbre y la calidad institucional. Cabe destacar que también se incluyeron las de economía política, que están vinculadas a las características de la política y de los grupos de interés. De hecho, estas restricciones contribuyen a determinar el carácter tanto de las instituciones económicas como de las políticas anticíclicas.

Las flechas del diagrama indican que las restricciones estructurales pueden generar fallas de mercado y de gobernabilidad, así como un movimiento conjunto de las variables en las fluctuaciones agregadas. Este tipo de restricciones pueden reducirse mediante iniciativas de reformas antivolatilidad.

Las restricciones de política comprenden el conjunto de iniciativas orientadas a manejar los efectos de una perturbación. De acuerdo con estas iniciativas se define el tipo de medidas que podrían implementarse para, por una parte, limitar las fallas de coordinación y, por otra, adoptar políticas anticíclicas. Entre las restricciones de política más importantes se cuentan la calidad del sistema normativo, la disponibilidad de recursos fiscales y la capacidad de las autoridades para diseñar, aplicar y monitorear las políticas y manejar los conflictos de interés. Las flechas del diagrama señalan que la influencia de estas se refleja sobre todo en la calidad de las medidas adoptadas y en las intervenciones del sector público para paliar las fallas de mercado y de gobernabilidad. En este caso, también podrían implementarse reformas antivolatilidad a fin de debilitar las restricciones. Cuando se observa el proceso de filtrado desde esta perspectiva, queda claro que un programa orientado a

reducir la volatilidad no debería limitarse a la aplicación de políticas anticíclicas.

Naturalmente, las restricciones de política no son independientes de las restricciones estructurales, ya que las primeras radican en gran medida en las instituciones. Sin embargo, también hay factores que afectan las políticas que no dependen de las reglas de juego institucional, como contar con una burocracia eficiente y con recursos para financiar las iniciativas de política. Por ejemplo, para enfrentar los efectos de la volatilidad en la pobreza no basta con tener instituciones transparentes, también se necesitan recursos financieros.

Para adoptar políticas adecuadas se requiere buen diseño, capacidad de implementación y recursos. Sin embargo, como se ha sugerido en los estudios sobre la experiencia asiática, es posible aplicar políticas eficaces en contextos institucionales que distan de ser óptimos. Los trabajos sobre instituciones y políticas han sido criticados justamente por tratar la relación entre ambas como una caja negra (Fatás y Mihov, 2005). De hecho, el problema de muchas de las reformas aplicadas en América Latina y el Caribe fue suponer que el cambio de las reglas de juego se traduciría automáticamente en políticas de calidad. En este sentido, una de las enseñanzas del proceso de reformas es que para diseñarlas es preciso abrir la caja negra. El esquema que se propone es un intento en este sentido en materia de políticas antivolatilidad.

En resumen, el proceso de filtrado de las perturbaciones y, en general, las características de la volatilidad dependen en última instancia de las propiedades estructurales de la economía. Esta no es una idea nueva en la región, debido a la influencia histórica del estructuralismo latinoamericano en el plano de la macroeconomía (Rodríguez, 2006). El gran aporte de los estudios recientes sobre volatilidad respecto de esta visión tradicional ha sido la utilización de técnicas más sofisticadas para modelar las restricciones estructurales. No obstante, pese a los avances, aún se está lejos de poder calcular econométricamente los efectos de cada uno de los factores estructurales y de política de manera separada. Es por ello que no sería posible prescindir de la contribución de los estudios de caso detallados para enfrentar uno de los retos importantes que existen hoy en materia de políticas antivolatilidad: las relaciones entre los factores estructurales, los fenómenos emergentes de inestabilidad y las políticas inadecuadas todavía son en gran medida una caja negra sobre cuyo contenido solo hay indicios más o menos confiables. De ahí que, luego de una etapa de entusiasmo algo exagerado en la posguerra y los años noventa, en la actualidad se adopta una actitud más cautelosa sobre la capacidad de las autoridades para aplicar políticas.

## B. Las características de la volatilidad y de los ciclos en América Latina y el Caribe

En esta sección se presentan y discuten los hechos estilizados de la volatilidad y las crisis en América Latina y el Caribe, a fin de detectar los cambios que podrían estar produciéndose en la presente década en la dinámica de las fluctuaciones agregadas y en la relación entre volatilidad y desempeño económico. Se analizarán algunos indicadores de desempeño que tienen que ver

con el crecimiento y la volatilidad del consumo. Para esos efectos, se utilizó una base de datos que comprende 19 países de la región sobre los cuales existen datos comparables a largo plazo (desde 1950) procesados por la División de Estadística y Proyecciones Económicas de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)<sup>3</sup>.

### 1. Desempeño económico, volatilidad y crisis

En un trabajo clásico sobre el tema, Ramey y Ramey (1995) concluyeron que la relación entre la tasa de crecimiento del PIB per cápita y su desviación estándar es negativa. Estos autores utilizaron una base de datos que contenía información sobre los países de ingresos bajos, medios y altos. El resultado dependía de los dos primeros grupos ya que, como sostiene Fatás (2002), la relación entre esas variables en los países desarrollados no es estadísticamente distinta de cero.

Al examinar la evolución de América Latina y el Caribe en términos de convergencia o divergencia con el nivel de desarrollo de los países industrializados, hay tres períodos que destacan como posibles instancias de quiebre en lo que respecta a la dinámica macroeconómica de la región: fines de los años cincuenta, comienzos de los ochenta —con la crisis de la deuda— y comienzos de la década de 2000.

Como puede verse en el gráfico III.1, entre 1950 y 1957 América Latina y el Caribe creció en igualdad de condiciones que los países desarrollados, de manera que su PIB per cápita —medido en unidades de paridad de poder de compra— representó sistemáticamente alrededor del 52% del nivel de ingreso correspondiente a esos países.

A partir de 1958, en cambio, la relación se fue deteriorando gradualmente a lo largo de más de dos décadas, de tal forma que en 1981 el ingreso de la región

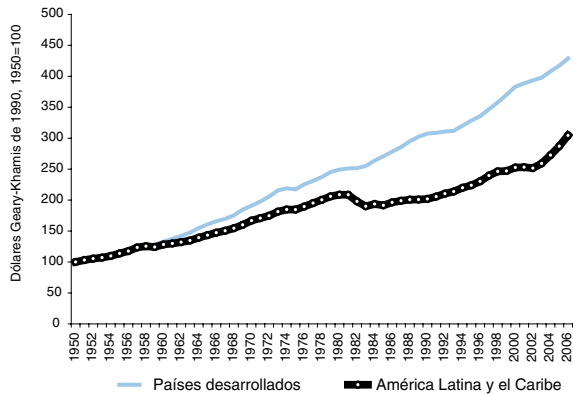
alcanzó solo un 43% del nivel de ingreso medio de los países desarrollados<sup>4</sup>. El proceso de desigualdad se inició durante el período 1958-1960, en que los precios de la mayoría de los productos básicos exportados por la región disminuyeron en forma persistente como consecuencia de un débil crecimiento de la demanda mundial de productos primarios y de la acumulación anormalmente elevada de existencias tanto en la región como fuera de ella. Algunos de los productos importantes de América Latina y el Caribe que se vieron afectados por este fenómeno fueron el café, el cacao, el azúcar, el algodón y las lanas. El aumento circunstancial del volumen exportado por algunos países no fue suficiente para compensar los efectos antes mencionados<sup>5</sup>. Estas tendencias continuaron hasta mediados de los años sesenta, unidas a un persistente incremento de precios de las importaciones regionales, como se aprecia en el gráfico III.2.

<sup>3</sup> Los 19 países considerados fueron: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Bolivariana de Venezuela, República Dominicana y Uruguay.

<sup>4</sup> Esto coincide con el estudio de Restuccia (2007) sobre la evolución del PIB de diversos países latinoamericanos en comparación con el de los Estados Unidos (CEPAL, 2007a, pág. 104).

<sup>5</sup> Al respecto, véase CEPAL (1960).

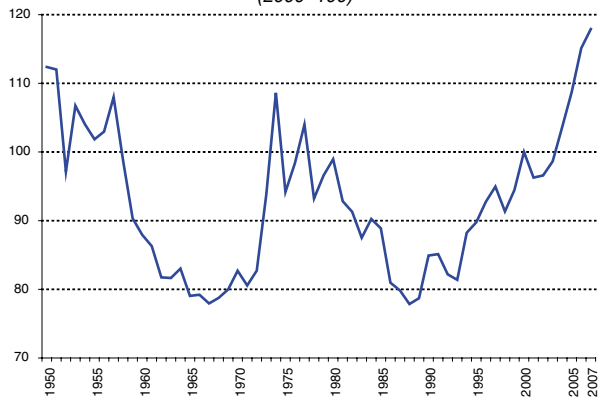
Gráfico III.1  
**PIB PER CÁPITA DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (19 PAÍSES)**  
**COMPARADO CON EL PIB PER CÁPITA**  
**DE PAÍSES DESARROLLADOS <sup>a</sup>**  
*(1950=100)*



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de The Conference Board.

<sup>a</sup> Los países desarrollados incluyen 25 países de América del Norte, Europa y Oceanía.

Gráfico III.2  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (19 PAÍSES):**  
**TÉRMINOS DEL INTERCAMBIO**  
*(2000=100)*



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

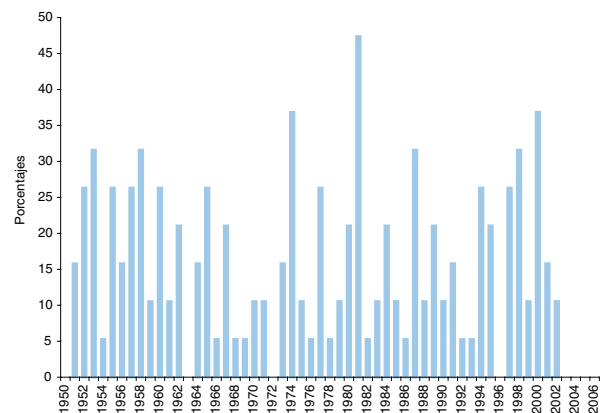
La crisis de la deuda de 1982 contribuyó a profundizar significativamente el proceso de divergencia. Luego de esa perturbación, se registró primero un salto discontinuo de la brecha de ingresos respecto del mundo industrializado y, más tarde, un deterioro sistemático de ellos. En 1991, el ingreso medio de los países latinoamericanos de la muestra representó solo el 34% del que disfrutaban los países más avanzados. Durante los años noventa esta disparidad no se profundizó, pero tampoco se redujo; mejoró levemente antes de la crisis rusa de 1998 y después volvió a bajar hasta ubicarse en el mismo valor de 1991, es decir, un 34%. Esta situación se mantuvo hasta ya entrada la década actual, en que a partir de 2003 la tasa de crecimiento de la región se aceleró en relación con el resto del mundo y, como resultado, comenzó gradualmente a ganar posiciones. En 2006, la razón entre el ingreso de ambos grupos alcanzó un 37%.

Cabe mencionar que la historia de la relación entre el PIB de América Latina y el Caribe y el del mundo en su conjunto es más simple. El único período en que se produjo un quiebre visible fue durante la crisis de la deuda. En los años anteriores, el PIB per cápita de la región superaba un 20% el nivel mundial, pero luego de la crisis esta cifra disminuyó al 8%.

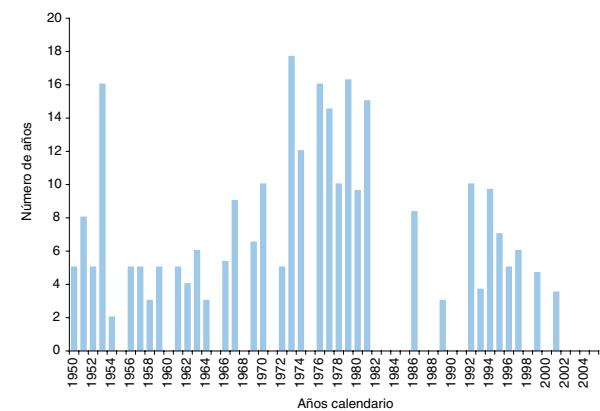
Cabe preguntarse si se produjeron situaciones de volatilidad macroeconómica en el contexto de los puntos de quiebre antes señalados. La evidencia indica que la respuesta es positiva. A partir de la definición de Hausmann, Rodríguez y Wagner (2006) utilizada en el glosario que figura en el recuadro II.1, se han identificado algunos episodios de colapso económico y su duración. Los gráficos III.3.a y III.3.b muestran, respectivamente, la proporción de países en que se inició un colapso en cada año de la serie analizada y la duración de este.

Gráfico III.3  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (19 PAÍSES): EPISODIOS DE**  
**COLAPSO ECONÓMICO**

a) Año y porcentaje de países en que se inició un episodio de colapso económico



b) Duración media de los colapsos iniciados en cada año



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Del análisis de las situaciones de colapso económico se desprenden los siguientes tres hechos estilizados:

- la ocurrencia frecuente de este tipo de episodios es un rasgo estructural de la región;
- como era de esperarse, en torno a los puntos de quiebre antes señalados del proceso de convergencia se observa un gran número de países en que se iniciaba un episodio de colapso económico. De hecho, en el año 1981 se registró un récord en cuanto a la frecuencia de ellos, que alcanzó casi la mitad de los países de la región;
- la duración de los colapsos que se iniciaron entre mediados de los años setenta y principios de los ochenta es significativamente más elevada, mientras que disminuye a medida que nos acercamos a la época actual. Además, desde 2002 en adelante en ningún país se ha presentado un episodio de colapso.

Estos hechos estilizados indican que en gran medida los quiebres más significativos del proceso de crecimiento de América Latina y el Caribe han obedecido probablemente a impulsos de origen externo. Ello no implica, sin embargo, que estos sean más relevantes que los factores internos —como el proceso de filtrado y las restricciones estructurales y normativas que lo afectan— para explicar la volatilidad. De hecho, las circunstancias internas son fundamentales, puesto que determinan el grado de vulnerabilidad de cada economía a las perturbaciones y también los costos y la duración

del proceso de ajuste. Es posible que hacia principios de la década de 1970 las economías de la región en general hayan sido muy vulnerables al tipo de perturbaciones que se presentaron en ese momento y que prepararon el escenario para el marcado aumento de la volatilidad que se observaría en los años ochenta.

La duración de los episodios de colapso económico, no obstante, tiende a disminuir después de 1992 —aunque no necesariamente su intensidad— y se ha mantenido hasta la fecha. Si bien la proporción de países afectados por un colapso en la década de 2000 es elevada, la duración de estos suele acercarse más a los niveles que se observaron hasta principios de los años setenta. Entre los factores que pueden haber influido en este cambio se cuentan probablemente las mejoras en materia de políticas macroeconómicas en un número considerable de países. Desde esta perspectiva, los más exitosos serían los que lograron dar una mejor respuesta institucional y de política al reto de perfeccionar el sistema macroeconómico y, al mismo tiempo, alcanzar cierto consenso mínimo en lo relativo a la distribución del ingreso. Para evaluar la admisibilidad de estas conjeturas podría indagarse si, además de lo que indican las situaciones de colapso, es posible comprender la dinámica de la volatilidad al identificar y comparar los episodios de “turbulencia” y “estabilidad”. Asimismo, sería importante determinar la relación entre estos períodos y la aceleración del crecimiento en el sentido de Hausmann, Pritchett y Rodrik (2004).

## 2. Episodios de turbulencia y períodos de estabilidad

A partir de la definición de crisis utilizada en el glosario que figura en el recuadro II.1, es posible clasificar los años transcurridos desde 1950 hasta la fecha en períodos de “turbulencia” —en que al menos dos de los 19 países analizados se encontraban en crisis— y de “estabilidad” —en que ninguno, o a lo sumo uno, lo estaba. Tal como indica el cuadro III.1, desde 1978 hasta 1990 hubo una larga etapa casi permanente de turbulencia en que la región estuvo prácticamente estancada, ya que se registraron tasas de crecimiento del PIB per cápita muy bajas o negativas<sup>6</sup>. Además, entre 1978 y 1983 la proporción de países en crisis fue la más elevada de la serie, sobre todo en 1982, año en que estalló la crisis de la deuda externa. Igualmente, en 1978 se inició un extenso período de turbulencias que podría haber obedecido a la profundización de las

fluctuaciones vinculadas a las perturbaciones petroleras de los años setenta y a sus secuelas en la estabilidad de los precios relativos y la inflación internacionales. Es probable que estas hayan contribuido a aumentar la frecuencia y magnitud de las conmociones externas que aquejaron a la región, favoreciendo los conflictos distributivos que limitaron el espacio de autonomía de las políticas.

Lo ocurrido entre 1978 y 1990 contrasta significativamente con los períodos de turbulencia de los años cincuenta y sesenta, en que la tasa de crecimiento fue más elevada y cuya duración fue menor. Antes del decenio de 1980, las crisis eran más aisladas y al parecer no afectaban demasiado el crecimiento. Por otra parte, se identificaron etapas de turbulencia en 1995, 1999 y 2002. Esto demuestra la importancia que tuvieron para la región las crisis mexicana de 1994 y rusa de 1998, así como sus efectos de “contagio” financiero, y parece indicar que a partir de

<sup>6</sup> Solo en 1984 y 1987 no se produjeron turbulencias.

la moratoria mexicana de 1982 aumentó el alcance de las perturbaciones financieras en relación con otros tipos de conmociones. El episodio de turbulencia de 2002 está vinculado a la crisis del Brasil y la Argentina, que afectó a otros países como Chile, Uruguay y Paraguay. Cabe mencionar dos aspectos adicionales sobre el período 1995-2002. El primero es que, a diferencia de las turbulencias de principios de los años ochenta, se trata de una época en que las crisis no impidieron que en algunos países se acelerara el crecimiento, y el segundo, que una vez finalizadas las etapas de turbulencia se inició un período de bonanza económica (véase el cuadro III.2).

Cuadro III.1  
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (19 PAÍSES):  
EPISODIOS DE TURBULENCIA

Nº episodio	Período	Máximo local	Alcance	Persistencia	Crecimiento regional
1	1953/1954	1953	11%	2	2,45
2	1959	1959	11%	1	-0,5
3	1961	1961	11%	1	3,06
4	1978/1983	1982	31%	6	0,07
5	1985/1986	1985	11%	2	1,02
6	1988/1990	1988/1989/1990	16%	3	-1,32
7	1995	1995	11%	1	-1,29
8	1999	1999	16%	1	-1,32
9	2002	2002	16%	1	-1,77

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Cuadro III.2  
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (19 PAÍSES): EPISODIOS DE ESTABILIDAD

Nº de episodio	Duración	Persistencia	Crecimiento regional
1	1950-1952	3	1,36
2	1955-1958	4	2,54
3	1960	1	3,57
4	1962-1977	16	2,75
5	1984	1	1,24
6	1987	1	1,2
7	1991-1994	4	2,29
8	1996-1998	3	2,18
9	2000-2001	2	0,66
10	2003-2007	5	3,46

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Con relación a los períodos de estabilidad, tal como se observa en el cuadro III.2, el más largo se ubicó entre 1950 y 1977 y solamente hubo tres años en que más de un país se encontraba en crisis. Dentro de esta etapa destacan los 16 años de estabilidad ininterrumpida de 1962 a 1977, es decir, sin episodios de volatilidad extrema generalizada y durante los cuales también se observa una cierta cantidad de países

en que se cursaba una aceleración del crecimiento (véase el gráfico III.4a). Cabe destacar que, paradójicamente, esta época coincidió con aquella en que comenzó a producirse la gran disparidad con el mundo desarrollado. Dicho de otra forma, se trató de un período en que la combinación de baja frecuencia de episodios extremos y aceleración del crecimiento se unió al impulso positivo proveniente del crecimiento mundial. De cualquier manera, está claro que desde el punto de vista de la volatilidad y el crecimiento la disparidad de los años sesenta y setenta fue diferente a la que se produjo a causa de la crisis de la deuda, en que los episodios de aceleración fueron nulos. Con excepción de 2000-2001, en todas las etapas de estabilidad la tasa media de crecimiento anual del PIB per cápita de la región superó el 1,2%. El período 2003-2007 es bastante particular. En primer lugar, fue la primera vez desde 1977 que se observaron cinco años seguidos sin turbulencias, y segundo, la tasa de crecimiento fue la más elevada de todos los períodos de estabilidad, con excepción de 1960. Por último, en este quinquenio se identificaron episodios de auge<sup>7</sup> cuya tasa de crecimiento superó la de todos los que tuvieron lugar desde 1950.

Cuadro III.3  
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (19 PAÍSES): EPISODIOS DE AUJE

Nº episodio	Inicio	Máximo local	Alcance	Persistencia	Crecimiento regional
1	1950-1956	1952/1953/1956	16%	7	2,06
2	1962	1962	16%	1	0,95
3	1964-1966	1964	21%	3	2,52
4	1971-1974	1972/1973	31%	4	4,09
5	1978-1981	1978/1980	26%	4	1,98
6	1992-1995	1992	13%	4	1,38
7	2004-2007	2004	11%	4	4,13

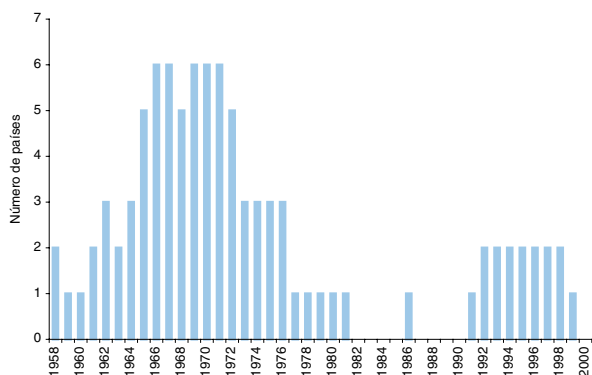
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Es importante subrayar que el segundo período más positivo desde el punto de vista de la falta de turbulencias es justamente el actual, aunque la frecuencia de los episodios de aceleración no es comparable con la de los años sesenta. En el gráfico III.4b se observa el año y la proporción de países en que se inició un repunte del crecimiento, además de los que cada año eran candidatos a registrar una aceleración, sea que más tarde la posibilidad se concretara o no. Como puede constatar, nunca hubo un período con tantos candidatos como el año 2003. Esto sugiere la misma hipótesis que surgió al analizar los episodios de turbulencia y estabilidad: que la etapa actual muestra rasgos diferenciados.

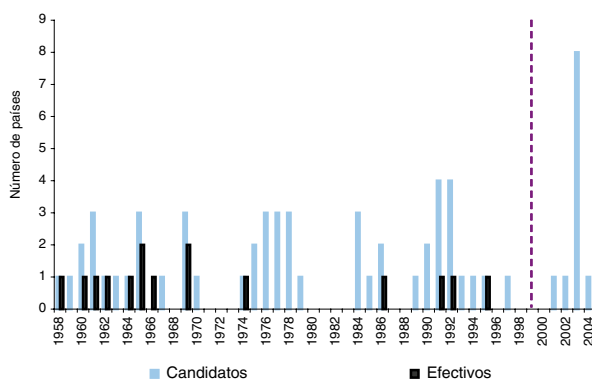
<sup>7</sup> Véase el glosario que figura en el recuadro II.1.

Gráfico III.4  
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: ACELERACIÓN DEL  
CRECIMIENTO

a) América Latina y el Caribe: número de países de la muestra en que se registraba una aceleración del crecimiento, 1958-2000



b) América Latina y el Caribe: número de países de la muestra en que se iniciaba una aceleración del crecimiento (1958-2000) y "candidatos" a iniciarla (1958-2007)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Los dos gráficos anteriores también permiten ilustrar los efectos devastadores de las grandes crisis en la capacidad de crecer. Ninguno de los países analizados de la región resistió el marcado aumento de la volatilidad macroeconómica que se registró desde fines de los años setenta hasta fines de los ochenta. Hubo una ausencia completa de episodios de inicio de aceleración en este período —con excepción de Chile en 1986— y, además, todos los candidatos a iniciar el proceso finalmente no lo hicieron. Esto contrasta con el tipo de dinámica que caracterizó las crisis de la década de 1950, en que la región presentó una combinación de episodios de colapso y de aceleración, lo cual sugiere que las fluctuaciones obedecían mayormente a componentes idiosincrásicos. Asimismo, entre los candidatos se concretaron episodios efectivos de aceleración. En este sentido, los años noventa se parecen a los cincuenta en que hubo situaciones tanto de colapso como de aceleración, pero también a los ochenta en que muchos candidatos no lograron sostener

el ímpetu inicial. Luego de la crisis de 2001, por otra parte, no volvieron a observarse episodios de colapso y varios países han comenzado un período de crecimiento que, como se dijo, podría convertirse eventualmente en aceleración<sup>8</sup>.

Esta evidencia indica que, más allá del criterio cuantitativo que se ha utilizado para clasificar las crisis, los episodios extremos pueden tener características cualitativas muy diferentes. Es importante hacer un buen diagnóstico en este sentido, ya que constituye una guía respecto de los elementos en que deberían centrarse las políticas antivolatilidad. Por ejemplo, si la volatilidad excesiva obedeciera al gran número de perturbaciones externas, como esos impulsos son exógenos, la estrategia debería orientarse a reducir la vulnerabilidad; si el problema fueran los filtros, entonces probablemente se necesitaría actuar en el plano de la organización de los mercados, las estructuras de gobernabilidad y las políticas anticíclicas.

Esta cuestión, por otra parte, también tiene relevancia desde el punto de vista del crecimiento, ya que el proceso de filtrado de las perturbaciones debería funcionar de tal forma que atenúe los efectos negativos de las crisis pero conservando los que favorecen la productividad. Ya se vio que las consecuencias de las turbulencias del decenio de 1980 han sido muy distintas de las de los años cincuenta. Una hipótesis que surge naturalmente al respecto es que las crisis de este último decenio no solo no impidieron los episodios de aceleración del siguiente, sino que probablemente contribuyeron, hasta cierto punto, al crecimiento al inducir cambios estructurales relacionados con la destrucción creativa. Por el contrario, las turbulencias y desequilibrios de los años ochenta habrían obedecido a las fallas de coordinación provocadas por los mercados desequilibrios financieros que se expresaron en la crisis de la deuda. No se trató de una perturbación que en última instancia habría podido potenciar la productividad, sino de una perturbación que actuó en primer lugar mediante canales financieros, deteriorando severamente la hoja de balance de empresas, bancos y gobiernos y que, al generar quiebras y renegociaciones de la deuda pública, provocó efectos en materia de propiedad y la necesidad de redefinir los derechos conexos. La redefinición de estos, como se verá más adelante, nunca está exenta de conflictos que pueden ser un obstáculo para que la economía se oriente con celeridad hacia un nuevo equilibrio del crecimiento. Por otra parte, es probable que la perturbación a que dio lugar el aumento de las tasas de interés en la década de 1980 afectara profundamente a la economía porque esta se encontraba en situación vulnerable: el déficit de la cuenta corriente se había incrementado de manera notable en

<sup>8</sup> Aún no han transcurrido ocho años para poder aplicar el criterio de Hausmann, Pritchett y Rodrik (2004).

varios países después de las perturbaciones vinculadas al alza de precios del petróleo en los años setenta y también como consecuencia de la apreciación significativa del tipo de cambio en algunos de ellos.

La sucesión de crisis y reformas de la década de 1990, más allá de sus costos, podría haber activado en alguna medida los mecanismos schumpeterianos positivos<sup>9</sup> cuyos efectos se estarían observando en la actualidad, ya que la región creció sin que se registraran episodios de colapso. Además, en relación con la volatilidad, cabe recordar que hemos señalado que la razón estadística negativa entre crecimiento y desviación estándar del mismo parece estar debilitándose. Estos indicios señalarían que, de prolongarse en el tiempo, se produciría un cierto retorno a la etapa de menor turbulencia y mayor dinamismo anterior a los años setenta. Por supuesto que, al evaluarla, ello no implica desconocer que en varios países el crecimiento se ha visto favorecido por las perturbaciones positivas derivadas de la mejora de los términos del intercambio.

La región ha realizado esfuerzos por perfeccionar sus instituciones y sus políticas. Podría ser que ciertos países estuvieran en mejores condiciones para “filtrar” la perturbación de los términos del intercambio a fin de aprovechar sus beneficios y minimizar los efectos colaterales negativos. Es fundamental contar con un sistema normativo consistente en el tiempo para anular los incentivos a aumentar excesivamente el gasto público en que podrían traducirse los términos del intercambio favorables o para evitar la amenaza que representa para el sector de bienes comerciables un incremento significativo de la oferta de divisas. Al respecto, la situación actual de la región muestra un cuadro mixto. Mientras que se han registrado avances en el manejo de los equilibrios macroeconómicos, también es cierto que existen crecientes dificultades para evitar una apreciación exagerada de las monedas que afectaría la competitividad. Asimismo, pueden surgir conflictos relacionados con la apropiación de la riqueza generada por las perturbaciones positivas a través de la inflación y la inestabilidad de las reglas de juego.

### 3. La volatilidad del consumo y la volatilidad excesiva

La volatilidad excesiva es difícil de medir y su identificación plantea problemas muy difíciles de resolver. No obstante, un indicador razonable de su presencia es que el consumo sea más volátil que el ingreso (véase Fanelli, 2008a). Veamos, entonces, qué relación existe entre la evolución del consumo y la volatilidad excesiva de América Latina y el Caribe. Según Pallage y Robe (2001), el costo de esta última para los países en desarrollo es elevado: situar la volatilidad del consumo al mismo nivel de los países desarrollados sería equivalente a aumentar la tasa de crecimiento del PIB per cápita un 0,34% a perpetuidad.

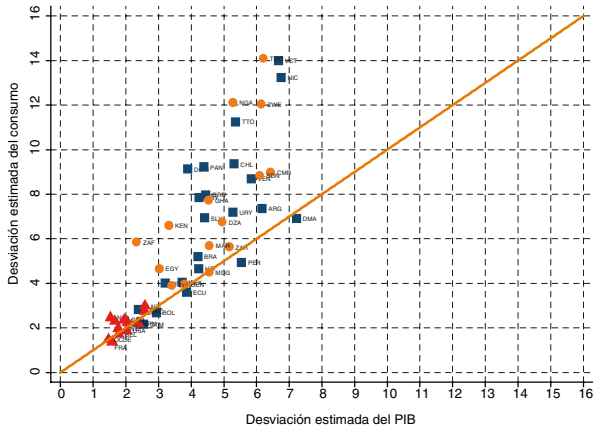
El gráfico III.5 muestra la relación entre la volatilidad del crecimiento del PIB y del consumo a nivel mundial, que se sitúa por encima de la línea de 45 grados en un gran número de países. Esto implica que el consumo es más volátil que el ingreso y, de acuerdo con los estudios sobre el tema, indica la presencia de volatilidad excesiva. Cabe destacar que las cifras de los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) se agrupan en torno a la línea de 45 grados (véanse los triángulos rojos). Esto quiere decir que en esas economías existe una menor volatilidad excesiva, que obedece probablemente a la aplicación de mejores políticas anticíclicas y a la existencia de mercados

más amplios que contribuyen a evitar las crisis. En cambio, las cifras de los países de América Latina y el Caribe y de África se encuentran por encima de la línea de 45 grados (véanse los cuadrados azules). Sin embargo, este promedio temporal oculta el hecho de que la capacidad de estabilizar la trayectoria del consumo parece haber mejorado de manera significativa en los últimos años y, además, que disminuyó la volatilidad del producto. Los avances realizados por América Latina y el Caribe en materia de reducción de la volatilidad del consumo se aprecian claramente en el gráfico III.6, a partir del cual se observa que esta ha sido inferior al promedio mundial desde los años noventa y que en la presente década incluso se ha equiparado a la de los países desarrollados.

En definitiva, las pruebas sobre la relación entre volatilidad y desempeño —tanto respecto del consumo como del crecimiento— sugieren que en los últimos años se ha producido una cierta moderación en los efectos nocivos de la volatilidad. Volviendo al esquema del diagrama III.2, hay varios elementos que podrían explicar este hecho: la buena suerte, es decir, las perturbaciones más benignas o pequeñas; el mejoramiento de la capacidad de filtrado a que han dado lugar el funcionamiento más eficaz de los mercados y una mejor gobernabilidad; menos restricciones estructurales; mejores políticas o una combinación de estas causas.

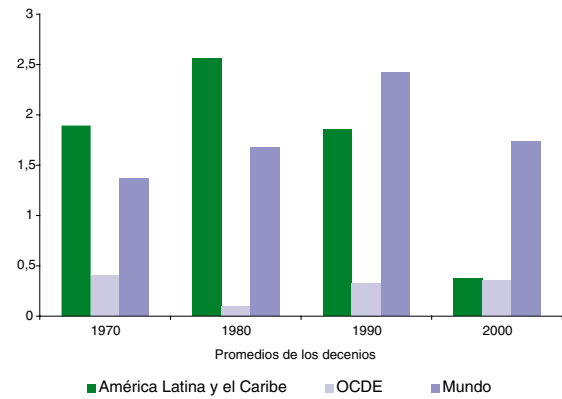
<sup>9</sup> Véase el glosario que figura en el recuadro II.1.

Gráfico III.5  
VOLATILIDAD MEDIA DE LA TASA DE CRECIMIENTO DEL CONSUMO Y DEL PIB, 1970-2005



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco Mundial, "World Development Indicators" [base de datos en línea] <http://devdata.worldbank.org/dataonline/>.

Gráfico III.6  
COCIENTE ENTRE LA VOLATILIDAD DEL CONSUMO Y DEL PIB (En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco Mundial, "World Development Indicators" [base de datos en línea] <http://devdata.worldbank.org/dataonline/>.

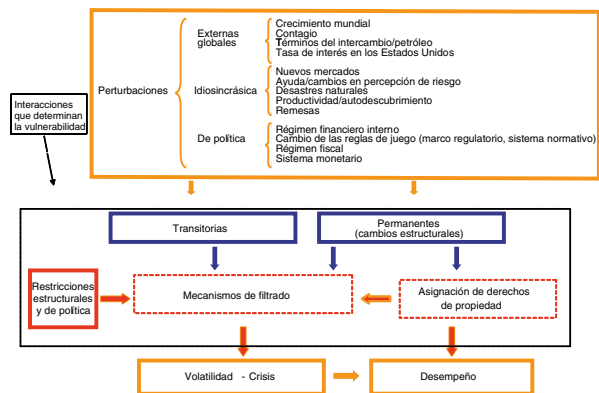
### C. Naturaleza y efectos de las perturbaciones en América Latina y el Caribe

En la sección anterior se identificaron períodos de mayor turbulencia y de relativa estabilidad y se detectaron algunos cambios que diferencian a la presente década tanto de los años ochenta como de los noventa. Dos factores que surgieron al analizar las fluctuaciones fueron las perturbaciones y las restricciones estructurales, que se analizan en esta parte del trabajo. El diagrama III.3 complementa el diagrama III.2 y su propósito es mostrar la relación entre los elementos que desempeñarán un rol importante en la exposición de la presente sección.

La parte superior del diagrama representa las perturbaciones. Para diseñar políticas antivolatilidad es fundamental conocer las características sustantivas de los impulsos que recibe la economía, ya que estas determinarán el tipo de desequilibrio, los factores que actuarán como principales mecanismos de filtrado y el carácter de los eventuales conflictos de intereses. Por ejemplo, si la perturbación es una reducción de la tasa internacional de interés que se percibe como permanente, es probable que los primeros efectos se observen en los mercados financieros. Las pruebas sobre América Latina y el Caribe indican que, si bien es previsible que un cambio permanente de la tasa de interés internacional afecte la inversión y el consumo en términos reales, las repercusiones finales dependerán del funcionamiento de los mercados financieros y de las capacidades normativas. En particular, mediante las regulaciones financieras se filtrarán

en parte los efectos negativos de volatilidad vinculados a la sobreinversión en el sector inmobiliario, a los préstamos a las organizaciones financieras o corporativas relacionadas entre sí o al exceso de endeudamiento público. Asimismo, estas repercusiones positivas podrían reforzarse si contribuyen a canalizar fondos hacia actividades innovadoras en que se eviten los riesgos vinculados a la concentración de las exportaciones en un solo producto.

Diagrama III.3  
NATURALEZA Y EFECTOS DE LAS PERTURBACIONES



Fuente: José María Fanelli, "Volatilidad y crisis en América Latina: evidencia empírica y políticas", Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), junio de 2008, inédito.

Una política antivolatilidad también exige conocer las restricciones de política y estructurales. Hay instrumentos y sucesos similares que pueden tener efectos disímiles en contextos que difieren en cuanto a la capacidad de coordinar políticas, la apertura comercial, la proporción de créditos en la economía, la calidad de las regulaciones o la estructura de los derechos de propiedad. Por ejemplo, el alza de precios del petróleo afectará la volatilidad de manera diferente si la propiedad de los yacimientos es estatal o privada; las repercusiones de una suspensión repentina de la entrada de capitales a la economía dependen del nivel de apertura comercial (Calvo y Reinhart, 2000); si las regulaciones financieras

son permisivas, pueden tornar más vulnerable a una economía que ha logrado buenos resultados a largo plazo (Mishkin, 2001), tal como demuestra el caso de la crisis financiera de principios de la presente década en la República Dominicana, cuyo costo fue cercano al 21% del PIB (Banco Mundial, 2006).

Sobre la base de los aspectos mencionados anteriormente, se identificarán las perturbaciones que han sido relevantes para América Latina y el Caribe en el plano empírico y se evaluarán luego las restricciones estructurales y su relación con la vulnerabilidad de la economía. Las restricciones de política se abordarán en el capítulo siguiente.

---

## 1. Las perturbaciones en América Latina y el Caribe

En el diagrama III.3 las perturbaciones se clasifican según sus características sustantivas y su persistencia. Por una parte, se presenta un listado de las que aparecen con mayor frecuencia en los estudios económicos y, a su vez, se dividen en tres subcategorías: externas globales, propias de los países y de política. El origen de las conmociones externas globales relevantes para la región puede ser tanto real como financiero. En la sección anterior se comentó que los cambios de las variables reales clave —el crecimiento mundial, los términos del intercambio y el precio del petróleo— obedecieron a los episodios de quiebre entre períodos de turbulencia y de estabilidad, así como a las variaciones del nivel de volatilidad agregada. Catão (2007) aporta pruebas de largo plazo sobre las perturbaciones comunes a toda la región. Según este autor, los impulsos financieros de origen mundial son fundamentales para dar cuenta de los desequilibrios agregados y los períodos de crisis; particularmente importantes en la experiencia de la región han sido las perturbaciones vinculadas a las tasas de interés en los Estados Unidos y a los fenómenos de contagio, como en el caso de la crisis rusa de 1998.

Los impulsos idiosincrásicos abarcan una amplia gama que, al igual que en el caso anterior, incluye fenómenos reales —impulsos a la productividad, descubrimiento de nuevas actividades y nuevos mercados, desastres naturales— y financieros —ayuda externa, remesas, cambios en la percepción de riesgo del país o inversión de las corrientes de capitales. Entre los últimos sucesos reales propios de la región cabe mencionar las actividades

de innovación vinculadas a la maquila y los servicios y la inversión extranjera directa (Centroamérica y el Caribe), la apertura de nuevos mercados, tanto mediante los tratados de libre comercio como por la demanda de recursos naturales en Asia, los biocombustibles y los desastres naturales en la zona caribeña. Desde el punto de vista financiero, pueden mencionarse los cambios en la percepción de riesgo relacionados con la evaluación de la capacidad de pago de los compromisos de deuda pública —como en Argentina y Uruguay— y con las mejoras beneficiosas de las políticas fiscales —el caso de Brasil.

Las perturbaciones de política también son variadas. Es fácil encontrar gran cantidad de ejemplos de desequilibrio vinculados a la variación de las políticas macroeconómicas —fiscal, monetaria y cambiaria— y financieras o a las reformas estructurales.

Siguiendo el esquema propuesto, las perturbaciones sustantivas se dividen en permanentes o transitorias, es decir, aquellas que generan o no un cambio estructural en las tendencias de la economía. Cabe destacar, además, que ellas dan lugar a una redefinición de los derechos de propiedad.

Los ejemplos mencionados anteriormente indican que cada uno de estos tipos de perturbaciones ha tenido una importancia diferente según su magnitud y la frecuencia con que se han observado en el tiempo. En función de los estudios y pruebas más recientes, el análisis se centrará en las perturbaciones que se consideraron más relevantes para contestar las preguntas sobre la evolución actual de la volatilidad y los retos de política conexos.

## 2. El papel de las perturbaciones externas

En cuanto a la importancia de las perturbaciones externas, Catão (2007) sostuvo que la influencia del ámbito externo constituye un elemento común en toda la región. Según este estudio, la correlación aumentó luego de las perturbaciones de los años setenta y ochenta y descendió nuevamente en el período 1988-2004. Al indagar a qué obedecía este factor común, el autor concluyó que las tasas de interés y la evolución de la producción en las economías avanzadas eran fundamentales para explicar el fenómeno y que sus efectos aumentaron a partir del decenio de 1970.

Goyal y Sahay (2007) aportaron otras pruebas y concluyeron que en América Latina y el Caribe la volatilidad de los resultados y las políticas es mayor en los episodios de bajo crecimiento. Asimismo, tanto el nivel como la inestabilidad que provocan las perturbaciones reales y financieras son similares en los episodios de crecimiento elevado y reducido. La excepción a esta regla son las

variaciones de la tasa de interés de los Estados Unidos, que desempeñan un rol de marcada importancia. Estos autores también indicaron que los episodios extremos como el incumplimiento de las obligaciones de pago y las crisis gemelas (cambiaria y financiera) se vinculan al bajo crecimiento.

Por su parte, Titelman, Pérez y Minzer (2008) sostienen que la dinámica del ciclo económico en la región ha obedecido históricamente a las variaciones de los términos del intercambio y las corrientes financieras. La importancia relativa de estas ha variado en el tiempo: el coeficiente de correlación entre el ciclo del producto interno bruto regional y las fluctuaciones financieras aumentó significativamente en la década de 1990. A su vez, las variaciones de los términos del intercambio tuvieron una mayor importancia relativa en los períodos 1960-1980 y 2002-2006 (véase el recuadro III.1).

Recuadro III.1

### COMPARACIÓN DE LA DINÁMICA DE LOS EFECTOS DE LAS PERTURBACIONES FINANCIERAS Y DE LOS TÉRMINOS DEL INTERCAMBIO EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE EN EL PERÍODO 1980-2006

En el período 1960-2006, en los países de América Latina y el Caribe se observó un aumento de la frecuencia y amplitud de los ciclos económicos. Entre 1960 y 1995 la región registró, en promedio, una aceleración (desaceleración) cada cuatro años, frecuencia que disminuyó a dos años a partir de 1995. Asimismo, la amplitud media de los ciclos del PIB prácticamente se duplicó a contar de ese mismo año.

Dada la importancia de las variaciones de los términos del intercambio y de las corrientes financieras en los ciclos económicos, se identificó y describió la dinámica de las fluctuaciones más extremas de ambas variables en América Latina y el Caribe en el período 1980-2006, evaluando sus efectos en el crecimiento económico.

A su vez, se identificaron las perturbaciones de acuerdo con una metodología estadística que consistió en separar los componentes de tendencia y de ciclo de la serie. Luego, sobre la base de la construcción de distribuciones de probabilidad empíricas y de los respectivos intervalos de confianza, se definieron los años de perturbaciones financieras y de términos del intercambio.

Este método permitió captar las especificidades y la historia propias de cada país de América Latina y el Caribe. Así, se determinaron y caracterizaron las perturbaciones reales (positivas y negativas) y financieras, analizando su importancia y distribución geográfica y temporal en los tres períodos considerados (1980-1990, 1991-2001 y 2002-2006).

El análisis reveló, en primer lugar, que la frecuencia de las perturbaciones relacionadas con los términos del intercambio se ha reducido en el tiempo, disminuyendo de un promedio de seis anuales en el período 1980-1990 a dos en el último período considerado (2002-2006).

Asimismo, disminuyó la amplitud de las perturbaciones de términos del intercambio, sobre todo en el caso de las negativas. El rango de variación de estas se redujo del -6% al 22% en 1980-1990 y del -2% al -8,5% en 2002-2006. Por su parte, en el caso de las perturbaciones positivas, la amplitud de entre el 8% y el 28% disminuyó al 7% y el 21% en los mismos períodos.

En segundo lugar, los resultados revelaron que la frecuencia de las perturbaciones financieras ha aumentado en el tiempo. América Latina y el Caribe registró

un incremento de una a dos perturbaciones financieras anuales entre 1980-1990 y 1991-2001. Además, su magnitud aumentó significativamente en la década de 1990, elevándose de un promedio del 0,7% del PIB en 1980-1990 al 3,5% del PIB en el período 1991-2001.

Para comparar los efectos de las perturbaciones relacionadas con los términos del intercambio y financieras, se calcularon sus repercusiones en materia de absorción. Los resultados coincidieron con el análisis de la dinámica estadística observada e indican que las perturbaciones financieras representan un mayor peligro para la región que las de términos del intercambio negativos. Mientras que en el período 1980-2006 las primeras implicaron un ajuste del gasto interno, en promedio ponderado, del -6,99% del PIB, el de las segunda fue del -2,6%.

Además, los efectos en la absorción de las perturbaciones negativas de términos del intercambio han variado a lo largo del tiempo: disminuyeron del 2,25% del PIB en el período 1980-1990 al 0,40% del PIB en 1991-2001, hasta tornarse no significativos (0,00% del PIB) en el último subperíodo considerado (2002-2006).

## Recuadro III.1 (conclusión)

En comparación con las tendencias descritas anteriormente, la contracción de la absorción como consecuencia de las perturbaciones financieras negativas aumentó, en promedio, del 1,16% del PIB en el período 1980-1990 al 5,7% del PIB en el período 1991-2001.

Estos resultados tienen importantes implicancias de política económica.

En primer lugar, dado que los ciclos económicos son de menor duración, se han tornado más frecuentes y presentan variaciones más pronunciadas, subrayan la importancia de las políticas contracíclicas.

En segundo lugar, el hecho de que el costo en términos de contracción de la absorción a que dan lugar las

perturbaciones financieras sea mayor que el de las perturbaciones de términos del intercambio, así como de que estas últimas han tendido a decrecer en el tiempo, sugiere que el diseño de políticas para mitigar los efectos de las perturbaciones externas debería enfocarse más en el sector financiero que en los términos del intercambio.

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Daniel Titelman, Esteban Pérez Caldentey y Rodolfo Minzer, "Comparación de la dinámica de los efectos de los choques financieros y los choques de términos del intercambio en América Latina en el período 1980-2006", documento presentado en el taller Política macroeconómica y fluctuaciones cíclicas, Santiago de Chile, abril de 2008, inédito.

### 3. Las perturbaciones transitorias y permanentes

En general, un ciclo económico se define como una variación que ocurre con cierta regularidad en torno a una tendencia de largo plazo. En función de ello, el estudio de las fluctuaciones se asignó tradicionalmente a la teoría del ciclo económico y el del comportamiento de la tendencia a la teoría del crecimiento económico. Como se muestra en el *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2006-2007*, ambos fenómenos, lejos de pertenecer a una esfera abstracta, son representativos de los episodios de colapso y aceleración propios de las economías de la región y no son independientes de la volatilidad y las crisis.

Al respecto, Aguiar y Gopinath (2007) concluyeron que las economías emergentes, a diferencia de las desarrolladas, están relativamente más expuestas a las perturbaciones permanentes que a las transitorias. En otras palabras, la tendencia del ingreso real de las economías en vías de desarrollo es más inestable. Sus conclusiones se basaron en la comparación de las economías mexicana y estadounidense. Según los resultados de las observaciones de Catão (2007) sobre cuatro grandes economías de América Latina y el Caribe —Argentina, Brasil, Chile y México—, cuando estas experimentan perturbaciones como el aumento de las tasas de interés mundiales los efectos en la producción persisten durante largo tiempo.

En esta línea, Toledo (2008) estudió la persistencia de las perturbaciones en la región a fin de evaluar en qué medida el hecho estilizado detectado por Aguiar y Gopinath representa la dinámica macroeconómica de las siete principales economías de América Latina y el Caribe. Concluyó, aun cuando las pruebas son heterogéneas, que las fluctuaciones agregadas en los países de la región obedecen en general a perturbaciones de alta persistencia o permanentes (véase el recuadro III.2).

Por su parte, Heymann y Kawamura (2008)<sup>10</sup> llegaron a las siguientes conclusiones: i) la discriminación entre movimientos cíclicos y tendenciales no es una cuestión trivial, ni para los gobiernos ni para el sector privado; ii) para diseñar políticas en el tiempo se requiere considerar las acciones del gobierno en función de los criterios de decisión y de las restricciones que enfrenta el sector privado; iii) más allá de la conveniencia práctica de aplicar políticas sencillas, de claro contenido e implicancias, también interesa que estas se adapten a los problemas concretos de la situación macroeconómica, lo cual hace difícil diseñar reglas, y iv) las políticas macroeconómicas provocan efectos distributivos y pueden tener repercusiones disímiles en diferentes segmentos de agentes.

<sup>10</sup> Véase el recuadro IV.3.

Recuadro III.2

**LOS CICLOS ECONÓMICOS EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE**

Antes de pensar en políticas que podrían aplicarse para mitigar las fluctuaciones macroeconómicas, es necesario entender la naturaleza y propiedades de los ciclos económicos en los países de América Latina y el Caribe y, sobre todo, a qué tipo de perturbaciones se exponen estas economías. De lo contrario, es difícil diseñar las políticas de estabilización apropiadas o saber si estas efectivamente pueden contrarrestar los efectos de las conmociones, en especial las macroeconómicas.

En un artículo reciente, Aguiar y Gopinath (2007) analizaron, desde la perspectiva de los modelos de ciclo real, la naturaleza de las perturbaciones en las economías desarrolladas y en desarrollo. Concluyeron que las fluctuaciones agregadas de las economías emergentes obedecen principalmente a conmociones de tipo permanente —efectos en las tendencias—, mientras que en las economías desarrolladas se deben a las transitorias. A partir de ello, una pregunta importante para las economías

latinoamericanas es si las perturbaciones a las tendencias son más importantes que las transitorias para explicar las fluctuaciones cíclicas en los países de la región.

Siguiendo la metodología de Aguiar y Gopinath (2007), Toledo (2008) concluyó que de acuerdo con los datos anuales del período 1950-2006 en las siete principales economías de la región —Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y República Bolivariana de Venezuela— las perturbaciones a la productividad agregada a que están sujetas son permanentes o transitorias, pero muy persistentes. Mientras que en la República Bolivariana de Venezuela y Colombia las conmociones permanentes al ingreso dan cuenta de un 89% del total, en el Brasil y el Perú representan entre un 40% y un 45%. Argentina, Chile y México, en tanto, presentan mayoritariamente perturbaciones transitorias de persistencia elevada.

Esto permite explicar dos características especiales de las economías de la región: la volatilidad relativamente elevada del consumo

y el comportamiento contracíclico de las exportaciones netas. Es preciso destacar que cualquier perturbación exógena que haya ocurrido en las economías analizadas provoca en el modelo de Toledo (2008) efectos en la productividad. Cabe mencionar que el concepto de perturbación involucra tanto los positivos como los negativos. En este sentido, durante el período analizado en esas economías se registraron varias perturbaciones a los términos del intercambio y la crisis de la deuda, por nombrar las más importantes. Asimismo, desde 2002 algunas de ellas —sobre todo Chile, Perú y República Bolivariana de Venezuela— están experimentando una perturbación positiva a los términos del intercambio. En algunos casos como el de Colombia y la República Bolivariana de Venezuela, y en menor medida los del Brasil y el Perú, ello se tradujo en perturbaciones a la tendencia, mientras que en Argentina, Chile y México se expresó como perturbaciones transitorias aunque altamente persistentes.

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Manuel Toledo, "Understanding business cycles in Latin America", documento presentado en el taller Política macroeconómica y fluctuaciones cíclicas, Santiago de Chile, abril de 2008, inédito.

#### 4. La relación entre las perturbaciones y las restricciones estructurales

Ya se dijo que las restricciones estructurales pueden reforzar o atenuar los efectos de una perturbación y, por esa vía, afectar la vulnerabilidad. Esta interacción ha sido analizada en diversos trabajos empíricos. Fatás (2002) señaló que las repercusiones de la volatilidad en el crecimiento se potencian cuando la economía es financieramente subdesarrollada. Loayza y Hnatkovska (2004) concluyeron algo similar, pero en países de desarrollo financiero intermedio. Asimismo, otras dos restricciones estructurales que favorecen los efectos de la volatilidad en el crecimiento son la falta de desarrollo institucional y un bajo nivel de ingreso per cápita. Fatás (2002) considera que este último hecho se debe a que en las economías más atrasadas existe mayor incertidumbre

y advierte que ello podría generar una trampa de pobreza: el país es pobre y por lo tanto la incertidumbre es elevada; debido a ello crece poco y, como crece poco, sigue en la pobreza y no se libera de la incertidumbre<sup>11</sup>.

Según Loayza y Raddatz (2007), la apertura comercial contribuye a magnificar los efectos de las perturbaciones de términos del intercambio, mientras que la flexibilidad del mercado de trabajo y la apertura financiera los reducen. Sin embargo, Catao (2007) no encontró una relación positiva incondicional entre la volatilidad del ciclo económico y la apertura.

<sup>11</sup> Para el caso específico de América Latina y las trampas de pobreza, véase Rodríguez (2007).

---

## 5. Las perturbaciones, los derechos de propiedad y la apropiabilidad

Los procesos de ajuste postperturbaciones están plagados de conflictos distributivos que obedecen a la variación de los precios relativos y a las situaciones complicadas de reconstrucción. En la medida en que estos se vean afectados por disputas en materia de derechos de propiedad, la calidad de los arreglos institucionales destinados al manejo de ese tipo de conflictos incidirá en la eficacia de la absorción de perturbaciones y, por ende, en los niveles de volatilidad macroeconómica.

Se supone que las perturbaciones “usuales” son las menos conflictivas, porque las instituciones estarían mejor preparadas para enfrentarlas. Las situaciones vinculadas a las conmociones episódicas o “inusuales”, en cambio, pueden ser más complicadas porque es mucho más probable que los derechos de propiedad no estén bien definidos para ese tipo de contingencias. Por consiguiente, podría preverse que en este caso las

transferencias de ingreso y riqueza no esperadas sean más significativas.

Parece obvio que cuanto más eficiente sea la solución para el problema distributivo, en mejores condiciones estará un país determinado para manejar los efectos de las perturbaciones. Por ejemplo, el mejoramiento de la posición financiera neta de este por cualquier vía —fondos de estabilización, fondos soberanos, incremento de las reservas— se traducirá en presiones sobre el tipo de cambio que, de combinarse con entradas de capital, pueden generar síntomas de enfermedad holandesa<sup>12</sup>.

---

<sup>12</sup> En Machinea y Kacef (2007) y Machinea, Kacef y Weller (2007) se analizan los actuales fenómenos de desequilibrio en América Latina, sus repercusiones distributivas y en el mercado de trabajo y las posibles respuestas de política.