

# **Los orígenes de la vulnerabilidad macroeconómica y sus principales efectos: propuesta de un marco teórico**

**Luis Hernando PORTILLO-RIASCOS**  
luiher02@ucm.es  
Universidad de Nariño  
(Colombia)

## **The origins of the macroeconomic vulnerability and its main effects: proposal of a theoretical framework**

### **Resumen/Abstract**

- 1. Introducción**
- 2. Propuesta teórica**
  - 2.1. Definición**
  - 2.2. Mecanismos de transmisión de la VM**
    - 2.2.1. Los canales de transmisión de la VM: las fuentes externas**
    - 2.2.2. Las fuentes internas de VM: el papel de la política económica**
  - 2.3. Vulnerabilidad macroeconómica e inestabilidad real**
- 3. Conclusiones**
- 4. Referencias**

# Los orígenes de la vulnerabilidad macroeconómica y sus principales efectos: propuesta de un marco teórico

Luis Hernando PORTILLO-RIASCOS  
luiher02@ucm.es  
Universidad de Nariño  
(Colombia)

## The origins of the macroeconomic vulnerability and its main effects: proposal of a theoretical framework

### Citar como/Cite as:

Portillo-Riascos LH (2020). Los orígenes de la vulnerabilidad macroeconómica y sus principales efectos: propuesta de un marco teórico. *Iberoamerican Journal of Development Studies* 9(2):208-229. DOI: 10.26754/ojs\_ried/ijds.474.

### Resumen

El objetivo de este estudio es presentar una propuesta sistemática que permita entender el concepto de vulnerabilidad macroeconómica (VM), las fuentes que la generan y los mecanismos a través de los cuales transmite sus efectos hacia los principales agregados macroeconómicos; particularmente, en las economías en desarrollo. Así, a diferencia de otros estudios que se han enfocado en los efectos que generan los *shocks* externos sobre los mercados financieros, dentro de esta investigación lo que se busca es ahondar en el impacto causado por estos desde la perspectiva de la economía real. Dentro de este ejercicio, se sistematizan las principales contribuciones provenientes del neoestructuralismo, donde, a pesar de no haber una propuesta formal de VM, se encontró que existen una serie de elementos a partir de los cuales se puede configurar un marco de análisis que permite entender la dinámica económica de este tipo de países.

**Palabras clave:** vulnerabilidad macroeconómica, *shocks* externos, economías en desarrollo, política macroeconómica.

### Abstract

The objective of this study is present a systematical proposal that allows to understand the concept of macroeconomic vulnerability (MV), the sources that generate and the mechanisms through which it transmits its effects toward the main macroeconomic aggregates; particularly, in the developing economies. Like this, in contrast to other studies that have focused on the effects that generate the external shocks on financial markets, within of this research what is sought is deep into the caused impact by them from the perspective of the real economy. Inside this exercise, it systematized the main contributions from of Neoestructuralism, where, although there isn't formal proposal of MV, it was found that there are a number of elements from which a framework of analysis can be configured that allows to understand the economic dynamic of this type of countries.

**Keywords:** macroeconomic vulnerability, external shocks, developing economies, macroeconomic policy.

**Clasificación JEL:** F41, E61 y F43.

# 1 Introducción

El término «vulnerabilidad» se ha venido utilizando recurrentemente en diferentes estudios sin ofrecer mayor claridad sobre sus alcances e implicaciones (véanse Chambers 1989, Busso 2001, Villagrán 2006, Seth y Ragab 2012). Desde la perspectiva macroeconómica, Seth y Ragab (2012) señalan que existen varios enfoques para abordar el estudio y la cuantificación de la vulnerabilidad. A su juicio, habría dos macroperspectivas de análisis: en una primera línea, estarían los estudios donde la vulnerabilidad macroeconómica (VM) se origina a partir de los rasgos estructurales de los países que, a su vez, explicarían el grado de exposición de estos ante los efectos de los *shocks* externos, ya sean naturales o económicos (véanse Briguglio 1995, 2003, 2014; Atkins *et al.* 1998; Cordina 2004; Guillaumont 2010).

En una segunda línea, se encontrarían aquellos enfoques que asocian la VM con la persistencia de una serie de desequilibrios macroeconómicos y, en particular, del sector financiero, que hacen que la economía de un país sea proclive a desarrollar algún tipo de crisis, bien sea de deuda, cambiaria o bancaria (véanse Kaminsky *et al.* 1998, FMI 1998, Ghosh y Ghosh 2003). En la misma orientación, hay otros trabajos donde la VM de un país se deriva no solamente de las características del funcionamiento del sistema financiero a nivel doméstico, sino también de los desajustes que generan las variaciones de los flujos internacionales de capital en varios de sus indicadores macroeconómicos, que los pueden llevar a una crisis financiera, pero también podrían ocasionar una serie de efectos en la economía real (véanse Ocampo 2008, 2012; Ffrench-Davis 2010; Bielschowsky *et al.* 2011; Ffrench-Davis 2015). Frente a aquellas investigaciones donde se relaciona la VM con los desequilibrios en los agregados reales, el problema estaría en que estas no ofrecen un marco conceptual lo suficientemente claro que permita abordar el estudio de dicho fenómeno (véase Seth y Ragab 2012).

Así entonces, el objetivo de este trabajo es presentar una propuesta sistemática que permita entender el concepto de VM, las fuentes que la generan y los mecanismos a través de los cuales transmite sus efectos hacia los principales agregados macroeconómicos, particularmente en las economías en desarrollo. Así, a diferencia de otros estudios que se han enfocado en los efectos de los *shocks* externos sobre los mercados financieros, dentro de esta investigación, lo que se busca es ahondar en el impacto causado por estos desde la perspectiva de la economía real. Dentro de este ejercicio, se sistematizan las principales contribuciones provenientes del neoestructuralismo, donde, a pesar de no haber una propuesta formal de VM, se encontró que existen una serie de elementos que permiten configurar un marco de análisis a partir del cual se puede entender dicho fenómeno.

Para cumplir con los objetivos propuestos, este artículo se divide en tres epígrafes, incluida la introducción. En el segundo epígrafe se define la VM, las fuentes que la originan y los mecanismos a través de los cuales se transmiten sus efectos. Por último, en el tercer epígrafe, se sintetizan las principales conclusiones.

## 2 Propuesta teórica

### 2.1. Definición

Entendiendo que la vulnerabilidad adquiere un carácter multifacético y multidimensional, tanto en sus causas como en sus consecuencias (Chambers 1989, Moser 1998, Busso 2001, Briguglio 2003, Guillaumont 2016), y que en todos los casos está plenamente justificado su estudio, para los objetivos de este, es de interés únicamente la dimensión económica del fenómeno, que corresponde a una de las macrovulnerabilidades señaladas por Guillaumont (2016).

Desde la perspectiva macroeconómica, que es la que se aborda dentro de este estudio, la vulnerabilidad se define como el grado de exposición de la economía de un país ante la probabilidad de ocurrencia de un *shock* externo y su capacidad para afrontar los efectos adversos que este genere (véase Atkins *et al.* 1998; Cordina 2004; Briguglio *et al.* 2009; Guillaumont 2013, 2016).

Dentro de esta propuesta, el grado de exposición de un país, así como la resistencia a los *shocks* (resiliencia), están determinados tanto por elementos estructurales como coyunturales.

La VM es estructural en la medida en que los factores que explican la exposición de un país ante los *shocks* externos no presentan grandes variaciones en el tiempo, como es el caso de la estructura productiva y el tipo de inserción comercial (Abeles y Valdecantos 2016, Valdecantos 2016). No obstante, desde la perspectiva de este estudio, se asume que las decisiones de los Gobiernos a corto plazo pueden afectar a las características estructurales de un país y, por tanto, a su capacidad productiva (Ramey y Ramey 1995, Loayza y Raddatz 2007, Ffrench-Davis 2010, Ocampo 2011, Titelman y Pérez 2015, Pérez 2015). En consecuencia, el hecho de incluir las medidas de política económica como factores explicativos de la VM no implica desconocer su carácter estructural; por el contrario, lo que se sugiere es que hay una relación muy estrecha entre los elementos estructurales y los coyunturales. Este planteamiento dista de los aportes de Briguglio (2003, 2014), Briguglio *et al.* (2009) y Guillaumont (2013, 2016), quienes separan la vulnerabilidad y la resiliencia, dejando de lado la influencia que pueden tener los Gobiernos en la dinámica de la VM.

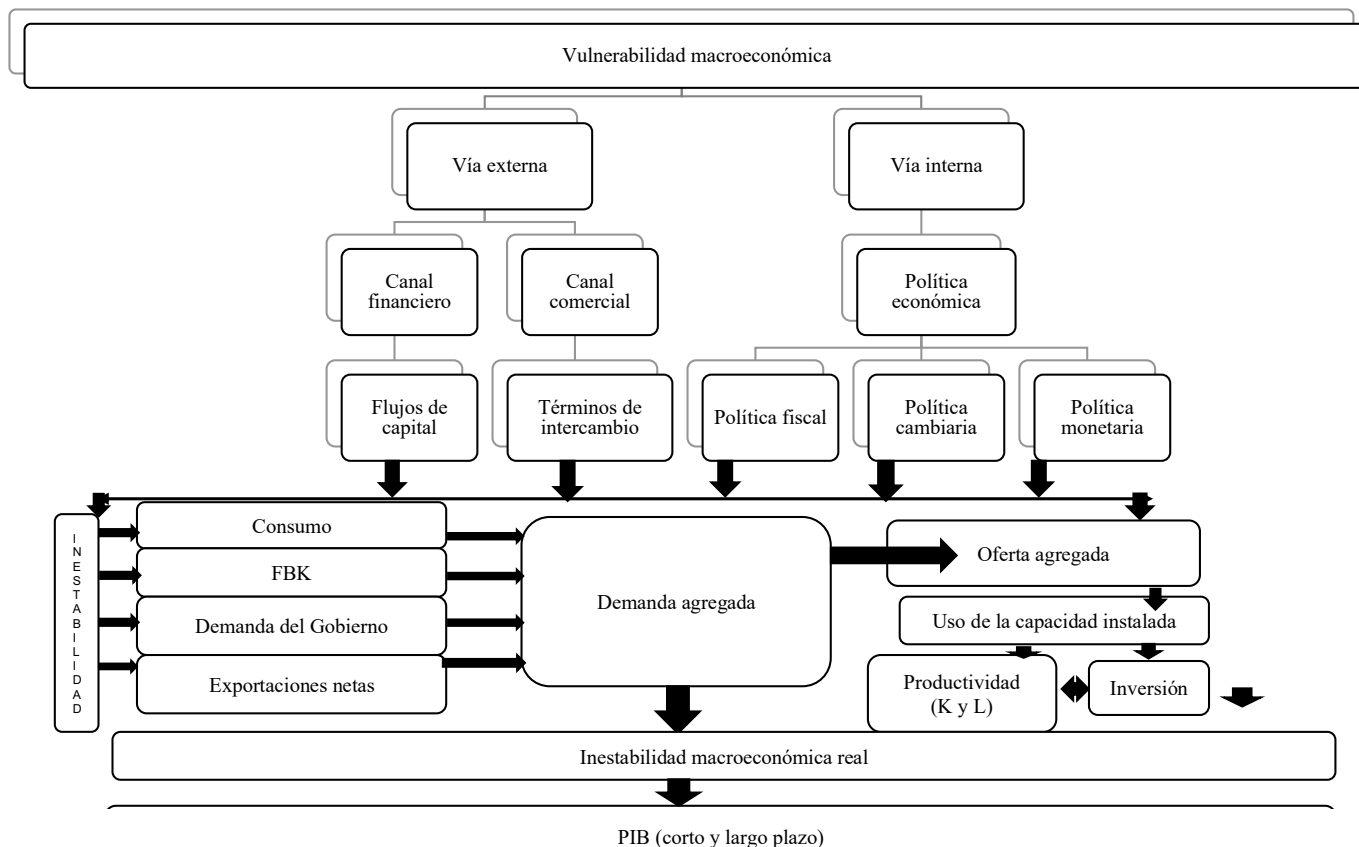
Bajo las premisas esbozadas hasta el momento, la VM estaría asociada tanto a las características económicas y productivas de cada país, el tipo de inserción comercial, las particularidades de los *shocks* y la posición de cada país en el sistema económico y financiero internacional (Cepal 2001, Ocampo 2008) como a las medidas de política económica, que permiten, según el caso, atenuar o potenciar los efectos negativos generados por los *shocks* externos en los principales agregados macroeconómicos de un país.

Para Guillaumont (2013, 2016), la vulnerabilidad económica se compone de tres elementos: el tamaño y la probabilidad de los *shocks*, la exposición a los *shocks* y la capacidad para resistir y recuperarse de los daños ocasionados como fruto de los eventos adversos. A partir de este planteamiento, es importante diferenciar entre las causas y las consecuencias de la VM. El primer aspecto tendría que ver con las fuentes o raíces de la VM, mientras que el segundo se concentra en el impacto que generan los *shocks* externos sobre los principales agregados macroeconómicos. Para los propósitos de este trabajo, lo más importante es el segundo aspecto, que implica un análisis *ex post* de la VM (véase Loayza y Raddatz 2007).

En cuanto al impacto que generan los *shocks* externos, lo fundamental dentro de este estudio es explicar los mecanismos a través de los cuales dichos eventos transmiten sus efectos hacia la economía real y, en particular, hacia las variables como la producción, el empleo y los precios macroeconómicos clave. Bajo este planteamiento, hay una relación entre la VM y la inestabilidad real, cuyas consecuencias finales se pueden observar en la dinámica del producto interno bruto (PIB) (Ramey y Ramey 1995, Loayza y Raddatz 2007, Ffrench-Davis 2010, Pineda y Cárcamo-Díaz 2013, Titelman y Pérez 2015, Pérez 2015). Los mecanismos a través de los cuales se generan tales relaciones se describen en los siguientes subepígrafes.

## **2.2. Mecanismos de transmisión de la VM**

Una vez definidas las características de la VM y sus principales causas y consecuencias, el paso siguiente consiste en explicar cómo los *shocks* externos afectan al comportamiento de los principales agregados macroeconómicos. Para lograr este objetivo, se detallan los mecanismos y los canales a través de los cuales se transmiten los efectos de tales choques. Bajo el planteamiento que se está desarrollando dentro de este estudio, hay dos grandes vías, que son la externa y la interna (véase esquema 1). Así entonces, se empieza por la descripción de la vía externa, puesto que es allí donde se generan los *shocks* y, posteriormente, se analiza el rol que desempeña la política económica (vía interna de la VM).



### Esquema 1

Las causas y los efectos de la vulnerabilidad macroeconómica

Fuente: elaboración propia.

#### 2.2.1. Los canales de transmisión de la VM: las fuentes externas

Desde el enfoque neoestructuralista, la influencia que ejercen los factores exógenos en la dinámica económica de los países en desarrollo se encuentra esbozada en el concepto de dominancia de la balanza de pagos (Ocampo 2011, 2012; Thirlwall 2011). Los efectos de los choques a los cuales se enfrentan estas economías se transmiten a través de dos canales: el comercial y el financiero. El canal financiero impacta sobre los principales agregados macroeconómicos como resultado de las oscilaciones y composición de los flujos de capital. Entretanto, el canal comercial lo hace por medio de las fluctuaciones de los términos de intercambio y de la demanda externa.

Mencionados los canales de transmisión de la VM, se pasa a explicar la manera cómo se genera el impacto en los componentes tanto de la demanda como de la oferta agregada.

#### A. El canal financiero

Los movimientos internacionales de capital generan una serie de efectos sobre la dinámica económica de los países, tanto desde el punto de vista financiero (mercado de activos) como real. En las

economías en desarrollo, esta situación se deriva del carácter cíclico de los flujos de financiamiento externo y las características que adquieren estos en dichos países, lo que resalta sus propiedades de volatilidad y contagio (Palma 1998; Stiglitz 2000; Ffrench-Davis y Ocampo 2001; Ocampo 2002, 2007, 2008, 2011, 2012; Ffrench-Davis 2010).

Para entender los efectos que generan los ciclos financieros sobre la economía real, se parte de la idea de que los flujos internacionales de capital ejercen un efecto procíclico sobre los principales agregados macroeconómicos (Stiglitz 2000, Kaminsky *et al.* 2004), los cuales son exacerbados por el carácter que adopta la política económica (Ffrench-Davis y Ocampo 2001; Cepal 2001, 2004; Kaminsky *et al.* 2004; Ocampo 2007, 2012). En concreto, los ciclos de financiamiento externo están en el origen de dos de los principales desequilibrios macroeconómicos que sufren los países en desarrollo, que son la apreciación cambiaria (por períodos prolongados) y el deterioro recurrente del saldo de la cuenta corriente (Ffrench-Davis 2015). Los desajustes mencionados se originan en las fases de auge y sus efectos son visualizados cuando el ciclo económico cambia de pendiente (Cepal 2001, Ocampo 2007), lo que obliga a que estos países realicen ajustes recesivos y contribuye, de esta manera, a incrementar su grado de inestabilidad macroeconómica (Ffrench-Davis 2010).

Los efectos que generan los flujos internacionales de capital se pueden visualizar tanto en la demanda como en la oferta agregada. En cuanto a la demanda agregada, una de las vías a través de la cual se transmiten los efectos de los ciclos de financiamiento externo es la cambiaria. Las consecuencias que genera dicha variable sobre la economía de un país están relacionadas con los efectos de la riqueza y el ingreso que produce, además del impacto en términos del comportamiento del gasto (agregado), tanto público como privado.

En términos de la oferta, las características que adquieren los flujos internacionales de capital en estos países, especialmente por su carácter especulativo, hacen que se reduzcan las inversiones productivas, lo que afecta a la formación bruta de capital y aumenta el riesgo macroeconómico por su facilidad de reversión (Ffrench-Davis y Ocampo 2001; Ffrench-Davis 2005, 2010). En el mismo sentido, la incertidumbre de los agentes económicos y su preferencia por las inversiones a corto plazo conlleva a que los flujos de capital se orienten, fundamentalmente, al consumo y no a la producción (Ffrench-Davis 1996, 2005, 2010; Ffrench-Davis y Ocampo 2001; Kaminsky *et al.* 2004).

Dadas las consecuencias macroeconómicas que generan los ciclos de financiamiento externo, se puede afirmar que un mayor acceso a los mercados internacionales de capital por parte de las economías en desarrollo no necesariamente genera efectos positi-

vos en el PIB. El ahorro externo, en muchos casos, simplemente desplaza al ahorro interno (que se destinaría al consumo), lo que genera un efecto de sustitución, mas no incrementa la capacidad productiva de este tipo de países (Stiglitz 2000; Ffrench-Davis y Ocampo 2001; Kaminsky *et al.* 2004; Ocampo 2005). Incluso, cuando los flujos de capital se canalizan a través de la inversión extranjera directa, se pueden generar determinados tipos de vulnerabilidades cuando se invierten en bienes no transables (Ffrench-Davis y Ocampo 2001, Ffrench-Davis 2005). Además, en el caso en el que los flujos externos se direccionen hacia los sectores de explotación de recursos naturales destinados a la exportación, es posible que se reduzcan las inversiones domésticas en otras actividades. Por estas razones, Ffrench-Davis (2015) afirma que el incremento de los flujos internacional de capital no necesariamente aumenta la capacidad productiva; solamente afectaría a su uso.

## **B. El canal comercial**

Las características de la inserción comercial son fundamentales para entender el grado de VM de un país, particularmente en el caso de las economías en desarrollo. Aquellos países con una especialización productiva concentrada en la explotación de recursos naturales, donde prevalecen los productos poco diferenciados y la escasa diversificación, están sujetos a fuertes oscilaciones de los términos de intercambio (Rodrik 1998, Kuwayama y Durán 2003, Cepal 2004, OMC 2013). Dada la mayor volatilidad que muestran los precios de este tipo de bienes, su comportamiento se constituye en una fuente de incertidumbre, lo que genera inestabilidad en el crecimiento económico (Izquierdo *et al.* 2008, OMC 2013).

Las fluctuaciones de los términos de intercambio afectan tanto a los componentes de la demanda agregada como a las características de la estructura productiva de un país; en el primer caso, a partir de las modificaciones que se generan en los precios relativos de algunos bienes, lo cual afecta tanto al consumo como a la inversión. Frente al impacto que puede causar dicho fenómeno en la estructura productiva, lo más importante es el proceso de reasignación de recursos, que hace que las inversiones se concentren en aquellas actividades beneficiadas por los precios favorables, en detrimento del resto de las ramas de la actividad económica (véanse Corden y Neary 1982, Krugman 1987, Ffrench-Davis 2015). Las razones por las cuales se presentan dichos fenómenos se exponen a continuación. En su orden, primero se analizan los efectos sobre la demanda agregada y, posteriormente, se estudia la oferta productiva.

El incremento de los términos de intercambio, al igual que en el caso de una mayor afluencia de capitales, que incluso pueden coincidir en términos temporales, puede llevar a una apreciación del tipo de cambio. Desde el punto de vista de la demanda agregada, esta situación genera incentivos para un aumento de las importaciones, las cuales terminan creciendo, incluso a un ritmo mayor que



el de las exportaciones. De esta manera, un efecto inmediato de la mejora en los precios relativos es una expansión del consumo interno, el cual se financia, en parte, por la entrada de capital extranjero, pero también por las divisas generadas debido al crecimiento de las exportaciones, fundamentalmente por la vía de los precios. En suma, lo que hace el incremento de los términos de intercambio es flexibilizar la restricción externa (Thirlwall 1979, 2011).

Las distorsiones que genera el tipo de cambio también se pueden observar en la inversión. En este caso, un tipo de cambio apreciado desincentiva la producción de bienes transables y no transables (French-Davis 2015). En el mercado doméstico, las empresas se ven afectadas, ya que tienen que competir con los bienes importados, cuyos precios relativos han disminuido. En el caso de los exportadores, hay menos incentivos por el efecto de los precios y la menor competitividad internacional. Como resultado, la inversión se reduce; por lo menos, en los sectores no beneficiados por el *boom* de precios.

En el caso del gasto público, ante un crecimiento de los términos de intercambio, este tiende a incrementarse debido a un contexto externo e interno favorable: en primer lugar, porque los Gobiernos aumentan el recaudo de impuestos, fruto del mayor crecimiento económico y, en segundo lugar, por la participación pública en las rentas derivadas de la explotación de recursos naturales.

En cuanto al efecto de los términos de intercambio sobre el total de exportaciones, si bien es cierto que dicha variable tiende a crecer, sobre todo en términos nominales (vía precios), el impacto es mayor sobre aquellos bienes donde los precios resultan favorables. En contraste, el resto de las exportaciones se ven perjudicadas, por una parte, porque las inversiones quedan concentradas en aquellas actividades que muestran mayor rentabilidad coyuntural (Corden y Neary 1982) y, por otra, por el impacto negativo que genera el tipo de cambio en los beneficios, ya que estos se reducen (Krugman y Taylor 1978).

Como resultado de los efectos descritos hasta el momento, en los períodos de auge de los términos de intercambio, se presenta una expansión del gasto público y privado a través de sus distintos componentes. Y, aunque parezca paradójico, esta situación puede ocasionar un crecimiento del déficit de la cuenta corriente. Por esta razón, su efecto es calificado como procíclico. Al final, los desequilibrios macroeconómicos tanto del tipo de cambio como de la cuenta corriente se convierten en dos de los efectos más importantes que se generan por el canal comercial, que se hacen evidentes cuando la fase creciente del ciclo económico se agota.

Desde el punto de vista de la oferta, las oscilaciones de los términos de intercambio y los efectos sobre el tipo de cambio influyen sobre el proceso de asignación sectorial de recursos, afectando, de esta manera, a la estructura productiva de estos países. El

problema está en que, a pesar de que las modificaciones de los precios son temporales, en el momento en que esta situación se revierta, algunos de los daños ya son irreversibles. Este efecto también es importante para los productores ya que, por la incertidumbre macroeconómica ocasionada, los recursos que se destinan hacia la inversión productiva se reducen, lo que fortalece la inversión especulativa.

### **2.2.2. Las fuentes internas de VM: el papel de la política económica**

En el anterior subepígrafe, se afirmó que la VM tiene un carácter exógeno, dada la influencia que ejercen los *shocks* externos en la dinámica macroeconómica de los países en desarrollo. No obstante, se había advertido que, por las asimetrías existentes en el ordenamiento económico y financiero internacional entre los países desarrollados y las economías en desarrollo, estos últimos tienden a aplicar unas medidas de política económica que terminan exacerbando los efectos de los ciclos externos, de modo que se convierten en un factor adicional de exposición ante la ocurrencia de algún tipo de fenómeno de carácter exógeno.

A partir las consideraciones mencionadas, en este epígrafe se tiene como objetivo describir los mecanismos a través de los cuales los instrumentos de política económica, al contrario de lo que debería pasar, terminan alimentando los efectos procíclicos derivados de los *shocks* externos, de forma que se convierten en factores que contribuyen a explicar la VM de las economías en desarrollo.

#### **A. La política fiscal**

Antes de empezar a describir los mecanismos a través de los cuales el manejo de la política fiscal contribuye a exacerbar la inestabilidad real, es necesario advertir que los *shocks* externos alteran el espacio de la política económica y su rol como mecanismo de estabilización y/o ajuste (Ffrench-Davis 2008, Jiménez y Fanelli 2009).

En un contexto de mayor apertura comercial y financiera, el espacio fiscal de las economías en desarrollo termina alineándose a las fluctuaciones de los flujos internacionales de capital y de los términos de intercambio, con lo que adopta un carácter procíclico (véase Ocampo 2007, Jiménez y Fanelli 2009). En este marco, el gasto público se vuelve intermitente (*stop and go*) (Ocampo 2007) y abandona su rol contracíclico y estabilizador, que debería ser su función fundamental. Las mayores dificultades se presentan en las fases recesivas del ciclo económico, donde la política fiscal es incapaz de afrontar la caída de la demanda agregada, lo que provoca que esta función recaiga en otros instrumentos de intervención, como sucede con la política monetaria y la cambiaria que, individualmente, no son las herramientas más adecuadas para recuperar el dinamismo económico (Ffrench-Davis 2008).

El sesgo procíclico del gasto público durante las fases expansivas de la economía se explica por varias razones: en primer lugar, porque el Gobierno tiene una mayor disponibilidad de ingresos gracias al crecimiento del recaudo tributario (Ocampo 2002, 2011; Jiménez y Fanelli 2009), algo que es lógico en presencia de estabilizadores automáticos; en segundo lugar, dado que la fase creciente del ciclo económico suele coincidir con un mejoramiento de los términos de intercambio, para aquellos países cuyas exportaciones están asociadas a la explotación de recursos naturales, la renta de estos se incrementa (Jiménez y Fanelli 2009, Ocampo 2011); en tercer lugar, las fases de auge de la economía permiten al Gobierno un mayor acceso al financiamiento, tanto interno como externo. Dicha situación se ve reflejada en una mejor calificación de riesgo (soberano), con lo cual esta variable también adopta un rol procíclico (Kaminsky *et al.* 2004, Eichengreen 2007, Ocampo 2007, Cepal 2010, Ffrench-Davis 2010); en cuarto lugar, en esta fase del ciclo económico, es posible incrementar el gasto público sin incurrir en un crecimiento desbordado del déficit fiscal, aunque esta condición sea solamente coyuntural.

Paradójicamente, en la fase decreciente del ciclo económico, se presenta una contracción del gasto público (Kaminsky *et al.* 2004). Dicha situación se explica por varias razones: en primer lugar, por la caída del recaudo tributario, debido a la baja presión fiscal (relativa) y a la alta dependencia de los ingresos públicos respecto al comportamiento del ciclo económico, particularmente en aquellos países donde las exportaciones están concentradas en los recursos naturales (Ffrench-Davis 2008, Jiménez y Fanelli 2009, Ocampo 2012).

Entendiendo el imperativo del equilibrio fiscal (véase Fischer 1993), las autoridades terminan priorizando el saneamiento de las cuentas públicas, algo que necesariamente implica un proceso de ajuste que, al final, termina golpeando a la demanda agregada (Ocampo 2007, 2012; Ffrench-Davis 2008). Además, para poder financiar el gasto corriente, los Gobiernos suelen emprender reformas impositivas que permitan incrementar el recaudo fiscal (Kaminsky *et al.* 2004), lo que conlleva a una mayor caída de la demanda agregada.

En segundo lugar, el ambiente pesimista que se presenta ante la finalización de la fase expansiva de la economía lleva a una disminución de la calificación de riesgo soberano. Este fenómeno estaría asociado al incremento del coeficiente de endeudamiento (deuda/PIB) y a una menor capacidad de pago debido a la caída de los ingresos fiscales (Jiménez y Fanelli 2009). En estas condiciones, los Gobiernos tienen mayores dificultades y costes para endeudarse en el exterior (Jiménez y Fanelli 2009).

El coste de la deuda interna también se incrementa, debido a que la banca central termina adoptando medidas para controlar la

inflación y, por esta vía, incide en el incremento de las tasas de interés internas. En este escenario, a la reducción de los ingresos tributarios se le adhiere una reversión de los flujos de capital y unos costes de endeudamiento más altos, lo que hace más difícil la gestión fiscal (Jiménez y Fanelli 2009).

El manejo para los Gobiernos se vuelve más complejo en un contexto de depreciación de la moneda, que hace que el servicio de la deuda, expresada en moneda extranjera, demande mayores recursos (Eichengreen 2007, Ocampo 2007, Jiménez y Fanelli 2009). Los elementos mencionados incrementan la presión sobre el gasto, a la vez que restan recursos que podrían utilizarse para incentivar la demanda agregada.

El resultado final es una disminución de la inversión estatal, lo que provoca que el gasto público sea más inestable e ineficiente y afecta, de esta manera, a la demanda agregada y a la influencia que tiene esta variable sobre el crecimiento económico (Ocampo 2002, 2012). Además, en un contexto recesivo, el gasto privado es incapaz de compensar la disminución del gasto público (Ocampo 2007). Incluso los efectos son mayores si se tiene en cuenta que, en estos países, el papel de los estabilizadores automáticos no es tan relevante como en las economías desarrolladas (Jiménez y Fanelli 2009). Como consecuencia, en una situación de crisis, la caída de la demanda agregada tiende a ser abrupta.

Bajo las consideraciones mencionadas, el manejo procíclico de la política fiscal, especialmente en las economías en desarrollo, se convierte en un factor explicativo de la inestabilidad real y, por esta vía, de la VM de estos países.

## **B. La política monetaria**

El principal problema con el manejo de la política monetaria en las economías en desarrollo es que su prioridad, en las últimas décadas, ha sido el control de la inflación (Cepal 2004, Cordero y Montecino 2010, Blanchard *et al.* 2010, Ffrench-Davis 2015). Dicha posición se deriva de la idea de que, al estabilizar los precios, sucederá lo mismo con la brecha del PIB, en lo que se conoce como la «conciencia divina» (Blanchard y Galí 2007). Sin embargo, lo que se plantea en esta propuesta de marco teórico es diferente; es decir, que, a pesar de que una economía puede llegar a alcanzar un equilibrio nominal, esto no necesariamente lleva a estabilizar las variables reales (véase Cordero y Montecino 2010). Es más, un manejo monetario concentrado en los equilibrios nominales perfectamente puede convertirse en una fuente de inestabilidad macroeconómica (véanse Ocampo 2007; Ffrench-Davis 2010, 2015).

Con la adopción de esquemas de inflación objetivo, que se presentó como la alternativa al trilema de la imposibilidad (véanse Taylor 1993, Epstein y Yeldan 2009, Cordero y Montecino 2010), la

tasa de interés a corto plazo<sup>1</sup> se ha convertido en el mecanismo a través del cual la política monetaria ejerce su rol procíclico en las economías en desarrollo (Cepal 2004, Ffrench-Davis 2008, Ocampo 2012). Así, mientras que, en las fases de auge, las tasas de interés tienden a disminuir, lo que genera una expansión adicional del gasto, fundamentalmente privado, en las fases recesivas, las tasas de interés de intervención se incrementan (Kaminsky *et al.* 2004), lo que provoca que la caída en la demanda agregada y la producción sea aún mayor.

La necesidad de mantener unos precios bajos y estables conlleva la persistencia de una brecha muy grande entre las tasas de interés domésticas y las internacionales (Cordero y Montecino 2010, Cepal 2010) que, a su vez, permite atraer capital foráneo y fortalecer la moneda. Esta situación también supone unas tasas de interés reales muy elevadas e inestables, lo que genera mayores costes para las empresas (Epstein 2002, Ffrench-Davis 2008, Cepal 2010) y un incremento en el nivel de riesgo financiero, dado el efecto en la composición de las carteras de los agentes económicos (Cepal 2004).

Para entender los problemas que plantea el manejo de la política monetaria a través de los esquemas de inflación objetivo, hay que tener en cuenta los vínculos existentes con los movimientos cambiarios. Si la política monetaria tiene como objetivo fundamental el control de la inflación y, a su vez, esta variable está ligada al comportamiento de la tasa de cambio (y no al de la demanda agregada), habría un sesgo procíclico en el manejo que hace la banca central (Ffrench-Davis 2008, Ocampo 2012). Esto quiere decir que las autoridades monetarias se muestran tolerantes con los procesos de apreciación cambiaria, debido a su efecto en los precios, y no así con la depreciación de la moneda (Ffrench-Davis 2008, 2015; Cordero y Montecino 2010). Los rasgos procíclicos de este manejo están asociados a la correlación que existe entre las expectativas de inflación y la depreciación o apreciación de la moneda, las cuales coinciden con las fases creciente o decreciente del ciclo económico (Cepal 2004, 2010; Ffrench-Davis 2008). Desde este planteamiento, la situación queda en evidencia cuando los bancos centrales aplican medidas contractivas justo cuando se presenta una ralentización o caída del producto y de la demanda agregada. Por el contrario, en la fase expansiva, liderada por la entrada masiva de capitales, las tasas de interés tienden a disminuir (Cepal 2010).

Así, en un escenario de plena movilidad de capitales, las autoridades monetarias no tendrían plenas capacidades (autonomía) para estabilizar los precios, cuya dinámica, como se ha mencionado, es exógena, ni tampoco para estabilizar el tipo de cambio real y la actividad económica (Cepal 2004, Ocampo 2007). De este modo, la autonomía de la política monetaria y la capacidad de usarla como herramienta anticíclica queda muy cuestionada (Cepal 2004, Ocam-

1 Aplicando la regla de Taylor, bajo un tipo de cambio flexible, el banco central ajusta su objetivo de tasa de interés a corto plazo en respuesta a los cambios en el nivel de precios y la brecha del producto (Taylor 1993). Ahora, dado que hay más información sobre la primera variable, las decisiones de la autoridad monetaria se toman con base en el comportamiento de la inflación (Cordero y Montecino 2010).

po 2007, Ffrench-Davis 2008). Al final, como se ha advertido, el manejo de la política monetaria termina por amplificar las fluctuaciones de la demanda agregada, de modo que se convierte en una fuente adicional de inestabilidad macroeconómica y, al igual que la política fiscal, en un factor explicativo de la VM.

### C. Política cambiaria

Desde la macroeconomía del desarrollo, la gestión del tipo de cambio ha de ser una tarea fundamental de la política económica, debido a las distorsiones que esta variable puede generar sobre el resto de la economía (Ffrench-Davis y Ocampo 2001, Ocampo 2011). Su importancia radica en las funciones que cumple dicha variable en términos de la sostenibilidad de los equilibrios macroeconómicos, la asignación de recursos y el impacto que genera en las decisiones de inversión y de consumo (Frenkel y Taylor 2006; Cepal 2010; Ffrench-Davis 2015, p. 141). Además, el tipo de cambio puede afectar a la inflación, a través del coste y como canal de transmisión monetaria, y la demanda efectiva (Frenkel y Taylor 2006).

En un contexto de apertura comercial y financiera, la adopción de regímenes cambiarios en las economías en desarrollo ha estado supeditada a la necesidad de enfrentar los efectos negativos generados por los *shocks* externos y a estabilizar los precios domésticos (Ffrench-Davis 2008). El tránsito paulatino hacia esquemas de tipos de cambio flexibles plantea una serie de desafíos, especialmente por el conflicto entre los objetivos comerciales y los financieros (Cepal 2004, 2010; Ocampo 2007, 2012; Ffrench-Davis 2008). Desde el punto de vista comercial, el tipo de cambio se convierte en un determinante de la competitividad internacional y en una variable clave en la asignación de recursos; por tanto, se requiere de su estabilidad (real) (Cepal 2004, Ffrench-Davis 2008). En contraste, desde la óptica financiera, los mercados reclaman por una mayor flexibilidad, donde el tipo de cambio es la variable que permite absorber los efectos negativos o positivos de los *shocks* externos. De esta forma, existiendo objetivos tan disímiles, es difícil que se puedan conciliar (Ffrench-Davis 2008, Ocampo 2012). Ahora bien, dado que el tipo de cambio se muestra mucho más sensible ante los movimientos financieros, las variables reales van a mostrar grandes desajustes que, en general, se reflejan en un desequilibrio persistente de la cuenta corriente (Rodrik 2001, Cepal 2010, Cordero y Montecino 2010, Ffrench-Davis 2012).

La adopción de esquemas cambiarios flexibles, unida a la implementación de metas de inflación (*inflation targeting*), convierte al tipo de cambio en una variable procíclica, con lo cual esta abandona su función estabilizadora (Rodrik 2001). De este modo, el comportamiento del tipo de cambio en las economías en desarrollo termina exacerbando el ciclo económico (Eichengreen 2007) y generando una dinámica inestable tanto en la oferta como en la demanda agregada (véase Krugman y Taylor 1978, Ffrench-Davis 2008).

La inestabilidad del tipo de cambio afecta al comportamiento de las variables reales por diferentes razones. En primer lugar, porque el tipo de cambio (flexible) no es selectivo (Ocampo 2011), lo que conlleva a un proceso de asignación ineficiente de los recursos (Cepal 2010, Ffrench-Davis 2012). En segundo lugar, porque los movimientos cambiarios terminan afectando a la competitividad de los sectores transables de la economía, los cuales soportan la mayor parte del peso de las perturbaciones externas (Rodrik 2001). Por esta vía, las fluctuaciones del tipo de cambio afectan al crecimiento económico, reduciéndolo y/o haciéndolo más volátil (Cordeiro y Montecino 2010).

Para las economías en desarrollo, un tipo de cambio real desalineado representa una amenaza muy importante (Edwards *et al.* 2003). Así pues, en la fase expansiva del ciclo económico, el tipo de cambio tiende a apreciarse (Rodrik 2001, Ffrench-Davis 2008). Debido a los efectos de riqueza que genera esta situación (Ocampo 2007), se presenta un incremento en el gasto (Cepal 2001, Ocampo 2002), lo que implica que la recuperación de la demanda se vuelve intensiva en importaciones (Cepal 2010). Como resultado, se genera un deterioro del saldo de la cuenta corriente, que es necesario corregir cuando se agota la fase expansiva de la economía.

En la fase recesiva del ciclo económico, donde la moneda tiende a estar depreciada, los efectos son contrarios al auge. En términos de la oferta aunque, en teoría, la depreciación debería generar efectos expansivos, particularmente en las exportaciones, en la realidad, parte de ellos resultan operando en sentido contrario (Krugman y Taylor 1978). Esta situación se explica, en primer lugar, porque los productores no son capaces de aprovechar la ventaja cambiaria (Ffrench-Davis 2008), que llega después de un período de apreciación prolongado y, en segundo lugar, porque la depreciación de la moneda coincide con un período de restricción del financiamiento, tanto por la política monetaria como por la salida de capital extranjero (Ffrench-Davis 2008).

Las oscilaciones del tipo de cambio, fundamentalmente a medio plazo, generan una serie de distorsiones en la estructura productiva (Ocampo 2011) y en la calidad y competitividad de las exportaciones (Ffrench-Davis y Ocampo 2001). Como resultado de la incertidumbre ocasionada por las fluctuaciones cambiarias, la inversión productiva tiende a reducirse, lo que afecta a la producción de los bienes transables asociados a procesos de aprendizaje, economías de escala o con presencia de altos costes de entrada (Ffrench-Davis y Ocampo 2001; Ffrench-Davis 2005; Ocampo 2007, 2012). Por otra parte, esta situación genera incentivos para que dichos recursos se canalicen hacia actividades especulativas. Además, para Ocampo (2007), las fuertes variaciones del tipo de cambio, propias de los esquemas de libre flotación, afectan a los

costes de transacción de las empresas, lo que reduce los beneficios de la especialización internacional.

Dentro de esta propuesta teórica, como se pudo ver, a diferencia de la política fiscal y la monetaria, lo que se cuestiona en el manejo del tipo de cambio es la ausencia de una política expresa sobre este macroprecio, la cual debería estar diseñada para incentivar la actividad productiva y la sostenibilidad de los equilibrios macroeconómicos.

### **2.3. Vulnerabilidad macroeconómica e inestabilidad real**

Dentro del marco teórico propuesto, la VM de un país se origina a partir de la interacción entre las fuentes externas y las internas. En este planteamiento, la balanza de pagos actúa como canal de transmisión de los *shocks* externos hacia el ciclo económico de los países en desarrollo (Ocampo 2012, Titelman y Pérez 2015). Además, como se ha mencionado, la política económica termina alimentando el sesgo procíclico generado por estos choques (Kaminsky *et al.* 2004). Una vez se abordaron estos elementos, se emprende el análisis de los efectos causados por los *shocks* externos sobre los principales agregados macroeconómicos, lo cual representa una medida de impacto de la VM.

Los efectos que generan los *shocks* externos en los ciclos económicos de los países en desarrollo se ven reflejados en la persistencia de la inestabilidad real de las principales variables macroeconómicas, fundamentalmente de la demanda agregada, pero también de la oferta productiva y los macroprecios que, al final, terminan afectando al comportamiento del PIB (Ocampo 2005, Ffrench-Davis 2015).

Dado el grado de exposición al que se enfrentan los países en desarrollo frente a la ocurrencia de eventos exógenos adversos, la estabilidad macroeconómica es fundamental para su desempeño económico. Dentro de esta investigación, la estabilidad macroeconómica implica el cumplimiento de una serie de objetivos tanto en términos nominales como reales (Cepal 2010). La estabilidad nominal supone, fundamentalmente, un nivel de precios bajo y estable, y el control del déficit público (Fischer 1993, Ffrench-Davis 2008). Entretanto, la estabilidad real comprende alcanzar determinados niveles de equilibrio en el empleo y la producción, el déficit externo, así como en los precios macroeconómicos fundamentales, además de unos niveles de endeudamiento sostenibles, tanto en el sector público como en el privado (Ocampo 2007; Cepal 2010; Ffrench-Davis 2010, 2015).

La inestabilidad de la demanda agregada en los países en desarrollo resulta de los efectos procíclicos ocasionados por los *shocks* externos (Cepal 2010, Ocampo 2012), cuyo impacto es exacerbado



por la forma en que los Gobiernos utilizan sus instrumentos de política económica.

Durante las fases de auge de la economía, las fluctuaciones de la demanda agregada implican un crecimiento del gasto, fundamentalmente privado, por encima del nivel de producción (Ffrench-Davis 2005, 2008), que es posible mantenerlo gracias al auge del financiamiento externo y/o al comportamiento favorable de las exportaciones. El crecimiento acelerado del gasto origina un incremento en el nivel de endeudamiento, que se va a ver reflejado en un deterioro del saldo de la cuenta corriente. En el momento en que dicho déficit se vuelve insostenible, necesariamente se debe ajustar, con las implicaciones que dicho fenómeno tiene en el resto de la economía (Ffrench-Davis 2005).

La incertidumbre asociada a la inestabilidad de la demanda agregada y el comportamiento de los macroprecios tiene un impacto negativo en la inversión y en la productividad de los factores que, en términos macroeconómicos, implica unos niveles muy bajos y persistentes de formación bruta de capital (Ffrench-Davis 2005, 2008, 2012, 2015; Cepal 2010).

La inestabilidad de la producción se genera como fruto de los desequilibrios ocasionados por los *shocks* externos y los efectos inducidos por los movimientos de los macroprecios. Dicho fenómeno también se encuentra asociado a las fuertes oscilaciones de la demanda agregada. Desde una perspectiva keynesiana, el comportamiento de dicha variable afecta a la capacidad productiva utilizada y, de esta manera, influye, dependiendo de la fase del ciclo, en el aumento o disminución de la producción efectiva (Ffrench-Davis 2005, 2015; Ocampo 2007; Cepal 2010; Thirlwall 2011). La existencia de una capacidad productiva subutilizada termina afectando a la productividad del capital (Ocampo 2005, 2007; Cepal 2010), la eficiencia de la inversión en capital fijo (Ocampo 2002) y la rentabilidad de los proyectos (Cepal 2010). La restricción externa, que impone un límite al crecimiento de la demanda, explicaría las razones por las cuales la capacidad instalada no se podría utilizar plenamente (Thirlwall 2011, Pérez 2015).

La intermitencia en el comportamiento de la demanda agregada (*stop and go*) da como resultado la subutilización de la capacidad productiva, con un efecto negativo en la productividad real (Ffrench-Davis 2010, Cepal 2010). Incluso, en los períodos de expansión de la economía, tal brecha se presenta en un marco donde persiste el desempleo de los factores productivos (Ffrench-Davis 2008). Como resultado, la tasa de expansión del PIB no vendría explicada por los cambios en la estructura productiva sino por las oscilaciones de la demanda agregada (Ffrench-Davis 2008, Cepal 2010). Por las razones aducidas, la divergencia entre el gasto interno y la oferta productiva representa un desequilibrio macroeconómico.

mico fundamental para las economías en desarrollo (Ffrench-Davis 2008, Cepal 2010).

La persistencia de desequilibrios en las variables reales, y sus desencadenantes en la demanda agregada, hacen que el PIB efectivo tienda a ubicarse durante la mayor parte del ciclo económico por debajo del PIB potencial (Ffrench-Davis 2005, 2015; Cepal 2010). Esta situación indicaría la supremacía del sesgo recesivo sobre el expansivo (Cepal 2010, Ffrench-Davis 2015). Así, mientras que en la fase recesiva habría un efecto depresor sobre la inversión productiva, el empleo y la innovación, en el auge, dado que no hay un crecimiento en la capacidad productiva, sino que solamente cambia su uso, el PIB efectivo puede superar al potencial únicamente por períodos de tiempo muy breves (Ffrench-Davis 2015). Esta situación se explica porque los períodos de expansión económica en los países en desarrollo son de menor duración e intensidad y, por tanto, el lapso de acumulación es más breve e intenso (Titelman y Pérez 2015). Por las razones señaladas, uno de los principales problemas de estos países es su incapacidad para sostener los ciclos de expansión e incrementar, de esta manera, su capacidad productiva.

Se puede concluir entonces que la inestabilidad macroeconómica real es un reflejo del grado de VM de los países en desarrollo, de ahí su relación con el comportamiento del PIB. La persistencia de los desequilibrios macroeconómicos genera un efecto perverso en su crecimiento económico, lo que limita, de esta manera, su convergencia frente a las economías desarrolladas.

### 3 Conclusiones

El objetivo de este estudio fue presentar, de una manera sistemática, las fuentes y orígenes de la VM y los efectos que este fenómeno genera sobre los principales agregados macroeconómicos; particularmente, en las economías en desarrollo. Dentro de la argumentación expuesta, se buscó detallar la relación que existe entre las fuentes externas y las fuentes internas de la VM. Con este propósito, se pudo mostrar el papel que desempeñan los *shocks* externos, representados en las oscilaciones de los flujos internacionales de capital y de los términos de intercambio, en la dinámica económica de los países en desarrollo y, particularmente, en las economías latinoamericanas.

Entendiendo la relación que existe entre las fuentes externas de VM y las fuentes internas, también se abordó el análisis de la función que desempeña la política económica. Al final, lo que se argumentó es que, por las características que tienen estos países,

dichas medidas terminan potenciando los efectos ocasionados como resultado de los eventos exógenos.

Ya en el campo de las consecuencias, se explicó ampliamente cómo el grado de exposición que muestran las economías en desarrollo frente a los efectos que generan los *shocks* externos hace que la actividad económica muestre un nivel de inestabilidad real muy elevado. A partir de este resultado, se señalaron las razones por las cuales la inestabilidad real es perniciosa para el crecimiento económico. Además, teniendo en cuenta las consecuencias derivadas de dicho fenómeno en los diferentes agregados macroeconómicos, se pudo establecer la relación entre la VM y el comportamiento del PIB. Desde la perspectiva teórica, el vínculo que se pudo mostrar entre estas dos variables es un paso importante dentro de esta investigación y un aporte significativo tanto a la conceptualización como a los efectos que puede ocasionar la VM; particularmente, en las economías en desarrollo.

Los resultados alcanzados en términos metodológicos también son muy relevantes. En principio, son dos las razones. En primer lugar, se logró estructurar un marco teórico razonable para explicar un fenómeno como lo es la VM. Al respecto, es importante recordar que, en el enfoque neoestructuralista, no existe un cuerpo teórico lo suficientemente organizado para abordar el estudio de este tema o, por lo menos, aunque las referencias generales se encuentran, están muy dispersas. En segundo lugar, a partir de las contribuciones provenientes de diferentes posturas teóricas, fue posible incorporar varios elementos conceptuales alrededor del estudio de la VM, los cuales aportaron una serie de aspectos muy relevantes dentro del análisis de dicho fenómeno. Los resultados generados en estos términos contribuyen a una mejor comprensión de la VM desde la macroeconomía del desarrollo, donde se encontraron ciertas debilidades en este sentido.

## 4 Referencias

- ABELES M, VALDECANTOS S (2016). Vulnerabilidad externa en América Latina y el Caribe. Un análisis estructural. Serie Estudios y Perspectivas 49. Cepal, Buenos Aires.
- ANGEON V, BATES S (2015). Reviewing composite vulnerability and resilience indexes: a sustainable approach and application. *World Development* 72: 140-162.
- ATKINS J, MAZZI S, RAMLOGAN C (1998). A study of the vulnerability of developing and island states: a composite index. Commonwealth Secretariat, Londres.
- BARITTO F (2009). Disasters, vulnerability and resilience from a macro-economic perspective. Lessons from the empirical evidence. Background paper for the 2009 ISDR Global Assessment Report on Disaster Risk Reduction. <https://www.preventionweb.net/english/hyogo/gar/background-papers/documents/Chap2/Baritto-Macroeconomic-Report.pdf>, acceso 17 de diciembre de 2017.

- BATES S, ANGEON V, AINOUCHE A (2014). The pentagon of vulnerability and resilience: A methodological proposal in development economics by using graph theory. *Economic Modelling* 42:445-453.
- BIELSCHOWSKY R, IZAM M, MULDER N (2011). Dos estudios de la evolución del pensamiento de la Cepal sobre la diversificación productiva y la inserción internacional (1949-2008). *Series Comercio Internacional* 12, Santiago de Chile.
- BLANCHARD O, GALÍ J (2007). Real wage rigidities and the New Keynesian model. *Journal of Money, Credit and Banking* 39(s1):35-65.
- BLANCHARD O, DELL'ARICCIA G, MAURO P (2010). Rethinking macroeconomic policy. IMF Staff Position Note. International Monetary Fund, Washington.
- BRIGUGLIO L (1995). Small island developing states and their economic vulnerabilities. *World Development* 23(9):1615-1632.
- BRIGUGLIO L (2003). The vulnerability index and Small Island Developing States: A review of conceptual and methodological issues. En: AIMS Regional Preparatory Meeting on the Ten Year Review of the Barbados Programme of Action. Praia, Cabo Verde.
- BRIGUGLIO L (2014). A vulnerability and resilience framework for small states. En: Bynoe-Lewis D (ed.). *Building the Resilience of Small States: A Revised Framework*. London Commonwealth Secretariat.
- BRIGUGLIO L, CORDINA G, FARRUGIA N, VELLA S (2009). Economic vulnerability and resilience: concepts and measurements. *Oxford Development Studies* 37(3):229-247.
- BUSO G (2001). Vulnerabilidad social: nociones e implicancias de políticas para Latinoamérica a inicios del siglo XXI. Seminario internacional las diferentes expresiones de la vulnerabilidad social en América Latina y el Caribe, 20-21/06/2001. Cepal, Santiago de Chile.
- CEPAL (2001). *Crece con estabilidad: el financiamiento del desarrollo en el nuevo contexto internacional*. Ocampo JA (coord.). Cepal, Alfaomega, Santafé de Bogotá.
- CEPAL (2004). *América Latina y el Caribe en la era global*. Publicación de las Naciones Unidas. Alfaomega, Bogotá.
- CEPAL (2010). *La hora de la igualdad: brechas por cerrar, caminos por abrir*. Trigésimo tercer período de sesiones de la Cepal. Brasilia/Santiago de Chile.
- CHAMBERS R (1989). Vulnerability: how the poor cope. *IDS Bulletin* 20(2). Institute of Development Studies, University of Sussex, Brighton (Gran Bretaña).
- CORDEN W, NEARY J (1982). Booming sector and de-industrialisation in a small open economy. *The Economic Journal [e-journal]* 92(368):825-848.
- CORDERO J, MONTECINO J (2010). *Capital Controls and Monetary Policy in Developing Countries*. Center for Economic and Policy Research, Washington, DC.
- CORDINA G (2004). Economic vulnerability and economic growth: some results from a neo-classical growth modelling approach. *Journal of Economic Development* 29(2):21-39.
- EDWARDS S, CAVALLO DF, FRAGA A, FRENKEL J (2003). Exchange rate regimes. En: *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies*. University of Chicago Press, pp. 31-92.
- EICHENGREEN B (2007). The real exchange rate and economic growth. *Social and Economic Studies* 56(4):7-22.
- EPSTEIN G (2002). *Employment-Oriented Central Bank Policy in an Integrated World Economy: A Reform Proposal for South Africa*. Working Paper, 39. Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Amherst.
- EPSTEIN G, YELDAN E (2009). Beyond inflation targeting: assessing the impacts and policy alternatives. En: Epstein G, Yeldan E (eds.). *Beyond Inflation Targeting: Assessing the Impacts and Policy Alternatives*. Northampton (Massachusetts), pp. 3-27.
- FFRENCH-DAVIS R (1996). Políticas macroeconómicas para el crecimiento. *Revista de la Cepal* 60.
- FFRENCH-DAVIS R (ed.) (2005). *Crecimiento esquivo y volatilidad financiera*. Cepal, Mayol Ediciones, Bogotá.

- FFRENCH-DAVIS R (2008). From financieristic to real macroeconomics: Seeking development convergence in emerging economies. Working Paper 44. Commission on Growth and Development, World Bank, Washington.
- FFRENCH-DAVIS R (2010). Macroeconomía para el desarrollo: desde el financierismo al productivismo. *Revista de la Cepal* 102:7-27.
- FFRENCH-DAVIS R (2012). Empleo y estabilidad macroeconómica real: el rol regresivo de los flujos financieros en América Latina. *Revista Internacional del Trabajo* 131(1-2):23-46.
- FFRENCH-DAVIS R (2015). Neoestructuralismo y macroeconomía para el desarrollo. En: Bárcena A, Prado A (eds.). *Neoestructuralismo y corrientes heterodoxas en América Latina y el Caribe a inicios del siglo XXI*. Cepal, Santiago de Chile, pp. 119-143.
- FFRENCH-DAVIS R, OCAMPO JA (2001). Globalización de la volatilidad financiera: desafíos para las economías emergentes. En: Ffrench-Davis R (comp.). *Crisis financieras en países exitosos*. Cepal, Santiago de Chile: McGraw-Hill/Interamericana de Chile LTDA, pp. 1-41.
- FISCHER S (1993). The role of macroeconomic factors in growth. *Journal of Monetary Economics* 32(3):485-512.
- FMI [FONDO MONETARIO INTERNACIONAL] (1998). Financial crises: characteristics and indicators of vulnerability. En: FMI (ed.). *World Economic Outlook*, Washington, capítulo IV, pp. 74-97.
- FRENKEL R, TAYLOR L (2006). Real Exchange Rate, Monetary Policy and Employment: economic development in a garden of forking paths. Working Paper, 19, Undesa. United Nations, Nueva York.
- GHOSH SR, GHOSH AR (2003). Structural vulnerabilities and currency crises. *IMF Economic Review* 50(3):481-506.
- GUILLAUMONT P (2010). Assessing the economic vulnerability of small island developing states and the least developed countries. *The Journal of Development Studies* 46(5):828-854.
- GUILLAUMONT P (2013). Measuring structural vulnerability to allocate development assistance and adaptation resources. *Development Policies Working Paper* 68.
- GUILLAUMONT P (2016). Vulnerability and resilience: a conceptual framework applied to three Asian countries Bhutan, Maldives and Nepal. *ADB South Asia Working Paper Series* 53, Asian Development Bank.
- IZQUIERDO A, ROMERO-AGUILAR R, TALVI E (2008). Booms and busts in Latin America: the role of external factors. Working Paper 631, Inter-American Development Bank, Research Department, Washington DC.
- JIMÉNEZ J, FANELLI J (comps.) (2009). Crisis, volatilidad, ciclo y política fiscal en América Latina. Cepal, Santiago de Chile.
- KAMINSKY G, LIZONDO S, REINHART CM (1998). Leading indicators of currency crises. *Staff Papers – International Monetary Fund* 45(1):1-48.
- KAMINSKY GL, REINHART CM, VÉGH CA (2004). When it rains, it pours: procyclical capital flows and macroeconomic policies. *NBER Macroeconomics Annual* 19:11-53.
- KRUGMAN P (1987). The narrow moving band, the Dutch disease, and the competitive consequences of Mrs. Thatcher: notes on trade in the presence of dynamic scale economies. *Journal of Development Economics* 27:41-55.
- KRUGMAN P, TAYLOR L (1978). Contractionary effects of devaluation. *Journal of International Economics* 8(3):445-456.
- KUWAYAMA M, DURÁN J (2003). La calidad de la inserción internacional de América Latina y el Caribe en el comercio mundial. *Serie Comercio Internacional* 26, Cepal.
- LOAYZA NV, RADDATZ C (2007). The structural determinants of external vulnerability. *The World Bank Economic Review* 21(3):359-387.
- MONTALBANO P (2011). Trade openness and developing countries vulnerability: concepts, misconceptions, and directions for research. *World Development* 39(9):1489-1502.
- MOSER C (1998). The asset vulnerability framework: reassessing urban poverty reduction strategies. *World development* 26(1):1-19.

- OCAMPO JA (2002). Developing countries anti-cyclical policies in a globalized world. En: Dutt A, Ros J (eds.). *Development Economics and Structuralist Macroeconomics: Essays in Honor of Lance Taylor*. Edward Elgar, Aldershot.
- OCAMPO JA (2005). Los caminos para superar las frustraciones de crecimiento en América Latina. En: French-Davis R (ed.). *Crecimiento esquivo y volatilidad financiera*. Mayol Ediciones, Santiago de Chile, pp. 31-56.
- OCAMPO JA (2007). Una visión amplia de la estabilidad macroeconómica. *Revista de Economía Política de Buenos Aires* 1:7-30.
- OCAMPO JA (2008). Macroeconomic vulnerability and reform: managing pro-cyclical capital flows. Paper presented at the international symposium «Financial Globalization and Emerging Market Economies». Bangkok, Bank of Thailand.
- OCAMPO JA (2011). Macroeconomía para el desarrollo: políticas anticíclicas y transformación productiva. *Revista de la Cepal* 104:13-41.
- OCAMPO JA (2012). Balance of payments dominance: Its implications for macroeconomic policy. School of International and Public Affairs, Columbia University, unpublished paper.
- OMC (2010). Informe sobre el comercio mundial 2010. El comercio de los recursos naturales.
- OMC (2013). Informe sobre el comercio mundial 2013. Factores que determinan el futuro del comercio.
- PALMA G (1998). There and a half cycles of mania, panic and [asymmetric] crash: East Asia and Latin America compared. *Cambridge Journal of Economics* 22 (6):789-808.
- PÉREZ E (2015). Una coyuntura propicia para reflexionar sobre los espacios para el debate y el diálogo entre el (neo)estructuralismo y las corrientes heterodoxas. En: Bárcena A, Prado A (eds.). *Neoestructuralismo y corrientes heterodoxas en América Latina y el Caribe a inicios del siglo XXI*. Cepal, Santiago de Chile, pp. 33-91.
- PINEDAR, CÁRCAMO-DÍAZ R (2013). Política monetaria, cambiaria y macroprudencial para el desarrollo, volatilidad y crecimiento en América Latina y el Caribe, 1980-2011. *Serie Macroeconomía del Desarrollo* 142, Cepal.
- RAMEY G, RAMEY V (1995). Cross-country evidence on the links between volatility and growth. *The American Economic Review* 85:1138-1151.
- RODRIG D (1998). Who needs capital account convertibility? En: Stanley Fischer *et al.* (ed). *Should the IMF pursue capital-account convertibility?* Princeton Essays in International Finance, Princeton, pp. 55-65.
- RODRIG D (2001). ¿Por qué hay tanta inseguridad en América Latina? *Revista de la Cepal* 73:7-31.
- SACHS JD, WARNER AM (1995). Natural resource abundance and economic growth. NBER Working Paper 5398.
- SETH A, RAGAB A (2012). Macroeconomic vulnerability in developing countries: Approaches and issues. International Policy Centre for Inclusive Growth. Working Paper 94:1-20.
- STIGLITZ JE (2000). Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World Development* 28(6):1075-1086.
- TAYLOR JB (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39:195-214.
- THIRLWALL AP (1979). The balance of payments constraint as an explanation of international growth rates differences. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* 128:45-53.
- THIRLWALL AP (2011). The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* 429-438.
- TITELMAN D, PÉREZ E (2015). Macroeconomía para el desarrollo en América Latina y el Caribe: nuevas consideraciones sobre las políticas anticíclicas. En: Bárcena A, Prado A (eds.). *Neoestructuralismo y corrientes heterodoxas en América Latina y el Caribe a inicios del siglo XXI*. Cepal, Santiago de Chile, pp. 155-184.
- VALDECANTOS S (2016). Estructura productiva y vulnerabilidad externa: un modelo estructuralista *stock-flujo* consistente. *Serie Estudios y Perspectivas*. Cepal 46, Buenos Aires.
- VILLAGRÁN JC (2006). Vulnerability: A Conceptual and Methodological Review. *Studies of the University Research Counsel Education*. Bonn.