

SUDDEN STOPS EN LATINOAMÉRICA: EVIDENCIA EMPÍRICA

Lic. Gianina Mattioli
Investigadora en formación SIIP (FCE)

Lic. Ana Paula Poblete
Investigadora en formación SIIP (FCE)

El presente trabajo busca identificar los eventos de *sudden stops* que han tenido lugar durante las últimas décadas en los países más grandes de Latinoamérica, para luego analizar si –ante dichos eventos– se han presentado los efectos esperados conforme a la bibliografía en la materia, específicamente los anticipados por el trabajo de Calvo, Izquierdo y Mejía (2004) y otros relacionados.

Los **objetivos**, entonces, se definen a continuación:

- Identificar los episodios de *Sudden Stop* que han tenido lugar en los países más grandes de la región latinoamericana y caribeña (LAC).
- Identificar el comportamiento y la evolución –en torno a dichos episodios– de variables como: tipo de cambio nominal, nivel de reservas internacionales, tipo de cambio real, cuenta corriente, producto bruto interno, tasa de interés, entre otras.

Así, planteado, el informe que se presenta en las siguientes páginas constituye un subproducto del trabajo desarrollado en el marco del Proyecto de Investigación 06/D225: “Canales de transmisión de los impactos económicos externos en América Latina: experiencia comparada 1980-2018”, aprobado y financiado por la Secretaría de Investigación, Internacionales y Posgrado del Rectorado de la UNCUIYO, por Resolución N° 3922/2019-R., propuesto por el equipo dirigido por el Mgter. Alejandro Trapé (Director) y la Mgter. Claudia Botteon (Co-Directora).

Existen **antecedentes** relevantes en relación al objeto de estudio propuesto. Calvo, Izquierdo y Mejía (2004) analizan una muestra de treinta y dos países, desarrollados y en vías de desarrollo, para analizar las características empíricas de los *sudden stops* y sus efectos sobre otras variables económicas. Encuentran que las grandes fluctuaciones del tipo de cambio real generadas a causa del *sudden stop* son una característica particular de los mercados emergentes. Asimismo, demuestran que un alto grado de apertura comercial y de dolarización de la economía aumentan la probabilidad o riesgo de sufrir un episodio de *sudden stop*.

Ciertos autores se han enfocado ya en el estudio de este tipo de episodios conceptualizados por Calvo para la región. Galindo e Izquierdo (2002) abordaron el estudio de las interrupciones súbitas en los flujos de capitales y estrategias cambiarias en Latinoamérica, analizando especialmente diversos aspectos de las estrategias seguidas por Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Ecuador, tras la interrupción de los flujos de capital posterior a la crisis rusa y la de México en 1994. Fenoglio (2004), por su parte, ha analizado la influencia de los *sudden stops* en el tipo de cambio real y en la sostenibilidad de la deuda.

Además, numerosos autores han focalizado su análisis en el estudio de los *sudden stops* en diferentes países de Latinoamérica. Es el caso, por ejemplo, de Castro (2021), quien se centra en examinar la última crisis de deuda argentina (2018/2019), la cual –a criterio del autor– estuvo marcada por un *sudden stop*. También el caso de Cerezo Aguirre (2010), quien intenta estimar el nivel óptimo de reservas internacionales para Bolivia, considerando especialmente el rol de las reservas como mitigadoras de los efectos de una crisis en la balanza de pagos. Puede mencionarse, asimismo, en esta línea de trabajos, el de Castillo y Barco (2008), quienes examinan la experiencia de Perú y la política pública implementada en respuesta al episodio que los autores identifican a finales de los años 90.

Además, resulta relevante mencionar el trabajo desarrollado por Poblete (2020), enfocado en la construcción de un tipo de cambio real para los países latinoamericanos, lo cual será utilizado como un insumo para el desarrollo de la presente investigación, y el resto de los desarrollos de este equipo de investigación, que nutren y sustentan los contenidos que aquí se presentan.

Para dar alcance a los objetivos de la presente propuesta se presentan –en primer lugar– las definiciones de *sudden stop* utilizadas en el trabajo, para exponer luego los efectos esperados de tal evento. Seguidamente, se exhiben los

resultados de aplicar dichas definiciones a los datos de los países latinoamericanos seleccionados, identificando así los eventos de *sudden stop* registrados en LAC. Luego, se describe el comportamiento de ciertas variables de interés ante tales episodios y se esbozan los resultados preliminares del análisis. Finalmente, se exponen las conclusiones.

DEFINICIÓN DE SUDDEN STOP

Un *sudden stop* es una fuerte y repentina caída de la entrada neta de capitales, es decir, un deterioro importante de la cuenta capital (variable flujo). Sus efectos se ven incrementados (o amortiguados cuando el desempeño económico es bueno) por factores internos y externos. Entre los primeros se pueden mencionar: crisis institucionales y económicas, alto riesgo país, entre otros. Por otro lado, los factores externos que más influyen son las crisis internacionales y sus efectos “contagio” y las altas tasas de interés. Generalmente, en la fase final de un *sudden stop*, se produce una corrida cambiaria con devaluación y default.

¿Cuándo ocurre un *sudden stop*?

Según Calvo (2004), un *sudden stop*:

- Inicia cuando el valor de la entrada neta de capitales disminuye por debajo de la media menos una desviación estándar.
- Se confirma cuando el valor de la entrada neta de capitales disminuye por debajo de la media menos dos desviaciones estándar.
- Finaliza cuando el valor de la entrada neta de capitales regresa a la media menos una desviación estándar.

Sin embargo, hay un método más restrictivo que incluye, además, la disminución del producto bruto, una caída del valor de la cuenta capital de más del 5% del PBI y aumento del riesgo país.

EFFECTOS ESPERADOS DEL SUDDEN STOP SEGÚN LA TEORÍA

Esta interrupción repentina en la entrada neta de capitales impacta en otras variables económicas. Entre sus efectos esperados se encuentran:

- **Presión cambiaria:** debido a la caída de la oferta de divisas, se produce un aumento del tipo de cambio nominal (TCN) o, si los Gobiernos intervienen, caída de reservas.
- **Incremento de la inflación:** esto se debe a *pass through*, es decir, el aumento del TCN termina impactando, luego de cierto periodo de tiempo, en el nivel general de precios.
- **Aumento del tipo de cambio real (TCR):** puede producirse por dos caminos. Primero, por el aumento del TCN y menor aumento del nivel general de precios (*pass through* menor). Segundo, por un alza en el precio de los bienes transables y caída (o menor aumento) de los bienes no transables (efecto “enfriamiento” de la economía).
- **Caída del producto:** un *sudden stop* funciona como una política monetaria contractiva debido al aumento de la tasa de interés (como instrumento paliativo de la situación). Si bien mejora la cuenta corriente (explicado en el siguiente ítem), no compensa la caída del consumo y de la inversión.
- **Falsa mejora de la cuenta corriente:** Aparece impulsada por el aumento del TCR y caída del producto. En este sentido, disminuye el déficit comercial o pasa a superávit (vale tener en cuenta que este efecto se puede evitar o morigerar si en lugar de aumento de TCN hay caída de reservas internacionales).
- **Descalce de empresas:** esto es esperable debido a los efectos devaluatorios. Es mayor en el sector de los no transables.
- **Pérdida de valor de los activos reales y financieros:** esto se espera como consecuencia del aumento de la tasa de interés y caída en su precio.

- **Impacto fiscal negativo:** se produce una menor recaudación por caída del ingreso y mayor gasto en deuda por aumento del TCN y de la tasa de interés. De esta manera, se deterioran las cuentas fiscales generando un posible problema de sostenibilidad de la deuda.

SUDDEN STOPS IDENTIFICADOS EN LOS PAÍSES LATINOAMERICANOS (1980-2019)

En el cuadro siguiente se presentan los episodios de *sudden stop* identificados para los países latinoamericanos en el lapso 1980-2019, tras aplicar la definición descrita, en base a información de organismos internacionales de las variables vinculadas a la balanza de pagos.

Tabla I: Resumen de episodios de sudden stop identificados para los países de LAC, 1980-2019.

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
1 ARGENTINA																				
2 BRASIL				X																
3 CHILE																				
4 COLOMBIA																				
5 ECUADOR																				
6 MÉXICO			X												X	X				
7 PERÚ																				
8 URUGUAY																				
9 VENEZUELA																				

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*
1 ARGENTINA		X							X										X	X
2 BRASIL			X						X				X	X		X	X			X
3 CHILE										X										
4 COLOMBIA																				
5 ECUADOR																				
6 MÉXICO										X						X				X
7 PERÚ																				
8 URUGUAY																				
9 VENEZUELA																	X			

REFERENCIAS

- Muy leve: valores al límite del inicio.
- Moderado: inicio de un sudden stop.
- Fuerte: confirmación de un sudden stop.
- Sin dato.

* Dato provisorio

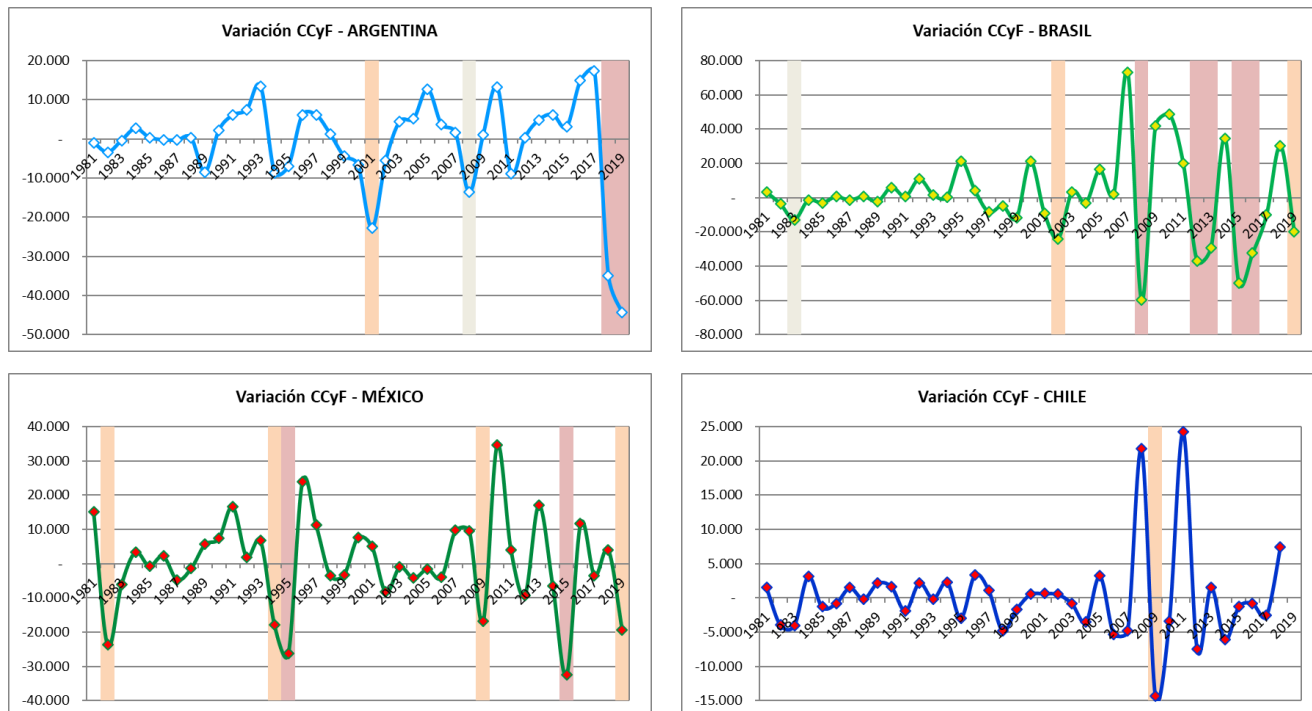
Fuente: Elaboración propia en base a información de BM, CEPAL y FMI.

Del cuadro se desprende que, mientras que Colombia, Ecuador, Perú y Uruguay no registran episodios de *sudden stop* conforme a la definición utilizada, el resto de los países sí, aunque con variada intensidad y frecuencia. Además, se advierte que los episodios se presentan con mayor regularidad a partir de 2008 y hasta el final del período bajo análisis. Argentina, Brasil y México son los que más han enfrentado esta clase de episodios:

- **Argentina:** 2001 (moderado), 2008 (muy leve), 2018 y 2019 (fuertes).
- **Brasil:** 1983 (muy leve), 2002 (moderado), 2008, 2012, 2013, 2015 y 2016 (fuertes), 2019 (moderado).
- **México:** 1982 (moderado), 1994 (moderado) y 1995 (fuerte), 2009 (moderado), 2015 (fuerte), 2019 (moderado).
- **Chile:** 2009 (moderado).
- **Venezuela:** 2016 (moderado)
- **Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay:** Ninguno.

Se presenta, a continuación, la evolución de la cuenta capital y financiera para Argentina, Brasil, México y Chile, a fin de evidenciar lo antedicho.

Gráficos 1, 2, 3 y 4: Evolución de la cuenta capital y financiera¹. Argentina, Brasil, México y Chile, 1980-2019. Millones de dólares.



Fuente: Elaboración propia en base a información de Fondo Monetario Internacional (FMI).

Se aclara que en los análisis que se presentan en las próximas páginas, se ha excluido el caso de Venezuela. La decisión se justifica en la escasa disponibilidad de datos estadísticos, en las particularidades de su política económica y en las características de su apertura y *performance* de cuenta capital y financiera que permiten dudar de la correcta aplicación del concepto de *sudden stop* a la economía referida. En función de tales aspectos, vale decir también que, dado su desempeño económico de los años recientes y la disponibilidad de información, resultaría especialmente complejo evaluar efectos sobre variables como evolución de la cuenta corriente o inflación.

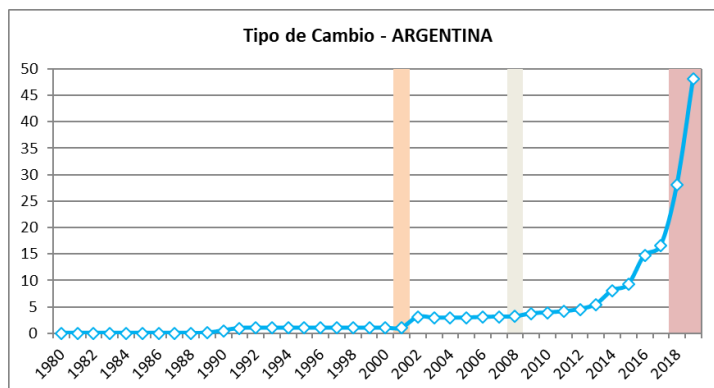
EFFECTOS REGISTRADOS EN PAÍSES LATINOAMERICANOS TRAS EPISODIOS DE SUDDEN STOP

❖ ARGENTINA:

- **Efecto sobre el TCN y el nivel de reservas:** Como puede observarse en los gráficos siguientes, el efecto de los episodios de *sudden stop* se ve amortiguado debido a la importante pérdida de reservas internacionales. El episodio más fuerte y notorio es en 2019, cuando se registra una confirmación del *sudden stop*, con alto incremento del TCN y fuerte caída de reservas.

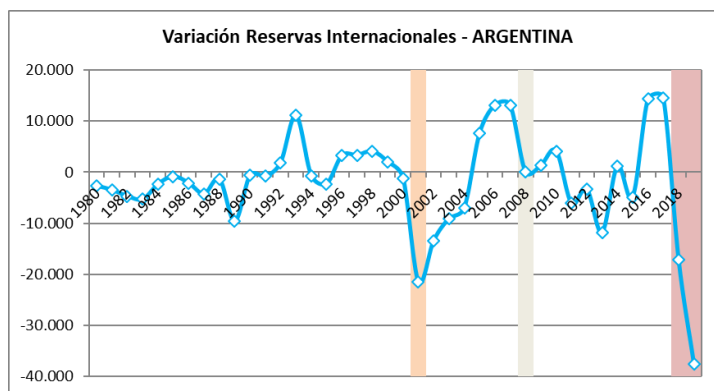
¹ Cuenta financiera neta, excluido financiamiento excepcional y cuenta capital excluidas reservas e ítems relacionados.

Gráfico 5: Evolución del tipo de cambio nominal. Argentina, 1980-2019. (Moneda nacional por dólar).



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

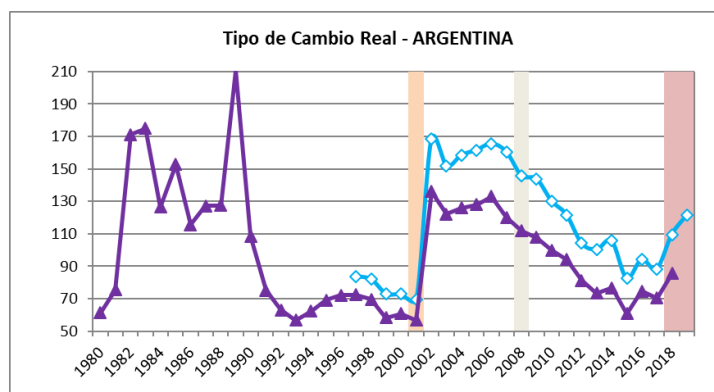
Gráfico 6: Evolución de las reservas internacionales. Argentina, 1980-2019. (Millones de dólares).



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

- **Efecto sobre el TCR:** El aumento del TCR se observa, sobre todo, en 2002 a causa del *sudden stop* y consecuente crisis económica. En 2019 también se observa, pero en menor magnitud, debido posiblemente a la gran venta de reservas internacionales. Sin embargo, para alcanzar una conclusión más acabada, sería necesario contar con algunos períodos más de análisis para ver la trayectoria posterior.

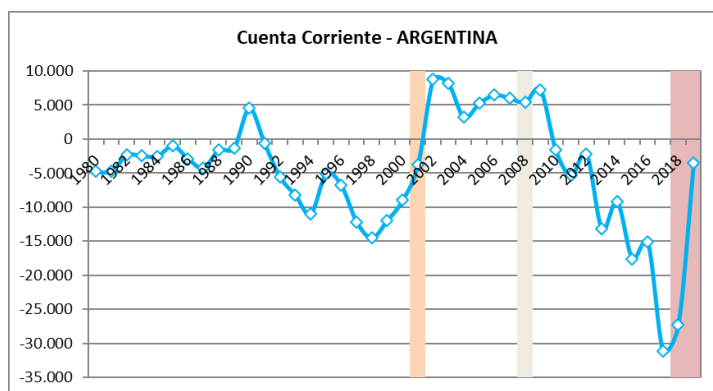
Gráfico 7: Evolución del tipo de cambio real. Argentina, 1980-2019.



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI [Línea celeste: datos secundarios. – Línea violeta: TCR de elaboración propia en base a datos de fuentes secundarias].

- **Efecto sobre la Cuenta Corriente:** Tanto en 2002 como en 2019 (también con la crisis moderada del 2008) se observa una mejora de la cuenta corriente, en relación con lo ocurrido con el TCR. Sin embargo, en 2019, no se logró alcanzar la reversión del saldo negativo. Nuevamente y para futuras investigaciones, deberán analizarse los períodos siguientes.

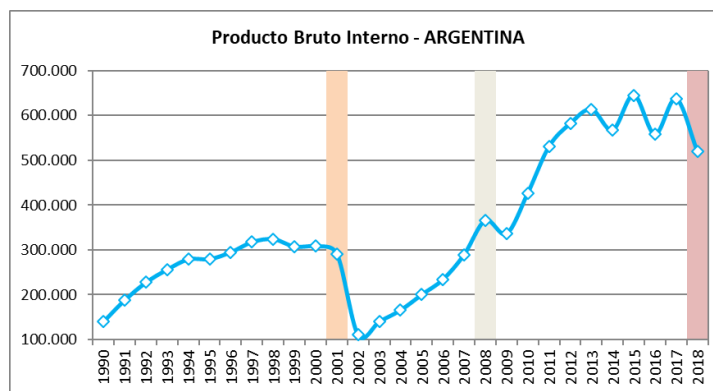
Gráfico 8: Evolución de la Cuenta Corriente. Argentina, 1980-2019. (Millones de dólares).



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

- **Efecto sobre el producto:** En cada uno de los períodos con episodios de *sudden stop* se observa caída del producto bruto. Esto implica que la mejora de la cuenta corriente recién observada no fue capaz de revertir la caída del consumo y de la inversión, tal como lo anticipa la teoría económica.

Gráfico 9: Evolución del PBI Nominal. Argentina, 1980-2019. (Millones de dólares, a precios corrientes).

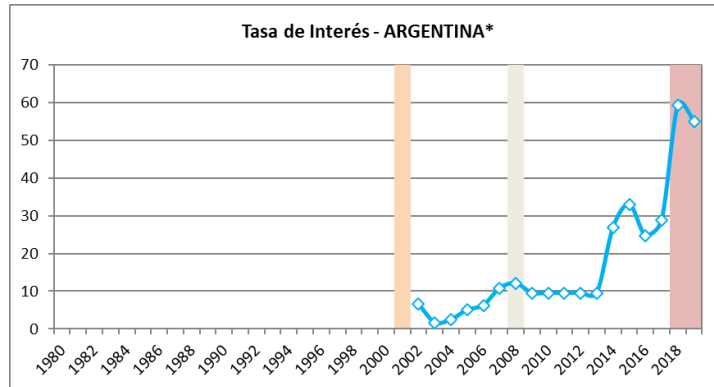


Fuente: Elaboración propia en base a información de CEPAL.

- **Efecto sobre la tasa de interés nominal:** Recordando que la tasa de interés —y su variación— no es un efecto del *sudden stop* sino una herramienta de política económica, es esperable que, ante una disminución de los flujos de capitales, los hacedores de política aumenten la tasa con el objetivo de atraer (o retener) los flujos financieros. Sin embargo, es una decisión que depende de varios factores, entre ellos la credibilidad y el momento del ciclo económico que se esté atravesando². En el caso de Argentina, la suba de la tasa de interés fue muy marcada en el último episodio.

² Ver nota al final sobre comportamiento de la tasa de interés.

Gráfico 10: Evolución de la tasa de interés. Argentina, 1980-2019. (Tasa de política monetaria, % anual)

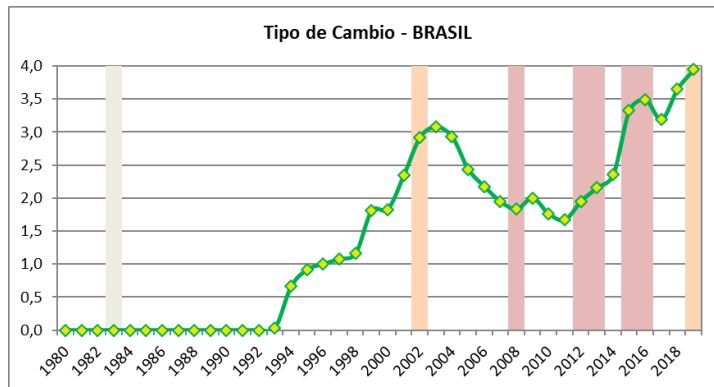


Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

❖ **BRASIL:**

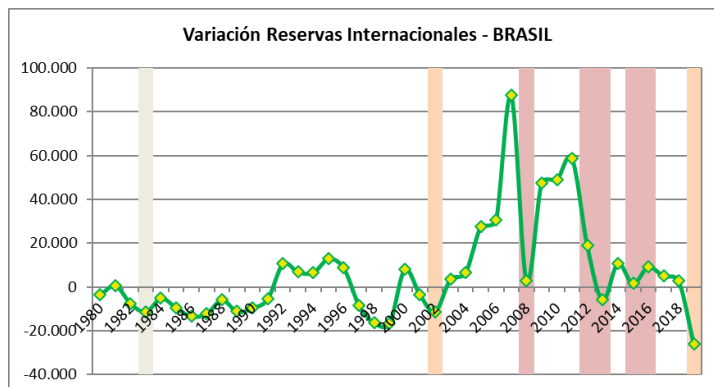
- **Efecto sobre el TCN y el nivel de reservas:** El TCN aumentó en todos los periodos con *sudden stop*. Pero, al igual que ocurrió en el caso argentino, también se perdieron muchas reservas, haciendo que el efecto final sobre el TCN sea menor.

Gráfico 11: Evolución del tipo de cambio nominal. Brasil, 1980-2019. (Moneda nacional por dólar).



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

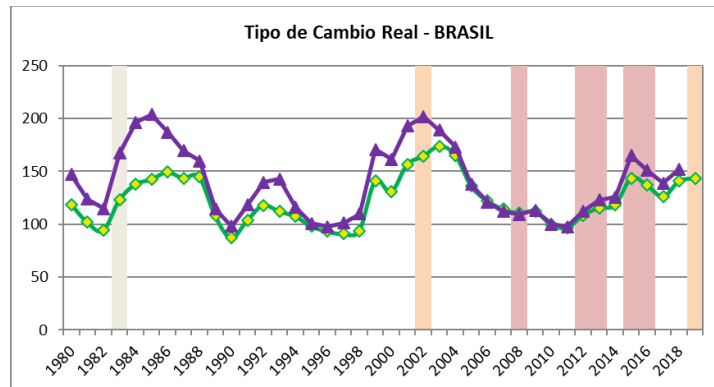
Gráfico 12: Evolución de las reservas internacionales. Brasil, 1980-2019. (Millones de dólares).



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

- **Efecto sobre el TCR:** El TCR en algunos casos sí aumenta, pero en otros su variación no es tan clara. Por ejemplo, en el episodio del 2002 sí se observa un incremento. En cambio, en el 2008 su variación prácticamente no se observa.

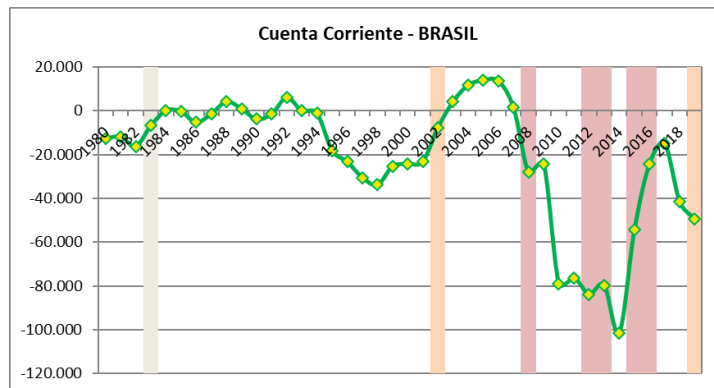
Gráfico 13: Evolución del tipo de cambio real. Brasil, 1980-2019.



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI [Línea verde: datos secundarios. – Línea violeta: TCR de elaboración propia en base a datos de fuentes secundarias].

- **Efecto sobre la Cuenta Corriente:** La variación de los saldos de cuenta corriente tampoco es tan clara. En algunos episodios, la mejora es muy marcada (por ejemplo 2002 y 2016), pero en otros casos no (2012, 2013). Tal como ocurrió en Argentina, en los últimos años, la mejora de la cuenta corriente a causa de un *sudden stop* mejoró el saldo, pero no logró revertir el déficit.

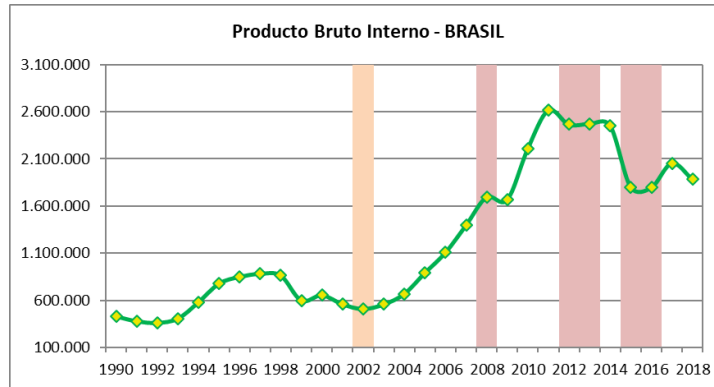
Gráfico 14: Evolución de la Cuenta Corriente. Brasil, 1980-2019. (Millones de dólares).



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

- **Efecto sobre el producto:** En el caso de Brasil, salvo en el último episodio, la caída del producto bruto no fue tan marcada, aunque sí disminuyó respecto de los períodos anteriores.

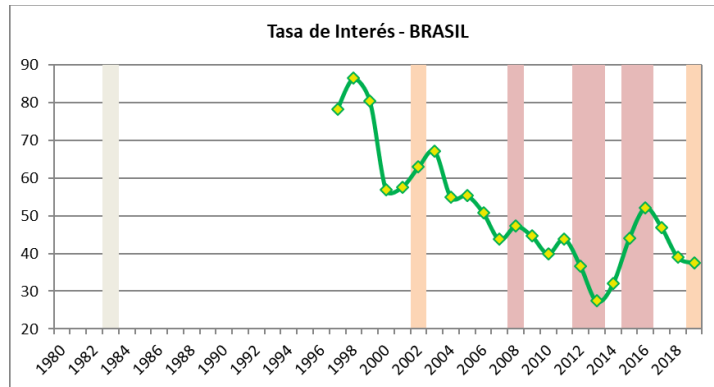
Gráfico 15: Evolución del PBI Nominal. Brasil, 1980-2019. (Millones de dólares, a precios corrientes).



Fuente: Elaboración propia en base a información de CEPAL.

- **Efecto sobre la tasa de interés nominal:** tal como se explicó anteriormente, la tasa de interés es una herramienta de política económica. En el caso de Brasil, no siempre se hizo uso de ella².

Gráfico 16: Evolución de la tasa de interés. Brasil, 1980-2019. (Activa, % anual).

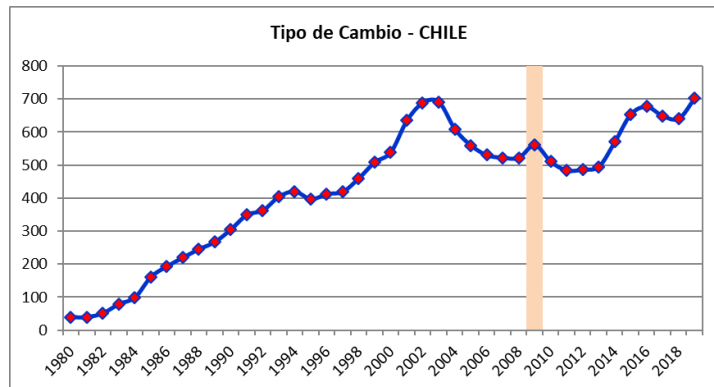


Fuente: Elaboración propia en base a información de BM.

❖ **CHILE:**

- **Efecto sobre el TCN y el nivel de reservas:** El TCN aumentó en el período con *sudden stop*. Pero, al igual que ocurrió en el caso argentino y brasilero, también se perdieron reservas, haciendo que el efecto final sobre el TCN sea menor.

Gráfico 17: Evolución del tipo de cambio nominal. Chile, 1980-2019. (Moneda nacional por dólar).



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

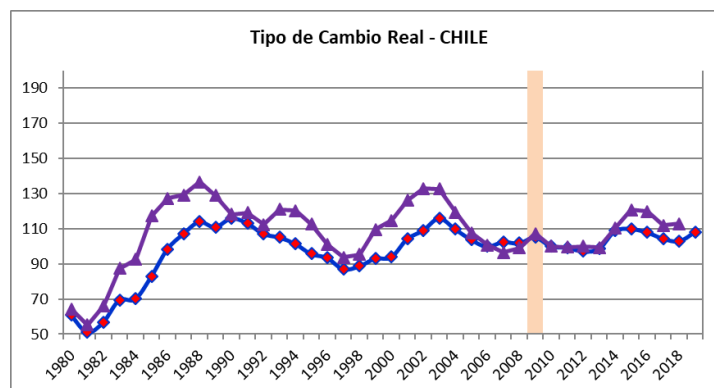
Gráfico 18: Evolución de las reservas internacionales. Chile, 1980-2019. (Millones de dólares).



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

- **Efecto sobre el TCR:** El TCR sí aumentó durante el episodio de *sudden stop*.

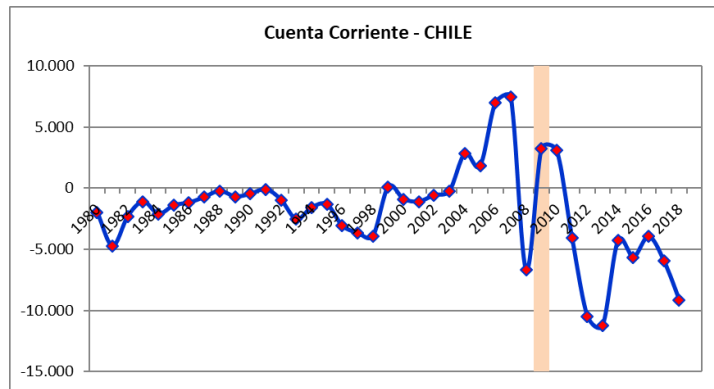
Gráfico 19: Evolución del tipo de cambio real. Chile, 1980-2019.



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI [Línea azul: datos secundarios. – Línea violeta: TCR de elaboración propia en base a datos de fuentes secundarias].

- **Efecto sobre la Cuenta Corriente:** mejoró (incluso pasó de déficit a superávit), impulsada el TCR.

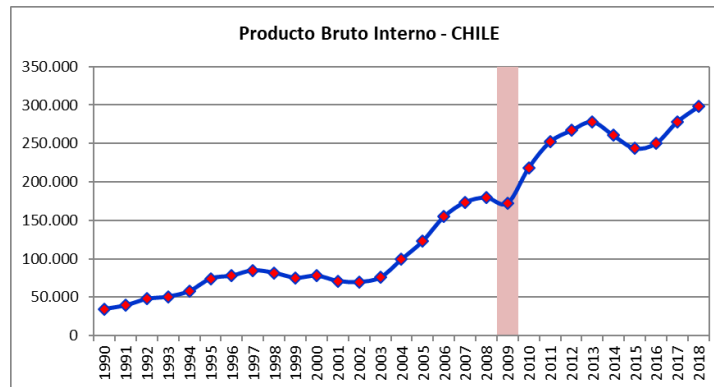
Gráfico 20: Evolución de la Cuenta Corriente. Chile, 1980-2019. (Millones de dólares).



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

- **Efecto sobre el producto:** Tal como predice la teoría, el nivel de producción cayó durante el *sudden stop*.

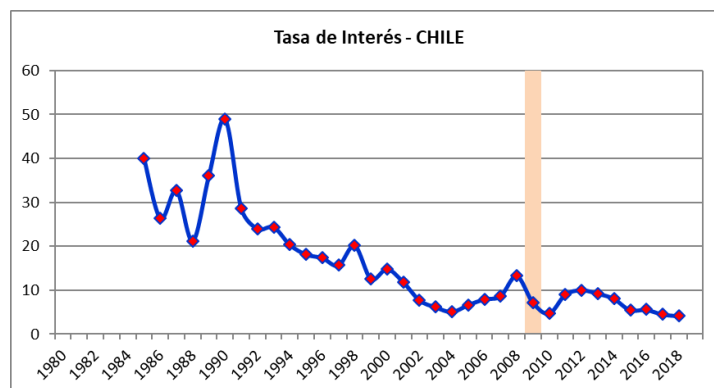
Gráfico 21: Evolución del PBI Nominal. Chile, 1980-2019. (Millones de dólares, a precios corrientes).



Fuente: Elaboración propia en base a información de CEPAL.

- **Efecto sobre la tasa de interés nominal:** en este caso, la tasa de interés no aumentó².

Gráfico 22: Evolución de la tasa de interés. Chile, 1980-2019. (Activa, % anual).

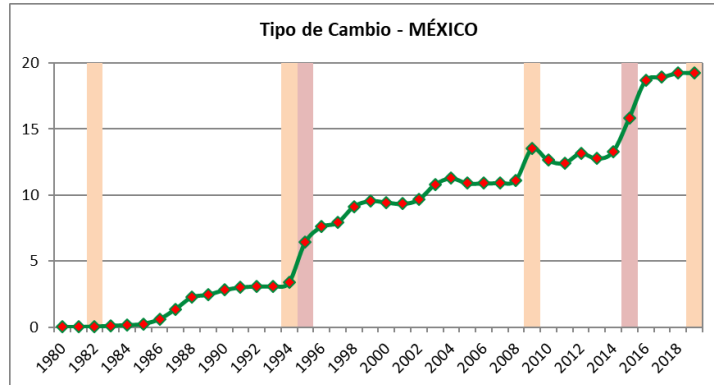


Fuente: Elaboración propia en base a información de BM.

❖ **MÉXICO:**

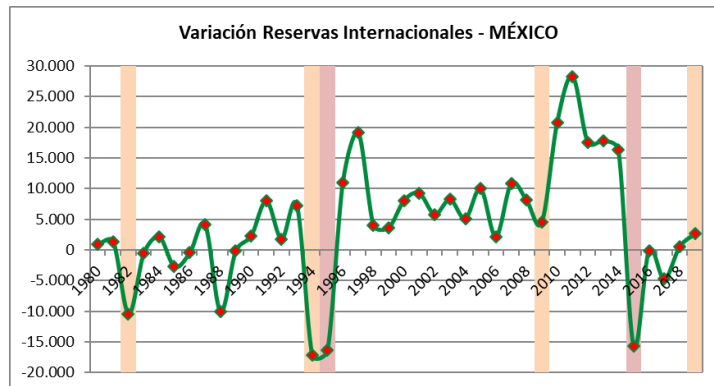
- **Efecto sobre el TCN y el nivel de reservas:** Salvo en el último episodio (que puede no estar claro el efecto en ese período sino en el siguiente), se observa nuevamente aumento del TCN y caída (importante) de reservas internacionales.

Gráfico 23: Evolución del tipo de cambio nominal. México, 1980-2019. (Moneda nacional por dólar).



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

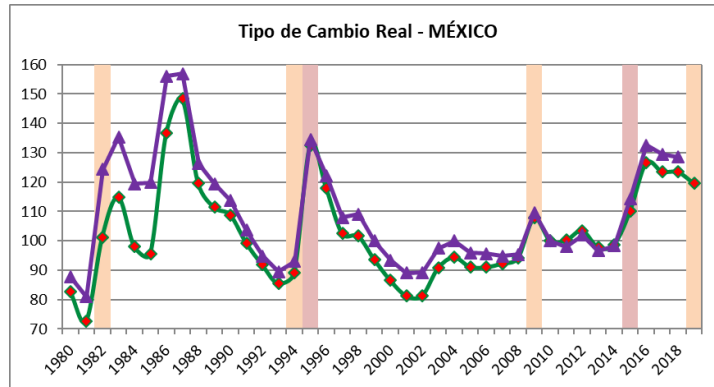
Gráfico 24: Evolución de las reservas internacionales. México, 1980-2019. (Millones de dólares).



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

- **Efecto sobre el TCR:** Nuevamente, en todos los episodios (salvo en el último) se observa aumento del TCR.

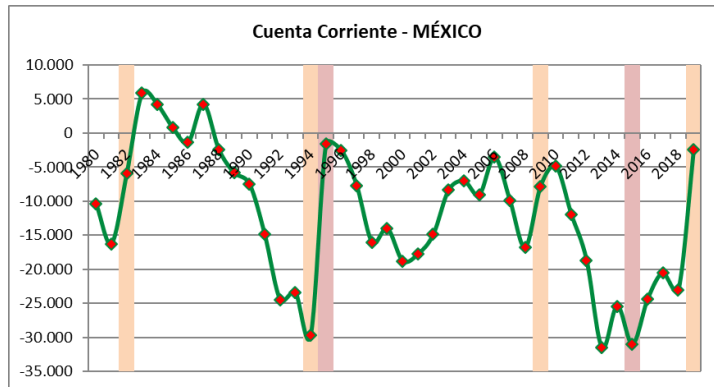
Gráfico 25: Evolución del tipo de cambio real. México, 1980-2019.



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI [Línea verde: datos secundarios. – Línea violeta: TCR de elaboración propia en base a datos de fuentes secundarias].

- **Efecto sobre la Cuenta Corriente:** En este caso, también se observa la mejora de la cuenta corriente (excepto en 2015, que se ve al período siguiente). Sin embargo, esta mejora, no alcanza para revertir el déficit.

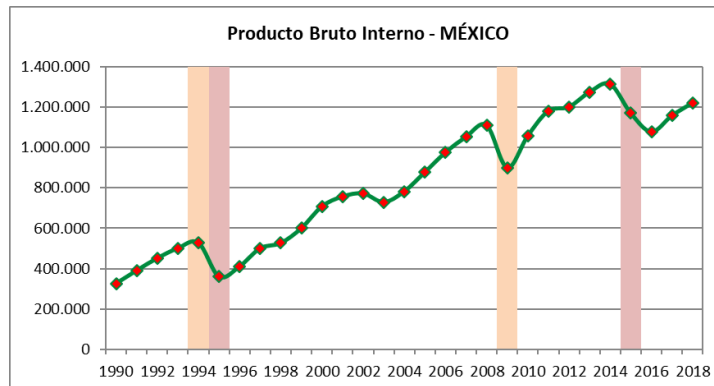
Gráfico 26: Evolución de la Cuenta Corriente. México, 1980-2019. (Millones de dólares).



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

- **Efecto sobre el producto:** Nuevamente, se evidencia caída en el producto, dando cuenta de una disminución importante del consumo y la inversión que no se compensa con la mejora de la cuenta corriente.

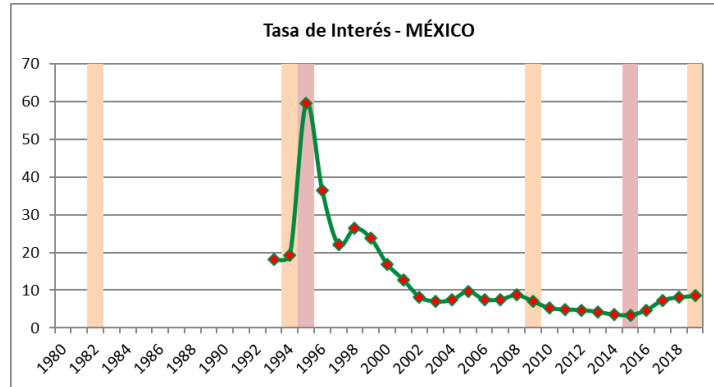
Gráfico 27: Evolución del PBI Nominal. México, 1980-2019. (Millones de dólares, a precios corrientes).



Fuente: Elaboración propia en base a información de CEPAL.

- **Efecto sobre la tasa de interés nominal:** aumentó muy fuertemente durante la Crisis de Tequila, pero no en los siguientes episodios².

Gráfico 28: Evolución de la tasa de interés. México, 1980-2019.



Fuente: Elaboración propia en base a información de BM.

Nota sobre comportamiento de la tasa de interés:

Como se explicó en las primeras secciones, ante un *sudden stop* es posible que los hacedores de política económica quieran elevar la tasa de interés interna intentando atraer capitales, para frenar o, al menos, morigerar los efectos de la caída súbita de la entrada neta de capitales. Ahora bien, dicha política actúa también, a nivel interno, como política contractiva de la economía (tendiendo a disminuir el producto bruto).

Teniendo en cuenta esto, vale reflexionar acerca del margen de maniobra que tuvieron los hacedores de política económica en los episodios identificados. Es decir, si se trataba de economías que estaban relativamente “frías” tal vez no había margen para implementar un incremento de la tasa de interés interna que pudiera actuar sobre los efectos del *sudden stop*.

En Brasil, por ejemplo, luego de la creciente evolución del PBI durante 2010-2011, el crecimiento del PBI se frenó notoriamente. Durante 2012-2013 (*sudden stop*) la tasa de interés disminuyó notablemente. Este efecto no es el previsto por la teoría económica citada, pero puede guardar relación con que los hacedores de política económica hayan preferido no aplicar una política que pudiera dar lugar a un enfriamiento aún peor de la economía.

Por otro lado, en los casos en los que sí se verificó un incremento en la tasa de interés de magnitud (Argentina 2018), se ve claramente la incidencia en la evolución del PBI, lo cual posiblemente haya tenido que ver con la disminución posterior de la tasa de interés ante la imposibilidad de sostener una política contractiva.

En la misma línea de análisis, puede observarse el caso de México (1994-1995 – Efecto Tequila), en el que la tasa de interés se elevó y el PBI se contrajo sustancialmente. En los episodios siguientes de *Sudden Stop* [2009 (moderado), 2015 (fuerte), 2019 (moderado)] México no parece haber utilizado un incremento considerable de la tasa de interés para frenar/morigerar los efectos de la caída súbita de la entrada neta de capitales y aun así verifica una caída más que considerable en su PBI, lo que permite pensar que no había margen de maniobra para implementar una política que podía resultar aún más contractiva para la economía.

RESULTADOS

Se presenta a continuación un cuadro resumen de los efectos registrados sobre el tipo de cambio real en los episodios de Sudden Stop identificados en los países latinoamericanos seleccionados, a partir de la exploración gráfica presentada en las páginas anteriores.

Tabla II: Cuadro resumen de episodios de Sudden Stops y efectos.

	(...)	1982	1983	(...)	1994	1995	(...)	2001	2002	(...)	2008	2009
ARGENTINA								Aumento claro del TCR en 2002 (acompañado con una importante pérdida de reservas)			No se observa (sí se observa una cuantiosa pérdida de reservas)	
BRASIL			Se observa un aumento del TCR aunque relativamente progresivo (pérdida pequeña de reservas)						Se observa un aumento del TCR aunque relativamente progresivo (con pérdida de reservas)		No se observa (sí se observa una dramática pérdida de reservas)	
CHILE												Se observa un aumento moderado del TCR con pérdida de reservas.
MÉXICO		Aumento claro del TCR en 1982 (acompañado con pérdida de reservas)			Durante ese año, no se observa aumento del TCR pero sí caída muy fuerte de reservas.	En este año, sí hay un aumento claro del TCR acompañado con pérdida de reservas.						Aumento del TCR con caída de reservas internaciones.

	(...)	2012	2013	(...)	2015	2016	(...)	2018	2019
ARGENTINA								Aumento moderado del TCR en 2018/19 (acompañado con una dramática pérdida de reservas)	
BRASIL		Se observa un aumento del TCR (acompañado de una importante pérdida de reservas)			Aumenta pero luego baja (antes de que termine el Sudden Stop), con variación inestable en las reservas.				Se observa un aumento moderado (aunque deberían examinarse los años sgtes. Para ver la trayectoria), con una importante pérdida de reservas.
CHILE									
MÉXICO					Aumento del TCR con una importante pérdida de reservas.				No se observa un aumento (aunque deberían examinarse los años sgtes. Para ver la trayectoria).

Fuente: Elaboración propia.

CONCLUSIONES

El trabajo desarrollado persiguió, en primer lugar, corroborar si los efectos que predice Calvo desde la teoría, se presentan o no y, en segundo –y como una derivación de los temas abordados– analizar qué tanto de la volatilidad de los tipos de cambio reales depende de los *sudden stops* (porque normalmente se afirma que en LAC esa relación es estrecha; que es culpable de los *overshootings* del tipo de cambio). **En función de los análisis realizados se esbozan algunas conclusiones preliminares.**

En primer lugar, hay que tener en cuenta que la primera manifestación de un *sudden stop* es la salida de capitales. Frente a esta situación algunos gobiernos regionales han optado por salir a vender reservas, para evitar un incremento brusco del TCN. No obstante, los hacedores de política económica pueden optar también por incrementar la tasa de interés, con lo cual se frena o morigera el efecto primario de un *sudden stop*, que es –por definición– la fuerte y repentina caída de la entrada neta de capitales, es decir, un deterioro importante de la cuenta capital. Esto último teniendo en cuenta que no en todos los casos los gobiernos se encuentran con la posibilidad de utilizarla, dado su efecto contractivo sobre la economía.

Si el hacedor de política económica puede (y elige) subir un poco la tasa de interés, el *sudden stop* debería morigerarse. Por supuesto que resulta –en relación a ese punto– muy importante la credibilidad que ostente el equipo de gestión, en tanto los mercados responden a los ‘estímulos’ de las políticas del gobierno. Sucede en Argentina, por ejemplo, que en ocasiones se ha incrementado la tasa de interés sin lograr aumentar notoriamente el atractivo de los pesos argentinos, como así también se han vendido grandes cantidades de dólares sin lograr calmar la demanda por moneda extranjera, ante la escasa demanda de moneda local.

Como se mencionó, en algunos casos, los hacedores de política económica prefieren vender reservas ‘defendiendo’ el tipo de cambio. A veces tal acción sirve para amortiguar el aumento del TCN, a veces no y el TCN se incrementa dramáticamente igual (en estos últimos casos, es esperable que el tipo de cambio real refleje un notorio aumento también, que conduciría a la falsa mejora de la Cuenta Corriente anticipada por la teoría económica referenciada).

En los casos en los que la venta de reservas sirvió para amortiguar el salto del TCN, lógicamente el TCR no acusó un aumento tan fuerte, por lo que la mejora de la Cuenta Corriente tampoco era esperable (al menos no en considerable magnitud). Lo que se observa en la mayoría de los casos es que la cuenta corriente mejora, aunque no llega a revertirse (hacia un superávit) por lo marcado de los déficits anteriores al episodio.

Analizando la simultaneidad de episodios de *sudden stop* y de aumentos del TCR, surge que hay saltos que efectivamente podrían explicarse por *sudden stops*; pero también que hay volatilidad en momentos que no coinciden con dichos episodios.

Se han presentado hasta aquí los resultados y conclusiones preliminares de la investigación desarrollada. Estos resultados se nutren, combinan y complementan con los aportes del resto del equipo que lleva adelante el Proyecto de Investigación 06/D225: “Canales de transmisión de los impactos económicos externos en América Latina: experiencia comparada 1980-2018”.

BIBLIOGRAFÍA CONSULTADA

Calvo, G. y Talvi E. (2005). "Sudden stops, financial factors and economic collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile". National Bureau of Economics Research. Working Paper Series 11153. Cambridge.

Chang, R. y Velasco, A. (2001). "A Model of Financial Crises in Emerging Markets". The Quarterly Journal of Economics, 116(2), (p. 489 – 517).

Chari, V., Kehoe, P. y McGrattan, E. (2005). "Sudden stops and output drops". Federal Reserve Bank of Minneapolis. Research Department Staff Report 353.

Edwards, S. (2004). "Financial Openness, sudden stops and current account reversals". National Bureau of Economics Research. Working Paper Series 10277. Cambridge.

Galindo A. e Izquiero A. (2002). "Interrupciones súbitas en los flujos de capitales y estrategias cambiaras en Latinoamérica". Revista Asturiana de Economía N° 24 (p.31 – 64). Banco Interamericano de Desarrollo.

Talvi, E. (2015). Treinta y cinco años de crisis financieras recurrentes en América Latina. ¿Hacia un nuevo (y mejor) paradigma? Brookings.

Páginas web consultadas para la búsqueda de información estadística:

Banco Mundial (BM): <https://datos.bancomundial.org/>

Comisión Económica para Latinoamérica y el Caribe (CEPAL):
<https://estadisticas.cepal.org/cepalstat/Portada.html>

International Monetary Fund (IMF): <https://www.imf.org/external/>