



ESCUELA DE NEGOCIOS
Universidad Torcuato Di Tella

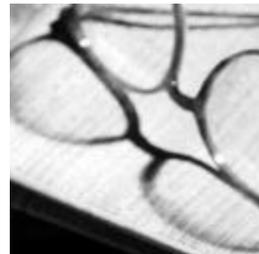
CIF

Centro de Investigación en Finanzas

Documento de Trabajo 13/2003

¿Por qué crecen menos los regímenes de tipo de cambio fijo? El efecto de los Sudden Stops

Federico Stuzenegger
Universidad Torcuato Di Tella



¿Por qué crecen menos los regímenes de tipo de
cambio fijo? El efecto de los *sudden stops*

Federico Sturzenegger

*Director, Escuela de Negocios
Universidad Torcuato Di Tella*

Agosto 2003

La elección del régimen cambiario es probablemente una de las decisiones de política más importante que tienen que tomar las autoridades económicas de un país. En países emergentes la decisión tiene implicancias en términos de la adaptabilidad que la economía tendrá a los shocks reales y monetarios a las que esté expuesta, según sabemos del tradicional modelo de Mundell-Fleming. También tiene implicancias en términos de la ganancia o pérdida de credibilidad que puedan lograr sus autoridades económicas, como se discutió en una extensa literatura de principio de los años 90 sobre estabilizaciones basadas en el tipo de cambio.¹ Recientemente se ha enfatizado el efecto de la elección del régimen cambiario sobre el desarrollo del sector financiero.²

Sin embargo, los diez años de discusión en torno al lanzamiento del euro en el seno de la Unión Europea, nos revelan que la decisión sobre el régimen cambiario no es únicamente un factor de relevancia en las economías emergentes o pobres, sino que es una discusión de gran relevancia para cualquier país, independientemente de su estado de desarrollo.

Más allá de los múltiples efectos que pueda tener un régimen cambiario sobre el desempeño macroeconómico de corto plazo, en general la literatura no identifica una relación fuerte entre el régimen cambiario y el crecimiento económico. Es natural que esto sea así, porque uno no tiende a pensar que en el largo plazo decisiones nominales tengan mucho que ver con resultados reales. Aunque en el corto plazo, la existencia de rigideces nominales hace que la elección del régimen no sea inocua, en general se tiende a pensar que cualquier efecto de rigidez nominal debiera diluirse en el mediano-largo plazo. Sin embargo, una serie de trabajos empíricos recientes han sugerido que podría haber una relación entre crecimiento y regímenes cambiarios. En esta literatura se encuentra que los tipos de cambio fijos estarían relacionados con un menor nivel de crecimiento promedio.

Rolnick y Weber (1997) encuentran, utilizando datos históricos, que el crecimiento económico ha sido mayor en los períodos con papel moneda que en los períodos con monedas con respaldo en bienes del tipo del patrón oro. En sentido inverso, Mundell (1995), discutiendo el desempeño de países industrializados, argumenta que el período previo a la caída de Bretton Woods, donde prevalecían los regímenes de tipo de cambio fijo, estuvo asociado con mayores tasas de crecimiento. Levy Yeyati y Sturzenegger (2001, 2003a) encuentran, de manera consistente con Rolnick y Weber, que durante el período posterior a Bretton Woods los regímenes de tipo de cambio fijo estuvieron asociados a una menor tasa de crecimiento del producto. Sus estimaciones varían entre 0.7 y 1% por año, para un amplio rango de especificaciones y controles, incluyendo cuidadosos análisis para controlar por endogeneidad. Asimismo encuentran que los regímenes de tipo de cambio fijo están asociados a una mayor volatilidad del producto. Larraín y Parro (2003) encuentran un resultado similar, aunque para ellos los regímenes intermedios serían los de menor nivel de crecimiento, y los regímenes flexibles los de mayor crecimiento.

¹ Ver Kiguel y Liviatan, Calvo y Vegh

² Ver Hausman (2002)

Para describir someramente la relación entre crecimiento y régimen cambiario replicamos algunos datos de la tabla 3 de Levy Yeyati y Sturzenegger (2003a). La tabla muestra la tasa de crecimiento para regímenes fijos, intermedios y flotantes, según la clasificación de regímenes cambiarios propuesta en Levy Yeyati y Sturzenegger (2002, 2003b, de acá en más LYS), que más apropiadamente refleja las políticas cambiarias que los países están siguiendo.³ Como puede verse, hay un diferencial de crecimiento marcado, con los regímenes de tipo de cambio fijo exhibiendo un menor nivel de crecimiento, especialmente entre los países no industrializados.

Tabla N°1

		LYS			Industriales			No-Industriales		
		Flotante	Int.	Fijo	Flotante	Int.	Fijo	Flotante	Int.	Fijo
N° observaciones		661	598	1027	207	95	141	454	503	886
ΔGDP	Media	1.9	1.0	1.5	2.3	1.5	2.3	1.7	0.9	1.3
	Mediana	2.2	1.5	1.5	2.5	1.7	2.3	1.9	1.5	1.3
GDPV	Media	3.4	4.0	4.3	2.2	1.9	1.8	4.0	4.4	4.7
	Mediana	2.3	2.8	3.4	1.8	1.8	1.6	2.7	3.2	3.8

Si tomamos seriamente los resultados de Levy-Yeyati y Sturzenegger, los regímenes de tipo de cambio fijo aparecen, en la dimensión crecimiento y volatilidad del producto como una elección claramente inferior a regímenes más flexibles. Quizás valga la pena aclarar, sin embargo, que los regímenes fijos son mucho más efectivos para controlar la inflación, lo cual probablemente explique su popularidad a principios de los años 90.

¿Por qué crecen menos los regímenes de tipo de cambio fijo?

³ La diferencia entre la clasificación LYS y la clasificación de regímenes cambiarios del FMI es que la primera se basa en lo que los países efectivamente hacen (un tipo de cambio fijo está identificado como países con poca volatilidad del tipo de cambio nominal y alta volatilidad en las reservas, mientras que los tipos de cambio flotantes están identificados como aquellos con alta volatilidad del tipo de cambio nominal y baja volatilidad de las reservas) y no en lo que dicen hacer, que es el criterio básico de clasificación del FMI. En lo que sigue mostramos los resultados sobre la base de la clasificación LYS, sin embargo, al replicar las especificaciones con la clasificación del FMI se obtienen los mismos resultados.

La literatura ha sugerido algunas posibles explicaciones por las cuales los regímenes cambiarios pueden afectar la tasa de crecimiento. Por un lado, el hecho que los regímenes de tipo de cambio fijo están asociados a una mayor volatilidad del producto puede tener un efecto negativo sobre la tasa de crecimiento. Ramey and Ramey (1995), por ejemplo, presenta evidencia que sugiere que economías con mayor volatilidad en su nivel de ingreso tienden a crecer menos. Es importante destacar que según este criterio, no se requiere que los países que elijan tipo de cambio fijo tengan una mayor volatilidad de shocks “exógenos”, es decir que estén sujetos a shocks más importantes, sino que es suficiente para que opere, un mecanismo por el cual los shocks se vean magnificados por dicho régimen. Esa magnificación es una característica conocida para regímenes de tipo de cambio fijo en presencia de rigideces nominales en los precios, con lo que la combinación de ambas características (tipo de cambio fijo y rigidez nominal) podrían explicar el resultado.

Una versión alternativa de dicha hipótesis se refiere a la posibilidad de una respuesta asimétrica a los shocks. También bajo el supuesto de rigideces nominal de precios, un shock negativo puede dar lugar a un largo período de ajuste, mientras que los shocks positivos ajustan rápidamente por precio. Si es así, en un régimen de tipo de cambio fijo, la respuesta negativa se transfiere básicamente a cantidades y la positiva a precios, generando un sesgo hacia una menor tasa de crecimiento. Levy Yeyati y Edwards (2003a) encuentran que los países con regímenes cambiarios más rígidos tienden a amplificar los shocks de términos de intercambio, y que los shocks negativos tienen un efecto más pronunciado sobre el producto. La combinación de ambos factores genera el resultado que los países con tipo de cambio fijo en promedio crecerían menos. Con otra metodología Broda (2001) también encuentra que un shock negativo de términos de intercambio genera un mayor efectos sobre el producto en economías con tipo de cambio fijo.

Una hipótesis alternativa para el hecho estilizado, es la sugerida por Calvo (1999). Según Calvo, es posible que los regímenes de tipo de cambio fijo estén más expuestos a shocks exógenos, por ejemplo a una corrida especulativa o a un *sudden stop*. Esta interpretación está relacionada con la postulada por Eichengreen (1994) y Fischer (2001) en el sentido que una mayor globalización de la economía mundial está asociada con una menor sostenibilidad de regímenes de tipo de cambio fijo convencionales. Según esta visión, la mayor volatilidad de capitales producida en los 90 iría forzando a los países a regímenes extremos, ya sea una libre flotación o a un “hard peg” tipo Convertibilidad, dolarización o unión monetaria. La contracara de este argumento, es el hecho que los países con regímenes de tipo de cambio fijo están más sujetos a un posible ataque especulativo.

Lo que es novedoso de esta interpretación es que los “shocks” a los que está sujeta una economía no sería independiente del régimen cambiario. Este trabajo intenta dilucidar si esta hipótesis tiene sustento empírico o no.

Verificando la hipótesis de Calvo

Para verificar la hipótesis de Calvo es necesario, primero, identificar los episodios de *sudden stops* de una manera relativamente amplia, asegurándose que todos los episodios que responden a la caracterización sean incluidos. Una vez identificados estos episodios, podremos verificar si un país por tener tipo de cambio fijo es más propenso a tener un *sudden stop*.

Identificando a un “sudden stop”

Un *sudden stop* es una situación donde hay una caída violenta en la entrada de capitales a un país que lo fuerza a realizar un ajuste interno rápido y de magnitud significativa. Esta definición abrevia en Calvo (2001) quien dice:

“Un aspecto crucial de las crisis financieras recientes que han afectado a las economías emergentes es que estas han sido acompañadas por una fuerte disminución en la entrada de capitales. En Tailandia, por ejemplo, la caída de estos flujos fue una cantidad equivalente al 26% de su producto bruto interno durante 1997. Para ajustarse a estas interrupciones, los países se vieron forzados a reducir sus déficits de cuenta corriente. Es este último paso el que causa el mayor daño a la economía, ya que al hacer eso los países reducen la demanda agregada, es decir su gasto total. En la práctica, dichas cantidades han sido substanciales y consecuentemente han resultado en profundas caídas en el producto y el empleo. Este fenómeno, conocido como sudden stop no es experimentado por países desarrollados, donde las crisis han sido mucho menos severas, y en muchos casos han sido acompañadas por una expansión del crédito, más que con una fuerte contracción como en el caso de las economías emergentes.”

Por ello, para identificar los *sudden stop* usamos el siguiente filtro. Buscamos para todos los países del mundo desde 1974 todos los casos en los que la cuenta capital del balance de pagos se comprime en al menos 5% como porcentaje del PBI. De un universo de 4932 observaciones posibles, donde cada observación es un año para un país determinado, se poseen datos para 3579 observaciones, obteniéndose 449 casos donde efectivamente se observa una contracción de la cuenta capital de esa magnitud o aun mayor. Claramente estos episodios están sesgados a países no industrializados que representan un 95% de todos los casos.

Sin embargo, una compresión en la cuenta capital, financiada con pérdida de reservas, no representa un *sudden stop*, ya que implica que la economía no requiere el ajuste que en general asociamos a los mismos. Es por ello, que se aplica un nuevo filtro a todos los casos anteriores, por el cual se consideran como episodios de *sudden stop* únicamente aquellos donde en adición a la compresión de la cuenta capital, la cuenta corriente mejora al menos un 2% durante el año, el año siguiente o en conjunto en ambos años. Esto reduce el número de casos de *sudden stop* a un total de 376 casos que serán los episodios que consideraremos.

Para tener una idea del tipo de países que esto incluye, la Tabla 2 registra, según esta metodología los 15 *sudden stop* más grandes (medidos en términos de compresión de la cuenta de capital) así como los que corresponden a los 15 episodios en los países más

grandes. Como puede verse los *sudden stop* abarcan un espectro muy amplio de posibilidades y eventos.

Table N° 2

Principales <i>sudden stops</i>					
Por caída de la cuenta de capital			Por tamaño del país		
País	Año	cc/pbi(%)	País	Año	cc/pbi(%)
KUWAIT	1992	-235.1%	ITALY	1975	-5.1%
YEMEN, REPUBLIC OF	1998	-63.5%	SPAIN	1992	-5.5%
KIRIBATI	1991	-63.4%	CANADA	1982	-5.6%
SURINAME	1989	-48.1%	KOREA	1997	-7.5%
CONGO, REPUBLIC OF	1984	-47.3%	SAUDI ARABIA	1980	-28.4%
SAO TOME & PRINCIPE	1977	-46.4%	MEXICO	1982	-8.6%
KUWAIT	1979	-44.5%	BRAZIL	1983	-7.2%
JORDAN	1992	-41.0%	MEXICO	1995	-6.5%
NICARAGUA	1989	-38.0%	SAUDI ARABIA	1979	-8.0%
ANGOLA	2000	-35.2%	IRAN, I.R. OF	1979	-11.1%
SURINAME	1987	-34.8%	INDONESIA	1997	-6.8%
EQUATORIAL GUINEA	1992	-34.7%	VENEZUELA, REP. BOL.	1980	-8.3%
KIRIBATI	1984	-34.4%	KOREA	1986	-6.1%
CONGO, REPUBLIC OF	1995	-33.6%	DENMARK	1991	-5.2%
CONGO, REPUBLIC OF	1996	-33.5%	AUSTRIA	1982	-5.6%

Como sabemos un *sudden stop* depende de manera directa de los fundamentales de una economía. La tasa de crecimiento (GDPGR), la tasa de crecimiento del año anterior (GDPGR1), la situación fiscal (DEFGDP1), las condiciones externas (DLOGTT1), y el resultado de las cuentas externas (CAGDP1). Incorporamos también una variable de tamaño (SIZE) para captar la posibilidad que los flujos de capitales afecten de manera más significativa a países pequeños.

Un modelo probit muestra que todas estas variables son relevantes a la hora de explicar la probabilidad que un país se vea sujeto a un *sudden stop*. La columna (i) de la Tabla 3 muestra que, efectivamente, en general estas variables presentan el signo apropiado (excepto el resultado fiscal) y con excepción de los términos de intercambios, son significativas.⁴ Una mejora en los términos de intercambio disminuye la posibilidad de un *sudden stop*, un resultado negativo en la cuenta corriente o un peor desempeño en términos de crecimiento lo incrementa. Los *sudden stops* son fenómenos de países pequeños como indica un coeficiente significativo y negativo sobre al variable SIZE. Todas las regresiones incluyen *dummies* por año que no se presentan en aras de la brevedad.

⁴ El apéndice presenta fuentes y metodología para el cómputo de cada variable.

La pregunta que nos hacemos es si el hecho que un país haya tenido un tipo de cambio fijo, aumenta o no la probabilidad de que el país experimente un *sudden stop*. Las columnas (ii y iii) muestra que a primera vista efectivamente, pareciera ser este el caso, ya que tener un tipo de cambio fijo durante el año (columna ii), o durante el previo al evento (columna iii) aumentan la probabilidad de registrarlo. En la columna (iv) construimos una variable *dummy* que toma el valor de uno únicamente si el país tiene tipo de cambio fijo en el año del evento y en el año previo. Como puede verse el resultado se mantiene, así como en la columna (v) que agrega una variable de crisis bancaria, usualmente asociada a los *sudden stop* y, potencialmente al quiebre de esquema de tipo de cambio fijo.

Las tres últimas columnas particionan la muestra y generan resultados disímiles según el grupo considerado. En las columnas (vii) y (viii), restringimos la muestra a los países cuyo PBI representa más que el 2% y del 1% del PBI de la economía de los EEUU, respectivamente. Como se ve, para esta muestra más pequeña el efecto del régimen cambiario sobre la posibilidad de sufrir un *sudden stop* desaparece.⁵ Por otro lado el resultado se mantiene para los países pequeños. El resultado pareciera indicar, entonces, que para los países pequeños, y solo para ellos, un régimen de tipo de cambio fijo los dejaría más expuestos a flujos de capitales más volátiles.

Nuestros resultados son diferentes a los obtenidos en Calvo et al. (2003). Calvo et al (2003) encuentran que una variable que mide la capacidad de absorber shocks externos por parte de la economía real junto con otra de dolarización financiera, son las únicas variables significativas a la hora de explicar la probabilidad que un país sufra un *sudden stop*.⁶ En nuestras especificaciones, sin embargo, aún para la sub-muestra de países en la columna (vii), la más parecida a la de Calvo et al, la tasa de crecimiento y las cuentas externas son siempre significativas para explicar la presencia de un *sudden stop*. De cualquier manera, se obtiene el mismo resultado de Calvo et al en que el régimen cambiario no es relevante a la hora de explicar la probabilidad que un país sufra de una contracción súbita en su cuenta de capitales para países relativamente grandes.⁷ Este trabajo indica, sin embargo, que dicho resultado no se mantendría para países pequeños donde efectivamente el régimen cambiario sí importa.

⁵ Todos los resultados de esta tabla se replicaron usando la clasificación de regímenes cambiarios del FMI con resultados virtualmente idénticos. La única diferencia significativa es el hecho que la variable de déficit fiscal mantiene su significatividad en las primeras seis especificaciones.

⁶ En nuestras especificaciones una medida de dolarización financiera, como ser los pasivos externos de las instituciones bancarias locales no tenía efecto sobre la probabilidad de un *sudden stop*.

⁷ Una diferencia interesante con los resultados de Calvo et al (2003) es que las dummies por año dan únicamente significativas en las especificaciones de columnas (vii) y (viii), pero únicamente el año 1982 presenta un resultado positivo. Este resultado difiere del del trabajo citado, donde las variables anuales aparentemente tendrían un peso relativamente importante en la predicción de un *sudden stop*, sugiriendo la presencia de contagio o “bunching”.

Table N° 3

	(i) <i>suddenstop</i>	(ii) <i>suddenstop</i>	(iii) <i>suddenstop</i>	(iv) <i>suddenstop</i>	(v) <i>suddenstop</i>	(vi) <i>suddenstop</i>	(vii) <i>Suddenstop</i>	(viii) <i>suddenstop</i>
DLOGTT1	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.001 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
CAGDP1	-0.530*** (0.091)	-0.781*** (0.104)	-0.798*** (0.107)	-0.516*** (0.091)	-0.513*** (0.091)	-0.775*** (0.256)	-0.479*** (0.177)	-0.478*** (0.113)
GDPGR	-0.094** (0.048)	-0.117** (0.052)	-0.132** (0.052)	-0.101** (0.048)	-0.096** (0.048)	-0.154** (0.072)	-0.206*** (0.059)	-0.050 (0.063)
GDPGR1	-0.159*** (0.048)	-0.181*** (0.052)	-0.153*** (0.052)	-0.165*** (0.048)	-0.165*** (0.048)	0.057 (0.070)	0.073 (0.057)	-0.251*** (0.065)
DEFGDP1	0.003** (0.001)	-0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.003** (0.001)	0.003** (0.001)	0.002 (0.002)	0.001 (0.002)	0.003** (0.001)
SIZE	-0.119** (0.057)	-0.076 (0.057)	-0.075 (0.057)	-0.108* (0.057)	-0.142** (0.059)	-0.060 (0.039)	-0.047 (0.039)	5.017 (3.427)
LYSFIX		0.024 (0.015)						
LYSFIX1			0.026* (0.015)					
LYSFIX2				0.022 (0.014)	0.025* (0.014)	0.004 (0.022)	-0.005 (0.018)	0.040** (0.020)
BANK					0.073*** (0.027)	0.033 (0.032)	0.009 (0.027)	0.111*** (0.041)
Constant	0.109** (0.044)	0.088* (0.048)	0.051 (0.056)	0.104** (0.044)	0.104** (0.044)	0.000 (0.073)	0.019 (0.061)	0.092 (0.071)
Obs.	1851	1466	1458	1851	1851	404	582	1269
R-squared	0.04	0.07	0.07	0.04	0.05	0.11	0.09	0.05

Conclusiones

Nuestro interés en este trabajo estaba centrado en explicar el fenómeno de porque los tipos de cambio fijo tienden a crecer menos. Como muchos países eligen un tipo de cambio fijo porque una gran parte de su comercio está concentrado, o porque lo necesitan para mejorar en términos de credibilidad, es importante identificar cual es el mecanismo por el cual un tipo de cambio fijo afecta la tasa de crecimiento a fin de que aquellos que necesiten elegir este régimen por otro motivo puedan neutralizar el canal o los canales por los cuales se afecta el crecimiento económico.

Una hipótesis sugería que el efecto podía deberse a que los regímenes de tipo de cambio fijo estarían más sujetos a un *sudden stop*. El análisis de los datos para todos los países del mundo desde el año 1974, tiende a comprobar esta hipótesis de que los países con tipo de cambio fijo son más propensos a sufrir este tipo de fenómeno, pero solo para países pequeños. Por otra parte, no se encuentra un efecto del régimen cambiario cuando se restringe la muestra a los países más grandes.

Este razonamiento deja abierta la posibilidad que la relación que se presenta para países pequeños sea producto de una decisión endógena: como estos países sufren fuertes oscilaciones en sus entradas de capitales, eligen un régimen cambiario que les permita atemperar dichos shocks. Sin embargo, como dicho régimen debiera ser el de un tipo de cambio flexible, encontrar una relación entre régimen fijo y probabilidad de un *sudden stop* difícilmente se deba a una causalidad de los flujos al tipo de cambio.

Si estos resultados son correctos, las implicancias para países pequeños, que por otros motivos generalmente eligen un régimen de tipo de cambio fijo, debieran concentrarse en como reducir la mayor volatilidad a la que están expuestos como consecuencia de su elección del régimen cambiario.

Bibliografía

Broda, Christian. “Coping with Terms of Trade Shocks: Pegs vs Floats.” *American Economic Review*, May 2001 (Papers and Proceedings), 91(2), pp. 376-380.

Calvo, Guillermo. “Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops.” *Journal of Applied Economics*, Mayo 1998, vol I (1).

Calvo, Guillermo, Izquierdo, Alejandro y Mejía, Luis Fernando. “ On the empirics of Sudden Stops.”, mimeo IADB, Agosto 2003

Calvo , Guillermo; Carlos Vegh. “Inflation Stabilization and BOP Crisis in developing countries”, *Handbook of Macroeconomics*, volume C, Taylor, John and Michael Woodford, eds., North Holland , 1999.

Eichengreen, Barry. “International Monetary Arrangements for the 21st Century.” The Brookings Institution, Washington, DC, 1994.

Edwards, Sebastian y Levy Yeyati , Eduardo. “Exchange Rates as Shock Absorbers.” NBER working paper N° 9867, 2003.

Fischer, Stanley. “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?” Distinguished Lecture on Economics in Government, *Journal of Economic Perspectives*, Spring 2001, 15(2), pp. 3-24.

Hausmann, Ricardo y Chamon, Marcos. “ Why do countries borrow the way they borrow?” mimeo Harvard University, Diciembre 2002.

Kiguel, Miguel y Liviatan, Nissan. “The Inflation Satbilization Cycles in Argentina and Brazil”, in *Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath*, ed. by Bruno, Michael and Fischer, Stanley. MIT Press, 1991.

Larraín, Felipe y Parro, Francisco. “¿ Importa la opción de sistema cambiario? Evidencia para países en desarrollo.”, mimeo Pontificia Universidad Católica de Chile, Agosto 2003.

Levy Yeyati, Eduardo and Federico Sturzenegger. “Exchange Rate Regimes and Economic Perfomance”, *IMF Staff Papers*, 2001, Vol. 47, pp. 62-98.

Levy Yeyati, Eduardo and Federico Sturzenegger. “Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words.” Mimeo, Universidad Torcuato Di Tella available at www.utdt.edu/~fsturzen, 2002.

Levy Yeyati, Eduardo and Federico Sturzenegger. “ To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes.” *American Economic Review*, Septiembre 2003a, Vol. 93(4).

Levy Yeyati, Eduardo and Federico Sturzenegger. “A de facto Classification of Exchange Rate Regimes: A Methodological Note”, en <http://www.aeaweb.org/aer/contents/> de *American Economic Review*, September 2003b, Vol. 93(4).

Mundell, Robert. “Exchange Rate Systems and Economic Growth.” *Rivista di Politica Economica*, junio 1995, 85(6), pp. 1-36.

Rolnick, Arthur J., Weber, Warren E. "Money, Inflation, and Output under Fiat and Commodity Standards." *Journal of Political Economy*, Diciembre 1997, 105(6), pp. 1308-1321.

Ramey, Garey and Ramey, Valerie. “Cross-Country Evidence on the Link Between Volatility and Growth.” *American Economic Review*, Diciembre 1995, 85(5), pp. 1138-1151.

Vegh, Carlos. “Stopping High Inflation: An Analytical Overview.” *IMF Staff Papers*, Septiembre 1992, Vol. 39, pp. 626-695.

Vegh, Carlos and Calvo, Guillermo. “Exchange Rate-Based Stabilization Under Imperfect Credibility.” in *Open-Economy Macroeconomics*, ed. by Helmut Frisch and Andreas Worgotter, London, MacMillan Press, 1993, pp. 3-28.

Vegh, Carlos and Rebelo, Sergio. “Real Effects of Exchange-Rate based Stabilization.” NBER Working Paper No. 5197, Julio 1995.

Variables	Definition and Source
DLOGTT1	Diferencia de logaritmo de los términos del intercambio rezagada 1 período (Fuente: WDI Código de Serie: NY.EXP.CAPM.KN)
GDPGR	Tasa de crecimiento del PBI en dólares (Fuente: WEO- IMF)
GDPGR1	Tasa de crecimiento del PBI en dólares rezagada 1 período (Fuente: WEO- IMF)
DEFGDP1	Ratio de déficit (o superávit) a PBI rezagado 1 período (Fuente: IFS línea 80 / línea 99b)
CAGDP1	Ratio de cuenta corriente sobre PBI rezagada 1 período (Fuente: IFS línea 78/ pbi en dólares WEO- IMF)
SIZE	PBI en dólares sobre PBI EEUU (Fuente: WEO- IMF)
BANK	Variable <i>dummy</i> que adopta valor 1 si hubo crisis bancaria
LYSFIX	Variable <i>dummy</i> que adopta valor 1 si el país tiene tipo de cambio fijo
LYSFIX1	Variable <i>dummy</i> que adopta valor 1 si el país tuvo tipo de cambio fijo en el período anterior
LYSFIX2	Variable <i>dummy</i> que adopta valor 1 el país tuvo tipo de cambio fijo en el período anterior y en este período

Universidad Torcuato Di Tella, Business School Working Papers

Working Papers 2003

N°16 "*Business Cycle and Macroeconomic Policy Coordination in MERCOSUR*"

Martín Gonzalez Rozada (UTDT) y **José Fanelli** (CEDES).

N°15 "*The Fiscal Spending Gap and the Procyclicality of Public Expenditure*"

Eduardo Levy Yeyati (UTDT) y **Sebastián Galiani** (UDESA).

N°14 "*Financial Dollarization and Debt Deflation under a Currency Board*"

Eduardo Levy Yeyati (UTDT), **Ernesto Schargrotsky** (UTDT) y **Sebastián Galiani** (UDESA).

N°13 "*¿ Por qué crecen menos los regímenes de tipo de cambio fijo? El efecto de los Sudden Stops*", **Federico Stuzenegger** (UTDT).

N°12 "*Concentration and Foreign Penetration in Latin American Banking Sectors: Impact on Competition and Risk*", **Eduardo Levy Yeyati** (UTDT) y **Alejandro Micco** (IADB).

N°11 "*Default`s in the 1990`s: What have we learned?*",

Federico Sturzenegger (UTDT) y **Punan Chuham** (WB).

N°10 "*Un año de medición del Índice de Demanda Laboral: situación actual y perspectivas*",

Victoria Lamdany (UTDT) y **Luciana Monteverde** (UTDT)

N°09 "*Liquidity Protection versus Moral Hazard: The Role of the IMF*",

Andrew Powell (UTDT) y **Leandro Arozamena** (UTDT)

N°08 "*Financical Dedollarization: A Carrot and Stick Approach*", **Eduardo Levy Yeyati** (UTDT)

N°07 "*The Price of Inconvertible Deposits: The Stock Market Boom during the Argentine crisis*",

Eduardo Levy Yeyati (UTDT), **Sergio Schmukler** (WB) y **Neeltje van Horen** (WB)

N°06 "*Aftermaths of Current Account Crisis: Export Growth or Import Contraction?*",

Federico Sturzenegger (UTDT), **Pablo Guidotti** (UTDT) y **Agustín Villar** (BIS)

N°05 "*Regional Integration and the Location of FDI*",

Eduardo Levy Yeyati (UTDT), **Christian Daude** (UM) y **Ernesto Stein** (BID)

N°04 "*A new test for the success of inflation targeting*",

Andrew Powell (UTDT), **Martin Gonzalez Rozada** (UTDT) y **Verónica Cohen Sabbán** (BCRA)

N°03 "*Living and Dying with Hard Pegs: The Rise and Fall of Argentina´s Currency Board*",

Eduardo Levy Yeyati (UTDT), **Augusto de la Torre** (WB) y **Sergio Schmukler** (WB)

N°02 "*The Cyclical Nature of FDI flows*",

Eduardo Levy Yeyati (UTDT), **Ugo Panizza** (BID) y **Ernesto Stein** (BID)

Nº01 *"Endogenous Deposit Dollarization"*,
Eduardo Levy Yeyati (UTDT) y **Christian Broda** (FRBNY)

Working Papers 2002

- Nº15** *"The FTAA and the Location of FDI"*,
Eduardo Levy Yeyati (UTDT), **Christian Daude** (UM) y **Ernesto Stein** (BID)
- Nº14** *"Macroeconomic Coordination and Monetary Unions in a N-country World: Do all Roads Lead to Rome?"*
Federico Sturzenegger (UTDT) y **Andrew Powell** (UTDT)
- Nº13** *"Reforming Capital Requirements in Emerging Countries"*
Andrew Powell (UTDT), **Verónica Balzarotti** (BCRA) y **Christian Castro** (UPF)
- Nº12** *"Toolkit for the Analysis of Debt Problems"*, **Federico Sturzenegger** (UTDT)
- Nº11** *"On the Endogeneity of Exchange Rate Regimes"*,
Eduardo Levy Yeyati (UTDT), **Federico Sturzenegger** (UTDT) e **Iliana Reggio** (UCLA)
- Nº10** *"Defaults in the 90's: Factbook and Preliminary Lessons"*, **Federico Sturzenegger** (UTDT)
- Nº09** *"Countries with international payments' difficulties: what can the IMF do?"*
Andrew Powell (UTDT)
- Nº08** *"The Argentina Crisis: Bad Luck, Bad Management, Bad Politics, Bad Advice"*,
Andrew Powell (UTDT)
- Nº07** *"Capital Inflows and Capital Outflows: Measurement, Determinants, Consequences"*,
Andrew Powell (UTDT), **Dilip Ratha** (WB) y **Sanket Mohapatra** (CU)
- Nº06** *"Banking on Foreigners: The Behaviour of International Bank Lending to Latin America, 1985-2000"*,
Andrew Powell (UTDT), **María Soledad Martínez Peria** (WB) y **Ivanna Vladkova** (IMF)
- Nº05** *"Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words"*
Eduardo Levy Yeyati (UTDT) y **Federico Sturzenegger** (UTDT)
- Nº04** *"The Effect of Product Market Competition on Capital Structure: Empirical Evidence from the Newspaper Industry"*, **Ernesto Schargrodsky** (UTDT)
- Nº03** *"Financial globalization: Unequal blessings"*,
Augusto de la Torre (World Bank), **Eduardo Levy Yeyati** (Universidad Torcuato Di Tella) y **Sergio L. Schmukler** (World Bank)
- Nº02** *"Inference and estimation in small sample dynamic panel data models"*,
Sebastian Galiani (UdeSA) y **Martin Gonzalez-Rozada** (UTDT)
- Nº01** *"Why have poverty and income inequality increased so much? Argentina 1991-2002"*,
Martín González-Rozada, (UTDT) y **Alicia Menendez**, (Princeton University).