

“RESTRICCIÓN EXTERNA Y FUGA DE CAPITALES EN ARGENTINA”

Autor/es: Patricia Inés Laría - Verónica Rama¹ - Joaquín Rodríguez.

Universidad de pertenencia: Universidad Nacional del Comahue, Facultad de Economía y Administración, Departamento de Economía.

Mails de contacto: patriciailaria@yahoo.com.ar - veronrama@yahoo.com.ar - rodriguez_joaquin@live.com

Modalidad: Resumen Extendido de un trabajo de investigación.

Palabras clave: Restricción externa al crecimiento – Sistema Monetario/Financiero Internacional – Flujos financieros – Balance de pagos

Fundamentación

La cuestión del crecimiento ha ocupado a la economía desde sus orígenes. Distintas doctrinas han tratado de elaborar una explicación de las causas y mecanismos de este proceso. La respuesta a esta pregunta todavía permanece algo difusa², aunque se han ajustado las mediciones, diversificado los modelos y logrado ciertas coincidencias en los resultados obtenidos desde abordajes teóricos alternativos.

La presente investigación es llevada adelante considerando dos fenómenos que abordan la problemática del crecimiento: el primero es la “Restricción Externa para el Crecimiento Económico” o “Restricción del Balance de Pagos”; y el segundo fenómeno es el aumento de los movimientos internacionales de capitales (“Flujos Financieros”), una de cuyas expresiones es la “Fuga de Capitales”, definida está en la presente investigación como la compra de activos externos por parte de residentes de un país. Ambas cuestiones son objeto de análisis teórico y empírico en la literatura.

Considerando estos fenómenos, el objetivo general de la investigación es describir, distinguir y analizar teórica y empíricamente la relación entre la Restricción Externa y la Fuga de Capitales como uno de los principales problemas estructurales para el crecimiento. Las Metas incluyen: sistematizar la lógica de registración y la información de la Cuenta Financiera del Balance de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional Neta; construir una estructura conceptual para el análisis teórico de la fuga de capitales; diferenciar e integrar analíticamente los fenómenos de

¹ El presente forma parte del trabajo de tesis correspondiente al Programa de Doctorado en Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de la Matanza de la Mg. Verónica Rama.

² LORENTZ, A. (2005) **Essays on the determinants of growth rates differences among economies. Bringing together evolutionary and post-keynesian economics.** Disertación para la obtención del grado de Philosophy Doctor in Economics and Management, Scuola Superiore Santa Ana (Pisa) – Docteur Université Louis Pasteur Discipline Sciences Economiques (Strasbourg) (29 de noviembre de 2005)

Restricción Externa y Flujos Financieros al Exterior (fuga de capitales); y formar una base de datos para sistematizar estadísticas de Argentina e internacionales.

Se plantea como Hipótesis principal que al igual que la Restricción Externa comercial (Elasticidad Exportaciones e Importaciones) o financiera (Deuda Insostenible, Pago de intereses) es una limitante del crecimiento para la economía argentina³; la Fuga de Capitales condiciona al crecimiento pero a la vez es consecuencia del crecimiento constituyéndose así en uno de los principales problemas estructurales de la economía de Argentina.

Se sostiene que los dos fenómenos corresponden a distintas fases en la evolución del Sistema Monetario y Financiero Internacional. En la actualidad, el predominio de los flujos financieros y el exceso de elasticidad financiera del sistema global, instalan un escenario de crisis cíclicas globales cada vez más prolongadas y agudas, lo que explica en una parte sustancial el aumento en las tenencias de activos externos de la economía de Argentina (“fuga de capitales”).

La Metodología, que se está aplicando para trabajar con esas hipótesis, es de carácter cualitativo y cuantitativo, lo que incluye:

1. Revisión y análisis de bibliografía.

- 1.1. Las versiones originales del multiplicador del comercio exterior de Harrod y los trabajos de Kaldor.

- 1.2. Las primeras formulaciones de la Restricción de Balance de Pagos formalizadas por autores argentinos.

- 1.3. El modelo original de la Restricción Externa versión elaborada por Thirlwall en 1979.

- 1.4. Las extensiones y del modelo de Restricción de Balance de Pagos incluyendo sus versiones más actuales.

- 1.5. Diferentes caracterizaciones del proceso de globalización financiera de la economía internacional.

- 1.6. Producción reciente referida al Sistema Monetario y Financiero Internacional y su evolución, en particular del Monetary and Economic Department of de los modelos de the Bank for International Settlements (BIS) y Journal of International Economics, Centre for Economic Policy Research London.

³ Senhadji, 1998; López G y Cruz B, 2000; Perraton, 2003; Hollando, Vilela Vieira y Canuto, 2002 y 2004; Pacheco-Lopez y Thirlwall, 2006; Moreno-Brid, 1999 y 2001; Fuji, 2003; Capraro R, 2007; entre otros.

2. Construcción de una estructura conceptual que incorpore al análisis de la Restricción Externa los rasgos fundamentales de la actual estructura económica y financiera internacional.

3. Recopilación y procesamiento de estadísticas del sector externo y del mercado de capitales de Argentina: Balance Cambiario (BCRA), Formación de Activos Externos del Sector Privado No Financiero” (BCRA), Cuenta financiera del Sector Privado No Financiero del Balance de Pagos (INDEC), Comisión Nacional de Valores de la República Argentina y Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP).

4. Recopilación y sistematización de datos estadísticos sobre flujos financieros al exterior (compra de activos externos por residentes) de fuentes e internacionales:

4.1. International Monetary Fund (IMF) <http://www.imf.org> Stability Financial Reports.

4.2. Bank for International Settlements <https://www.bis.org/>

4.3. International Accounting Standards (IAS) <http://www.iasplus.com>.

4.4. Global Financial Integrity (GFI) <http://www.gfintegrity.org>,

4.5. Tax Justice Network <http://www.taxjustice.net>

4.6. International Financial Reporting System (IFRS) <http://www.ifrs.org/>

4.7. US Department of the Treasury www.treasury.gov

5. Aplicación de Análisis de Cointegración a las series estadísticas.

6. Formulación un modelo teórico que integre la fuga de capitales a la problemática general de restricción externa al crecimiento económico.

Desarrollo del trabajo

La restricción externa al crecimiento

1. La cuenta corriente del balance de pagos

La literatura sobre Restricción de Balance de Pagos o Restricción Externa, como condicionante del crecimiento de las economías, podría reconocer antecedentes en los escritos de Harrod (1933) y Kaldor (1973).

Economistas argentinos, explorando las dificultades para el desarrollo de América Latina, fueron quienes concretaron los primeros aportes en esta línea de pensamiento, siendo pioneros Prebisch (1949 y 1988), Braun (1968), Díaz-Alejandro (1963), Ferrer (1963), y Diamand ((1972 y 1973) , entre los más destacados.

En 1979 aparece la obra que se haría ampliamente conocida, escrita por el profesor Anthony Thirlwall, como inicio de una serie de trabajos de significativa importancia. Entre ellos McCombie & Thirlwall, 1997; Thirlwall, 1997, 2012, 2014; Gouvea & Lima, 2010.

Se trata de un abordaje keynesiano, de acuerdo con el cual el crecimiento económico en el largo plazo está limitado por la demanda. En términos analíticos simples plantea que, a menos que un país pueda endeudarse en el exterior indefinidamente, su tasa de crecimiento de largo plazo estará limitada por su performance externa; más precisamente por la elasticidad-ingreso de sus importaciones y el ritmo de expansión de sus exportaciones. La Cuenta Corriente del Balance de Pagos pasa a constituirse en un tercer tipo de restricción, además de la demanda y la oferta, al crecimiento de la economía.

Esta interpretación del déficit de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos, como un reflejo de las limitantes estructurales de un país se puede observar en el siguiente esquema de ecuaciones extraído de Porcile et al (2003).

El análisis parte de la condición de equilibrio en una economía sin Estado:

$$(1) \quad P = C + I + (X - M)$$

P = Producto; C = Consumo; I = Inversión; X = Exportaciones; I = Importaciones

El saldo del Balance de Pagos, en una situación en que las Importaciones superan las Exportaciones, se convierte entonces en el reflejo del excedente de Gasto Agregado (C + I) sobre el Producto doméstico.

$$(2) \quad -(X + M) = C + I - P$$

En un abordaje kaleckiano, se introduce la distribución del Ingreso (P) y el supuesto adicional de que los asalariados no ahorran.

$$(3) \quad P = W + B$$

W y B son los valores totales de Salarios y Beneficios respectivamente.

La distribución funcional del Producto (Ingreso) está determinada por el coeficiente b

$$(4) \quad B = b P$$

$$(5) \quad W = (1-b)P$$

El Consumo total se diferencia según el grupo receptor de ingresos

$$(6) \quad C = C_w + C_b \quad \text{donde}$$

C_w es el consumo de los asalariados y C_b es el consumo de los empresarios.

Se supone que los asalariados consumen el total de sus ingresos (no ahorran).

$$(7) \quad C_w = W = (1-b)P = P - b P$$

Los perceptores de beneficios consumen (1-s) del total percibido siendo s la propensión marginal a ahorrar. Por lo tanto el consumo capitalista es:

$$(8) \quad C_b = (1-s)B = (1-s) b P = b P - s b P$$

El Consumo expresando en función del Producto, la distribución del Ingreso y el ahorro capitalista

$$(9) \quad C = P - b P + b P - s b P = P - s b P = P (1 - s b)$$

Se puede entonces interpretar el déficit de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos en función de los parámetros correspondientes a la distribución del Ingreso (P) y a la propensión a ahorrar de los Beneficios.

$$(10) \quad -X + M = P - s_b P + I - P$$

$$(11) \quad -X + M = I - s_b P$$

Esta identidad contable macroeconómica es normalizada por K que representa el stock de capital de la economía.

$$(12) \quad (-X + M) / K = I/K - s_b P/K$$

La operación permite expresar en términos de coeficientes los términos dándoles un significado específico:

$(-X + M) / K = d$, el peso relativo del déficit comercial externo sobre el stock de bienes de capital de la economía.

$(I/K) = g$, como la tasa de crecimiento de la economía definida por el ratio Inversión/stock de capital.

$(-s_b P) / K = r$, que aproxima la tasa de ganancia de los capitalistas en esta economía.

El déficit de la Cuenta Corriente es entonces una consecuencia de la evolución de las variables reales.

$$(13) \quad d = g - s r$$

Si la economía se supone cerrada, entonces $d = 0$ y por lo tanto $s r = g$. Como existe ahorro ($s > 0$) la tasa de crecimiento resulta inferior a la de ganancia.

Pero en una economía abierta, se abre la posibilidad de que $d > 0$.

Esto implica que cuando d es positivo, la tasa de crecimiento pasa a ser superior a la tasa de ganancia. La apertura de la economía le permite aumentar su crecimiento.

El déficit en la Cuenta Corriente es visto en definitiva como el reflejo de las importaciones de capital necesarias para expandir la economía a una tasa superior a la que correspondería a una economía cerrada, dada la distribución del Ingreso y propensión marginal a ahorrar de los capitalistas.

En este enfoque, los movimientos de capital (flujos financieros) tendrían carácter compensatorio en el Balance de Pagos representando ingresos de divisas (endeudamiento de las empresas) para financiar el gasto en bienes de capital en exceso de lo que permiten los beneficios y el consumo interno.

2.La cuenta capital y financiera del balance de pagos

Desde los 1980 s se han sucedido en la literatura modelos que han ampliado y ajustado la versión inicial, así como estudios de comprobación empírica. Una parte importante del trabajo ha consistido en identificar, analizar y sistematizar estos modelos: Thirlwall & Dixon (1979); Krugman (1979); Thirlwall & Hussain (1982).

Este último se elabora para indagar por qué las observaciones empíricas sobre un grupo de países mostraban tasas de crecimiento inferiores a las predicciones construidas considerando la Restricción del Balance de Pagos. La novedad que introducen como explicación es que, además de las exportaciones, la tasa de crecimiento también puede aumentarse si se producen ingresos de capital, que “distienden” la restricción comercial externa. Pero al igual que en las pruebas empíricas realizadas por Thirlwall, aun incluyendo flujos financieros netos positivos, el crecimiento observado era inferior al esperado en muchos casos.

El análisis de Elliot & Rohdd (1999) avanza en este punto, argumentando que las sobreestimaciones podían explicarse incluyendo en el modelo el pago de los servicios de deuda externa.

Si bien los flujos de capital “distienden” el sector externo en el corto plazo, con el tiempo pueden llevar a la acumulación de deuda y compromiso de pago de servicios. De hecho, antes de las reformas llevadas adelante por muchos países en la década de los 1990s, era un rasgo común el consumo financiado con deuda externa. La conclusión es que el crecimiento económico no solo está restringido por las exportaciones y los flujos de capital, sino además, adversamente afectado por los pagos de servicios de deuda que quitan a la economía recursos imprescindibles.

Se sucedieron entonces una serie de trabajos en esa línea, entre los que se puede mencionar McCombie & Thirlwall (1997), Moreno-Brid (1998) (2003), Barbosa-Filho (2006) y (2012). Como parte de la investigación se trabaja continuamente para incluir y disponer de la totalidad de versiones existentes.

En estos trabajos la restricción del Balance de Pagos se reconoce como un determinante clave del crecimiento en las economías en desarrollo así como la existencia de una moneda internacional, que solo es emitida por el país que funciona como centro del Sistema Monetario Internacional. Este escenario determina una restricción de liquidez en los mercados financieros internacionales, en el marco del cual desempeño productivo de los países y en consecuencia su Cuenta Corriente, tienden a adaptarse a la disponibilidad de financiamiento externo. En esta situación, no solo la tasa de crecimiento del PIB sino también el tipo de cambio, son variables restringidas, que deben ajustarse a las condiciones financieras internacionales. Estas variables a su vez condicionan el Balance de Pagos independientemente de los flujos comerciales, que eran el foco de la versión original de Thirlwall.

Una continuidad interesante en el proceso de inclusión del sector financiero como limitante del crecimiento de las economías, es marcada por el artículo de Porcile, Curado & Bahry (2003, publicado en 2016).

Los autores observan el proceso sufrido por las economías de América Latina en la década de los 1990s, con flujos de capitales externos que distendieron la restricción y elevaron las tasas de crecimiento por encima de los límites del Balance de Pagos. Sin embargo, esta expansión aumentó el stock de deuda externa y fue elevando el riesgo cambiario y de default, situación que derivó en ataques especulativos, crisis cambiarias y default efectivo, resultados que no pudieron ser contenidos por las políticas monetarias de aumento de tasas de interés. La integración de la Restricción de Balance de Pagos con la literatura de Minsky (1992) para una economía cerrada y con el modelo de Foley (2003) para una economía abierta, permite que el concepto de fragilidad financiera complete el análisis del proceso.

Minsky distingue tres tipos de unidades financieras: con cobertura (edge), especulativas y Ponzi según los flujos de ingresos esperados cubran el pago de la amortización y de los servicios de sus deudas, solamente los servicios de la deuda o resulten insuficientes incluso para el pago de intereses. Son claves los mecanismos internos que tienden a llevar a las unidades a una situación financiera Ponzi y se sustentan en las expectativas de rendimientos de inversiones y su relación con las tasas de interés. La estabilidad inicial puede estar garantizada si las tasas de interés de corto plazo son inferiores a las de largo plazo y al retorno esperado de las inversiones en activos de capital, y es precisamente este ambiente de optimismo lo que estimula el endeudamiento y conduce a una preponderancia de las unidades especulativas o Ponzi.

Según Foley, la política monetaria, tendiente a elevar la tasa de interés por encima de este nivel de equilibrio, profundizará un régimen especulativo con crisis financieras recurrentes.

Continuando en la línea del análisis basándonos en Barbosa Filho (2006), la apertura financiera de la economía permite un crecimiento superior al determinado por la restricción del Balance de Pagos. Sin embargo, existe una vinculación entre este diferencial de tasas y la tasa de interés. Cuando resulte positivo el Banco Central elevará la tasa de interés y fragilizará la posición financiera de la economía, fomentando comportamientos Ponzi. Por ende, las economías abiertas son propensas a sufrir crisis financieras recurrentes, porque la entrada de capital externo modifica el comportamiento de la tasa de interés, ampliando el grado de endeudamiento del sistema económico.

El modelo de Barbosa Filho incluye entre otras variables, (premio de riesgo sobre deuda externa o riesgo país), tres coeficientes que se calculan sobre el Ingreso: los beneficios y dividendos netos pagados a extranjeros, el ingreso neto de capitales al país por compras de bonos a interés por parte de no residentes y el ingreso neto de capitales por Inversión Extranjera Directa.

3.Los flujos financieros, las cuentas nacionales y el balance de pagos

El abordaje original de la Restricción Externa, centrado en la Cuenta Corriente del Balance de Pagos, se ha continuado aplicando, incluso para interpretar la crisis 2007-2008, atribuida a un “exceso de ahorro” en las Economías de Mercado Emergentes (EMEs) que financia el déficit comercial de economías industriales avanzadas.

Borio (2014) distingue dos visiones predominantes en el análisis de los desbalances financieros internacionales y el consecuente peligro de crisis financiera: la que identifica un exceso de ahorro y la que interpreta que hay un exceso de demanda de activos seguros. La primera, muy influyente en los círculos políticos (es el foco de los esfuerzos del G20), se preocupa ante la imposibilidad de revertir los desbalances de las Cuentas Corrientes y de que la asimetría en los ajustes entre los países deudores y acreedores impacte en forma de deflación o contracción mundial: los deudores deben ajustar sus economías pero los acreedores no lo hacen y

acumulan superávits en forma de reservas. El análisis se asimilaría al que difundía Keynes en un memorando de 1941 titulado "Post-war currency policy".

La segunda visión focaliza una presunta falta de activos seguros, lo que estimula notablemente la fuerte demanda precautoria de reservas en divisas, con igual peligro potencial de una recesión. También termina resaltando el papel de la Cuenta Corriente, aunque pone más énfasis en recomendar ajustes fiscales en las economías de los países para que el Estado pueda emitir activos seguros en cantidades suficientes.

Ambos diagnósticos coinciden en que el predominio del dólar como moneda internacional agrava el problema.

Borio defiende una visión alternativa, que otorga un papel preponderante a la Cuenta Capital y Financiera del Balance de Pagos (en realidad a la Cuenta Financiera, dadas las modificaciones en los métodos de registración). Desde esta idea, fundada en el volumen de las operaciones financieras en el Sistema Financiero Internacional actual, Borio y Disyatat (2011) objetan que de los flujos financieros netos de una economía sean interpretados únicamente como la contrapartida compensatoria del déficit de la Cuenta Corriente.

Uno de los argumentos de los autores para no suscribir esta interpretación es que identifica, incorrectamente, la variable Ahorro ex - post con la disponibilidad de financiamiento ex - ante, tanto en una economía como en el sistema global.

Siguiendo la lógica de las Cuentas Nacionales (estadísticas históricas), que registran la forma de uso/disposición de la producción, el Ahorro es la parte no consumida del Producto. Tratándose de una variable ex - post, resulta idéntica contablemente a la Inversión ex - post: el Producto no vendido desde la óptica de las empresas. El tratamiento de inversión como variación no-planificada de los inventarios es una forma simple de ejemplificar esta identidad (Bhaduri, 1990).

Pero en una economía monetaria, con instituciones financieras que crean medios de pago, no es necesario el ahorro para financiar la inversión. La producción de bienes de capital, como decisión de gasto ex - ante, se sustenta en la disponibilidad de financiamiento previo.

Es posible que en un determinado período, se consuma todo el producto generado y en consecuencia el ahorro sea nulo; también la inversión, dado que no habrá stock no deseado de bienes producidos no vendidos. Sin embargo, tal proceso productivo se pudo planificar y concretar dada la existencia de financiamiento (trama de créditos y préstamos, de activos y pasivos), previamente a su inicio, necesario para pagar las retribuciones a los factores de producción e incluso posibilitar el consumo,

antes de que las compras y ventas correspondientes movilicen medios de pago. (Disyatat, 2010)

Por ende, el cambio en los débitos y créditos, activos y pasivos financieros en cualquier período, no guarda relación con el Ahorro (y la Inversión) ex - post definidos en las Cuentas Nacionales. El aumento del ahorro puede ser nulo en un período y sin embargo, puede haber muchos y diversos cambios en los activos y pasivos financieros. Estos cambios, por definición, tienen resultado neto cero para el sistema: la deuda emitida por un sector (pasivo) se mantiene como tenencia (crédito) por otro. Normalmente estas operaciones que incluyen activos y pasivos financiero, exceden en valor al ahorro y la inversión de cualquier período. Además, el stock de crédito al sector privado, tiende a crecer históricamente más rápido que el Producto, proceso denominado de “profundización financiera” (Goldsmith (1969)).

Borio y Disyatat (2011) estiman que esta dificultad para distinguir claramente entre Ahorro e Inversión se debe a dos razonamientos “inapropiados” de algunos análisis económicos.

Uno consiste en extender automáticamente, a todo el sistema económico, conclusiones que son válidas para un agente individual (falacia de composición). Quien percibe un ingreso adicional lo ahorra (acumula), comprando un activo real (un inmueble por ejemplo) o un activo financiero (acciones o títulos de deuda). Pero este ahorro o activo acumulado, es un desahorro, reducción de activo o pasivo de otro/s individuo/s.

Sólo si se hubiesen emitido nuevas acciones o títulos de deuda habría nuevos activos y pasivos financieros. Tanto la compra y venta de activos existentes, (financieros o reales), como las emisiones de nuevos derechos financieros, son transacciones que no están asociadas directamente con la generación de ingreso (producto) y las Cuentas Nacionales. Tienen una dinámica propia, desvinculada de la producción. Los precios de los activos financieros (acciones y títulos) están determinados por las condiciones de los mercados de valores; no por las decisiones de ahorro/inversión en el circuito productivo.

El segundo “error” surge porque se generalizan estructuras analíticas que no incluyen los fenómenos monetarios, sino que se limitan a la economía real. (Schumpeter (1954)). Esto implica suponer que las inversiones reales solo se financian con ahorro: las unidades superavitarias transfieren excedente a las deficitarias, que invierten. En esa lógica, para que haya producción e inversión deben existir previamente los recursos necesarios. Si bien se reconoce la existencia de bancos e intermediarios financieros, se les atribuye una función limitada y diferente: asignan pero no crean poder de compra.

En el caso de las economías abiertas y el sistema internacional, esta equiparación de ahorro y financiamiento es la que conduce a interpretaciones desajustadas de los saldos del Balance de Pagos. Los flujos de capital (flujos financieros), tienen mucho más significado que la mera contrapartida del déficit de Cuenta Corriente y sus importes netos solo captan una pequeña fracción de los flujos financieros globales.

Un ejemplo son las transacciones que solamente involucran comercio de activos financieros, que no están relacionadas a la evolución de la Cuenta Corriente, y que constituyen el volumen principal de la actividad financiera transfronteriza. De hecho, una economía con Cuenta Corriente balanceada puede estar involucrada a gran escala en la intermediación financiera (tomar créditos del extranjero y otorgar préstamos al extranjero).

Aunque los flujos de capital, (computando el resultado neto de ingresos y egresos), son idénticos contablemente al saldo de la Cuenta Corriente más la variación neta de reservas, tienen una dinámica independiente de las operaciones comerciales y de las retribuciones a los factores de producción.

En un intento de explicarlo y sobre la base del Borio (2011), se puede formular parte de la identidad del Balance de Pagos usando la siguiente expresión:

Variación del saldo de la Cuenta Corriente = Aumento/Disminución de los activos externos de residentes (flujo al/del exterior bruto) – Aumento/disminución de las deudas con no-residentes (flujo del/al exterior bruto) = Flujo Neto de Capital al Exterior = Ahorro – Inversión

De esta forma, el saldo de la Cuenta Corriente es igual a la transferencia neta de recursos entre el país (definido según criterio de residencia) y el resto del mundo, o sea el “flujo neto de capital”:

Un superávit comercial, es decir un ingreso neto como resultado positivo de la venta de bienes y servicios, reflejaría una acumulación de divisas, acciones o títulos por los residentes, es decir un aumento neto en sus derechos sobre no-residentes del resto del mundo. El superávit implicaría en consecuencia un exceso de ahorro sobre la inversión en el país (o sea un ahorro externo).

A su vez, el flujo de capital neto es idénticamente igual a los flujos brutos al exterior (compras netas de activos externos por parte de residentes) menos los flujos brutos desde el exterior (compras netas de activos domésticos por parte de no residentes).

Como se dijo, los movimientos financieros o flujos brutos no necesariamente tienen relación con los flujos netos y por ende con la Cuenta Corriente.

Aunque no haya operaciones con el exterior y se suponga una economía cerrada, el neto de las operaciones financieras es el resultado final de una serie de operaciones financieras que implican ingresos y egresos de divisas, y por ende, es inferior a los montos. A su vez, los flujos brutos también muestran el neto de operaciones que se compensan capturando solamente una pequeña fracción de las transacciones entre residentes y no residentes.

Esta idea se puede expresar de la siguiente forma:

Flujo Neto (1) = Flujo bruto al exterior por compra de activos externos (compras de activos externos por parte de residentes) – Flujo bruto del exterior por venta de activos externos (ventas de activos externos por parte de residentes) = Flujo neto al/del exterior por adquisición y venta de activos externos

Flujo Neto (2) = Flujo bruto del exterior por endeudamiento externo (aumento de obligaciones con no – residentes por emisión de títulos) – Flujo bruto al exterior por desendeudamiento externo (disminución de obligaciones con no-residentes por rescate de títulos) (flujo neto del exterior bruto) =

Flujo neto al/del exterior por aumento o disminución de pasivos externos

Flujo Neto de Capitales al/del Exterior = Flujo Neto (1) + Flujo Neto (2)

De acuerdo con Foley (2003) una economía que presente esta caracterización estará sujeta a un régimen especulativo.

El sistema monetario y financiero internacional actual

Como parte fundamental de la investigación, se está trabajando en la identificación de los rasgos fundamentales de la nueva estructura económica y financiera internacional.

1. La consolidación de la hegemonía de usa

Una primera aproximación, en términos históricos y geopolíticos, se ha extraído de Arceo (2002), quien plantea que USA ha consolidado una nueva forma de hegemonía, identificando sus intereses con los del capital financiero transnacionalizado. Este predominio renovado requirió de una contundente reacción

por parte de USA, que le permitió salir del deterioro comercial y pérdida de influencia político-institucional en la que se encontraba en la década de los 1970s.

Convergió a su vez, profundas transformaciones productivas y financieras en la estructura socio-económica. Los procesos industriales se han fragmentado y globalizado; sus diferentes componentes se localizan donde el costo es menor y el producto final se ensambla de manera centralizada. Las filiales no llevan adelante negocios independientes; son engranajes de una gran empresa transnacional y su diseño es funcional a la división técnica del trabajo. Buena parte del "comercio internacional" es intra – firma. La Inversión Extranjera Directa toma la forma de redes de contratistas, con participación accionaria minoritaria, licencias, patentes, franchising, etc. Las economías abiertas se insertan en el mercado global y las empresas se desvinculan de los mercados internos de los países, afectando la distribución del Ingreso (los salarios son costo más que demanda) y la acumulación domésticas.

El proceso de globalización financiera es todavía más notable. "Nuevas" figuras del sector como fondos de pensión, empresas de seguros y fondos de inversión, que venían creciendo desde la posguerra, protegidas y estimuladas por leyes ad-hoc, compitieron y superaron al sistema bancario.

Estas instituciones tienen ventajas porque no otorgan préstamos y se especializan en la compra-venta de títulos: acumulan activos, no quedan vinculados al deudor y conservan liquidez. Con este mecanismo captan al sector productivo, que se financia emitiendo obligaciones o acciones a un menor costo que el bancario. Cerrando el círculo, estos títulos son más atractivos para los inversores (intermediados por los fondos correspondientes) porque obtienen un rendimiento mayor a la tasa pasiva bancaria.

En consecuencia, la globalización industrial y financiera se han articulado y los intereses de estos grandes capitales financieros - productivos internacionalizados se han unificado. Sobre esa base se estructura la economía mundial actual. Ha quedado muy atrás el escenario consensuado en Bretton Woods, que se caracterizaba por un acuerdo entre los Estados (con USA como hegemónico), el capital productivo jugando el papel central y el control de los flujos de capital. En la nueva globalización predominan las finanzas y la política monetaria y fiscal de USA impacta sustancialmente en todos los países.

2. El dólar como moneda internacional

Una de las formas en que la hegemonía se hace evidente, reside en el hecho de que el dólar estadounidense es moneda "internacional" en los circuitos comerciales y financieros. Los análisis de Goldberg (2010), investigadora del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, concluyen que, si bien podrían generarse cambios en el futuro, los indicadores muestran un claro predominio de la moneda estadounidense.

La inercia en la utilización del dólar, el tamaño y estabilidad relativos de la economía de USA y la fijación en dólares del precio del petróleo y de las principales commodities, permiten suponer la continuidad de este escenario. Es la principal de moneda corriente en el mundo, considerando el elevado porcentaje de dólares billetes que es mantenido fuera de USA: cerca de un 65 % del total de dólares emitidos están fuera del país, fundamentalmente en Rusia, los países de la ex Unión Soviética y América Latina. Estas tenencias de dólares permiten a USA las ventajas del señoreaje, aunque compensadas por los gastos de control y cambio de billetes viejos por nuevas emisiones. Los beneficios que obtienen los tenedores extranjeros de dólares son sustanciales: disponen de un depósito de valor y de un medio de cambio que resultan más sólidos que las monedas domésticas.

También da cuenta de la importancia del dólar el hecho de que siete países han dolarizado sus monedas o lo tienen como referencia de la cotización y 89 países tienen un tipo de cambio asociado al dólar. La suma del PIB de estos países llega a un tercio del PIB mundial menos el de USA. Además, aproximadamente las dos terceras partes de las reservas de los bancos centrales del mundo son en dólares.

El dólar es líder en los mercados de divisas, representa 86% del total de transacciones (más del doble del euro). También es la moneda clave en la facturación de las operaciones del comercio internacional. Los exportadores lo seleccionan porque es la moneda en la que se facturan la mayoría de las operaciones de su industria, les permite cubrirse de las fluctuaciones de costos derivadas de movimientos relevantes en la demanda agregada y en los salarios en los países de origen y de destino. Otro incentivo para facturar en dólares exportaciones-importaciones es que los cambios en su cotización no se trasladan significativamente a los precios de importación de USA y por lo tanto no hay riesgo de grandes cambios en el comportamiento de los consumidores estadounidenses.

Finalmente, cabe resaltar el predominio del dólar en los mercados financieros, un 40 % el total de deuda en circulación emitida en todo el mundo está nominada en dólares.

3. Privilegios y obligación “exorbitantes”

Importantes trabajos recientes permiten mejorar la comprensión de la estructura financiera internacional. En esta línea, destacan aquellos que postulan que la economía de Estados Unidos detenta tanto un “privilegio” como una “responsabilidad” exorbitantes que tiene origen en su patrimonio financiero, a partir del diferencial de rendimientos entre sus activos y pasivos externos. (Gourinchas, Rey, & Govillot, 2010).

Como parte del proceso de sustancial aceleración de la globalización financiera en la década de los 1990s las economías evidencian un aumento masivo y creciente de activos externos y pasivos externos brutos, tanto en volumen como en porcentaje de su respectivo PIB. El análisis de estos fenómenos requiere de un trabajo exhaustivo sobre los datos de la Posición de Inversión Internacional (PII) de los distintos países, siendo pionera la contribución de Lane & Milesi-Ferretti (2001).

El Balance de Pagos, como fuente de información sobre la situación externa de los países y su dinámica, debe ser necesariamente suplementado por técnicas de recopilación de datos y valuación que consideren las ganancias y pérdidas de capital de la posición de activos externos, originadas en las fluctuaciones de los precios de los activos. A partir de este procedimiento, fue posible a los investigadores detectar y difundir la existencia de un “exorbitante privilegio” del que dispone la economía de USA, derivado de la conformación y evolución de las carteras de activos y la estructura de deudas de sus residentes con el exterior. Estas carteras generan rendimientos sobre activos externos más elevados que sus pasivos externos, lo que constituye un hecho estilizado destacable de la economía internacional actual. El excedente de rendimiento puede dividirse en un efecto composición resultante de una estructura asimétrica del Balance de Pagos (los activos son más riesgosos y menos líquidos que los pasivos) y un efecto de exceso de rendimiento dentro de los activos.

Este “exorbitante privilegio” permite USA distender significativamente su Restricción Externa, de tal manera que los déficits comerciales y de la Cuenta Corriente, paradójicamente, no empeoran significativamente su posición externa. Sin embargo, la contracara de este privilegio son las crisis financieras, siendo dramática la de 2007 y 2008. La venta de activos y los ajustes a la baja en sus precios revierten la transferencia “exorbitante” del resto del mundo a USA en tiempos “normales”. Durante la crisis, la riqueza fluye desde USA al resto del mundo. Los autores definen este fenómeno como una “responsabilidad exorbitante”.

En definitiva, la consolidación de la hegemonía de USA en el sistema internacional, lograda a partir de la confluencia de los intereses de los capitales financieros y productivos globalizados, reflejan una especie de “contrato de seguro implícito” entre USA y el resto del mundo que obliga, a este país a afecta una parte de las ganancias de su posición financiera a resolver las situaciones de crisis derivadas de la misma.

Finalmente cabe resaltar que esta estructura geopolítica internacional, sustentada en la hegemonía de USA, el predominio del dólar y crecimiento de los stocks y flujos de activos financieros transfronterizos en todos los países, manifiesta ciclos financieros globales periódicos. Según indicadores presentados en Borio (2014) desde la primera crisis del precio del petróleo se han sucedido tres largos ciclos financieros que han tenido inicio, máximo y mínimo en los siguientes años 1976 -1979 -1983 (siete años de duración), 1984 – 1989 -1994 (diez años de duración) y 1996 – 2006 -2012 (dieciséis años de duración).

Compra de activos externos y fuga de capitales

Tal como se enuncia en los objetivos, el eje de la investigación es la diferencia y relación entre la denominada Restricción de Balance de Pagos y las nuevas y diferentes formas que asume la Restricción Externa en el marco de la nueva estructura financiera global.

En función de estos objetivos, se recopiló y sistematizó literatura sobre el fenómeno denominado Fuga de Capitales, que tiene distintas interpretaciones y es analizado desde una amplia serie de diversos abordajes. En Argentina cabe destacar el importante estudio sobre el tema desarrollado por el Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de Argentina (CEFID-Ar) desde 2006 a 2015, y del Programa Deuda Externa y Fuga de Capitales al Exterior (FLACSO Buenos Aires)⁴, desde 2002 a la actualidad, que ha producido importantes documentos, que integran el Marco Conceptual de esta investigación. (Gaggero, J, Casparrino y Libman, (2007); Gaggero, J, Kupelian y Zelada, (2010); Gaggero, J., Rua, y Gaggero, A. (2013); Grondona yGaggero, J. (2014); Rúa y Gaggero J., (2014); Gaggero J, Grondona y Burgos, (2015); Gaggero, A., (2015); Basualdo, Manzanelli, Barrera, Wainer, y Bona, (2015)).

La salida de capitales de Argentina a partir de 2006, un período de crecimiento económico, motivó a los analistas a reconsiderar el tema de la Restricción

⁴ <http://flacso.org.ar/institucional/programas/programa-deuda-externa-y-fuga-de-capitales-al-exterior/>

Externa, colocando el eje en los flujos financieros al exterior por parte de residentes: compras de activos externos, lavado de dinero, subfacturación de exportaciones y sobre facturación de exportaciones, remisión de utilidades.

Se trata de ahorro interno generado por un proceso de crecimiento, que desplaza su interés del territorio nacional para financiar la actividad económica externa, de otros países. Además, dada la estructura del comercio exterior resulta dificultoso establecer el límite entre las operaciones comerciales y financieras, porque las commodities primarias, en la actual estructura internacional, son también activos financieros que se negocian en el mercado de futuros.

Para la comparación y la integración con los primeros modelos de Restricción del Balance de Pagos, resulta clave considerar que los flujos financieros al exterior del período 2006 – 2015, en gran medida estuvieron integrados por divisas provenientes del superávit comercial del periodo, que no se acumular en forma de algún tipo de reservas, sino que aumentaron los stocks de activos externos de los agentes privados no financieros residentes. Dicho de otra manera, el origen de las divisas que fluyeron al exterior, se ubica el mismo sector privado, que no las cambió en por pesos en el sistema financiero local sino que las desplazó al circuito financiero externo. En los años 2007 a 2009, de crisis internacional, el CEFID-Ar estima que este mecanismo absorbió el 80% de los activos externos generados por la balanza comercial.

A manera de círculo vicioso, el mecanismo de fuga de capitales, provenientes del crecimiento, impacta negativamente en la Inversión Fija Interna, es decir en el stock de bienes de capital doméstico, colocando nuevas restricciones al crecimiento futuro.

En América Latina, CEPAL ha asumido el análisis del tema y difundido documentos. A modo de ejemplo pueden citarse el que abordó el impacto de la crisis financiera (Jiménez y Fanelli, 2009) y el más reciente (Velloso & Bustillo, 2016). Al referirse en detalle a “todos los canales por los que América Latina se conecta con la economía internacional”, este trabajo hace referencia a las “interrupciones súbitas” (sudden stops) de los flujos de capital hacia la región. La realidad es que en tiempos de crisis suele verificarse un fenómeno distinto, una “salida neta” de capitales, como sucede en casi todo el “Sur” del mundo.

En cuanto al escenario internacional, el Sistema Financiero evidencia como tendencia un notable crecimiento en las posiciones de activos externos de no residentes, fenómeno global que afecta a todas las economías y que, asociado a la liberalización y desregulación ha incrementado sustancialmente los flujos financieros transfronterizos. (Sinn 1990; Rider 1994; Lane & Milesi-Ferretti, 2001).

En particular, las transferencias netas de recursos financieros desde los países pobres y “de desarrollo intermedio” (incluyendo las denominadas “economías en transición”) hacia los desarrollados muestran un crecimiento sostenido. Las estadísticas de CIDSE (Cooperación Internacional para el Desarrollo y la Solidaridad, organización de agencias católicas) muestran cifras de 46.000 millones de dólares en el año 1995 que se elevaron a 660.000 millones en 2006, el año anterior al comienzo de la crisis (CIDSE, 2006). Siguiendo estos datos, en una hipótesis que califica de muy conservadora el CEFID-AR se permitía suponer que el valor anual de estas transferencias ha superado el billón de dólares durante los años de crisis.

Queda clara, en consecuencia, la necesidad de seguir profundizando las investigaciones teóricas y los trabajos empíricos la Fuga de Capitales en sus diversas y múltiples formas, en particular la compra de activos externos por parte de residentes, rasgo fundamental del Sistema Financiero Internacional actual.

Cabe citar en ese sentido el modelo de Barbosa Filho (2006) ya analizado y otro modelo reciente, elaborado por Asiain (2011).

El primero incluye entre otras variables, el ingreso **neto** de capitales al país por compras de bonos a interés por parte de no residentes y el ingreso **neto** de capitales por Inversión Extranjera Directa, ambos normalizados por el Ingreso. El objetivo es contemplar los límites que una situación de endeudamiento coloca sobre el balance comercial. En este sentido el modelo determina un índice de liquidez (divisas) necesario para afrontar las restricciones financieras. Suponiendo que el país se beneficie con un flujo neto de capital extranjero positivo a través de la venta de bonos, el aumento consecuente en la percepción de riesgo de crisis cambiaría fuerza al país a aumentar sus exportaciones netas. Cabe concluir entonces que la presión sobre el sector comercial será mayor si el flujo neto de capital resultase negativo (Fuga de Capitales) como consecuencia del aumento en las compras de activos externos por parte de residentes. El análisis de esta cuestión dentro del esquema planteado por Barbosa Filho es una de las tareas pendientes de la investigación.

Andrés Asiain retomando la línea de Marcelo Diamand, plantea un modelo de economía abierta caracterizada por un sector exportador primario y un sector industrial. Mientras que el primero encuentra determinada su producción desde el lado de la oferta (limitándola a la disponibilidad de tierra), dada la posibilidad de exportar toda producción no consumida internamente, el segundo resuelve su nivel de producción al enfrentarse a la demanda efectiva de bienes industriales. Sin embargo, a pesar de esta diferencia, ambos sectores llevan adelante un comportamiento similar al

colocar sus beneficios, ya netos de inversiones productivas⁵, en inversiones inmobiliarias de la economía doméstica o en la adquisición de activos externos. En función de los comentarios de párrafos anteriores este es el punto clave para observar las implicancias de esta variable sobre el sistema.

El modelo formaliza según las ecuaciones siguientes los beneficios de los dos sectores de la economía, detallando su conformación y su aplicación (destinos):

$$B_A = p_A Q_A - W_A - I_A$$

$$B_B = p_B Q_B - W_B - I_B$$

$$I_A^B p_B = q B_A$$

$$I_B^B p_B = q B_B$$

$$e^{S/US\$} F_A = (1-q) B_A$$

$$e^{S/US\$} F_B = (1-q) B_B$$

Donde:

- El subíndice A representa al sector Agro Exportador y el B al sector Industrial.
- B_i representa los beneficios del sector i , P_i los precios del sector i , Q_i las cantidades producidas y comercializadas del sector i , W_i la masa salarial correspondiente al sector i , I_i las inversiones productivas del sector i , I_i^B las inversiones inmobiliarias del sector i en la economía doméstica, “ q ” la proporción de beneficios destinadas a las inv. Inmobiliarias en la economía doméstica, y F_i las adquisiciones de activos financieros externos por parte del sector i .

La existencia de este desvío de capitales hacia el exterior ejerce una nueva presión sobre las cuentas externas de la economía, una nueva variante de Restricción Externa, debiendo analizarse sus consecuencias sobre la Balanza de Pago.

No se presenta como un flujo exógeno de divisas hacia el resto del mundo. Su relación con la actividad productiva doméstica hace que sus alcances sean más profundos. Bajo este esquema, tanto la mejora de precios internacionales, una devaluación, o bien, cualquier medida de política económica que impacte en la distribución del ingreso en forma de mayores beneficios, traerá como consecuencia mayores salidas de divisas por la adquisición de activos financieros externos.

En este escenario, las políticas tradicionales tendientes a mejorar la posición externa del país, pueden tener efectos menores a los esperados y los mismos dependerán de la sensibilidad que tengan los sectores para aumentar su producción

⁵ Las mismas son consideradas variables exógenas, e implican la importación de bienes de capital.

de bienes exportables y sustituir importaciones, o bien de la contracción del producto a causa de la caída del salario real.

Conclusiones

La investigación que se ha resumido en esta presentación, lleva un año y medio de trabajo cumplido. Los siguientes comentarios resumen algunos resultados provisorios.

Las primeras versiones de la Restricción “Externa”, focalizaron un nuevo límite para el crecimiento de las economías en desarrollo. Este límite, era distinto a aquellos que la teoría económica ubicaba o bien en la dotación de factores productivos de un país, o bien en la demanda doméstica. Estas versiones se difundieron en las décadas de los 1960s, 1970s.

En esas circunstancias, la restricción externa se asociaba automáticamente y se denominaba Restricción del Balance de Pagos (Balance of Payment’s Constraint). El problema de las economías estaba localizado en los procesos de producción, en el “sector real”, se interpretaba que los recursos de capital domésticos no eran suficientes y esto se hacía visible en el déficit de la Cuenta Corriente, que reflejaba la necesidad de ingreso de capitales externos para estimular el crecimiento.

En la década de los 1980s las “ampliaciones del modelo original” incorporaron al “sector financiero” incluyendo las “restricciones de las restricciones”, porque el flujo de capital provenía de la emisión de deuda, variable stock que aumentaba. Los problemas derivados del endeudamiento, consecuencia de la entrada de capitales externos, en principio distendían la situación del Balance de Pagos, y posibilitaban el crecimiento de la economía real, se traducían en nuevas restricciones ahora financieras. En paralelo con los procesos que caracterizaban el Sistema Financiero Internacional, los modelos reflejaban el endeudamiento, estatal y privado, de los países menos desarrollados, que tuvo un notorio crecimiento hasta mediados de la década de los 1990s.

En la actualidad, otros modelos teóricos (más “nuevos) y los trabajos empíricos, abordan la necesidad de contemplar una tendencia que tiende a acelerarse: el crecimiento y la profundización del proceso de globalización financiera. Cuando se produjo la crisis que duró desde 2007 a 2009, estos análisis se multiplicaron.

Las nuevas investigaciones deben entonces tomar como contexto las tendencias actuales del Sistema Monetario y Financiero Internacional, principalmente, la permanencia del dólar como moneda internacional y el crecimiento notable de los

flujos financieros transfronterizos, consecuencia a su vez del aumento de las compras de activos externos por parte de residentes.

Siguiendo la línea de Borio et al (2014) la evolución de estas tendencias lleva a cambiar el eje del análisis de la Restricción Externa, desplazándolo desde la Cuenta Corriente a la Cuenta Financiera del Balance de Pagos. Queda pendiente el desafío de demostrar una inversión en la causalidad que planteaban los primeros modelos, que actualmente iría desde la Cuenta Financiera a la Cuenta Corriente y dentro de la misma al Balance Comercial.

En función de este nuevo escenario internacional y su reflejo en el sector externo de las naciones, el Balance de Pagos, además, resulta insuficiente como referencia para los estudios empíricos. Los mismos deberían incluir la Posición Inversora Internacional Neta, la observación de los flujos brutos de divisas como consecuencia de las compras y las ventas de activos externos e incluso los balances de empresas y bancos. De manera que la noción de Restricción Externa se amplía notablemente.

Sería entonces necesario adecuar también los modelos formales. La tasa de crecimiento de la economía, variable endógena a compatibilizar con el equilibrio de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos pasa a estar determinada también por los movimientos en las compras de activos externos y demás variantes de la Fuga de Capitales, que son, por otra parte, resultado del proceso de crecimiento, dado que provienen del ahorro interno.

El vínculo crecimiento – sector externo se hace más complejo planteando la necesidad de sustituir modelos de equilibrio por modelos de causación acumulativa.

Bibliografía

Arceo, E. (2002). Hegemonía estadounidense, internacionalización financiera y productiva, y nuevo pacto colonial. La guerra infinita. Hegemonía y terror mundial. CLACSO: Buenos Aires, 63-95.

Asiain, A. (2011). Capítulo 15 “Demanda Efectiva y Restricción Externa: un modelo a la Diamand aplicado a la Argentina del presente”, en Chena, P.I., Crovetto, N.E. y Panigo, D.T. (compiladores) *Ensayos en honor a MARCELO DIAMAND Las raíces del nuevo modelo de desarrollo argentino y del pensamiento económico nacional*. Miño y Dávila SRL, Universidad Nacional de Moreno, CEIL-PIETTE del CONICET, Asociación Trabajo y Sociedad y Pedro Minio: Buenos Aires.

Basualdo, E. (Coordinador), Manzanelli, P., Barrera, M. A., Wainer, A. y Bona, L. (2015). Deuda Externa, Fuga de Capitales y Restricción Externa desde la última dictadura militar hasta la actualidad. *Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo Argentino (Cefid-AR). Documento de Trabajo N° 68 – Abril*.

Barbosa-Filho, N. H. (2006). Exchange Rates, Growth and Inflation. *Paper submitted to the Annual Conference on Development and Change*, Campos do Jordão, Brazil, November 18 – 20.

----- **(2012).** The balance-of-payments constraint: from balanced trade to sustainable debt, *PSL Quarterly Review*, 54(219).

Bhaduri, A. (1990) Macroeconomía. La dinámica de la producción de mercancías. FCE: México.

Borio, C. (2014). The International Monetary and Financial System: its Achilles’s Heel and What to do about it. *Working Paper No. 203, Federal Reserve Bank of Dallas*, Globalization and Monetary Policy Institute.

Borio, C. & Disyatat, P. (2010). Unconventional monetary policies: an appraisal *The Manchester School*, 78(s1).

----- **(2011).** Global imbalances and the financial crisis: Link or no link? *BIS Working Papers* No 346.

Borio, C. & Zhu, H. (2012). Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism? *Journal of Financial Stability*, 8(4).

Borio, C., Harold, J. & Song, S. H. (2014). El Sistema Monetario y Financiero Internacional: una perspectiva histórica desde la Cuenta Capital. *BIS Working Papers* N° 457.

Braun, O. & Joy, L. (1968). A model of economic stagnation. A case of study of the Argentina Economy. *Economic Journal* 78 (312), diciembre.

Cooperación Internacional para el Desarrollo y la Solidaridad (CIDSE).
(2008). Closing the gap: addressing imbalances in global finance, noviembre.
<http://www.cidse.org/publications/finance-and-development/taxation/closing-the-gap.html>

Diamand, M. (1972). La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio. *Desarrollo Económico* 12(45).

----- **(1973).** Doctrinas económicas, desarrollo e independencia.
Paidós: Buenos Aires.

Díaz Alejandro, C. (1963). A note on the impact of devaluation and the redistributive impact. *Journal of Political Economy*, 71 (6).

Disyatat, P. (2010). The bank-lending channel revisited, *BIS Working Papers*, 297, February, forthcoming in *The Journal of Money, Credit, and Banking*.

Elliot, D.R & Rohdd, R. (1999). Explaining growth rate differences in highly indebted countries: an extension to Thirlwall and Hussain. *Applied Economics*, 31.

Ferrer, A. (1963). Devaluación, distribución del ingreso y el proceso de desarticulación industrial en la Argentina, *Desarrollo Económico*, 4 (2).

Foley, D. (2003). Financial fragility in developing economies. *Development Economics and Structuralist Macroeconomics*, Aldershot: Edward Elgar.

Gaggero, J. (coordinación), Grondona, J. V. y Burgos, M. (2015). Fuga de capitales VI. Argentina, estimación de los precios de transferencia. El caso del complejo sojero. *Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo Argentino (Cefid-AR)*. Documento de Trabajo N° 71 – Julio.

Gaggero, A. (2015). Fuga de Capitales VII. Los efectos de la internacionalización y extranjerización de los grandes grupos empresarios argentinos. Los casos de Techint, Eurnekian y Fortabat. *Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo Argentino (Cefid-AR)*. Documento de trabajo N° 74 – Octubre.

Gaggero, J., Casparrino, C. y Libman, E. (2007). La Fuga de Capitales I. Historia, presente y perspectivas. *Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo Argentino (Cefid-AR)* Documento de Trabajo N° 14 – Mayo.

Gaggero, J., Kupelian, R. y Zelada, M. (2010). La Fuga de Capitales II. Argentina en el escenario global (2002-2009). *Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo Argentino (Cefid-AR)* Documento de Trabajo N° 29 - Julio.

Gaggero, J., Rua, M. y Gaggero, A. (2013). La Fuga De Capitales III. Argentina (2002-2012). Magnitudes, evolución, políticas públicas y cuestiones fiscales relevantes. *Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo Argentino (Cefid-AR)* Documento de Trabajo N° 52 – Diciembre.

Goldberg, L.S. (2010). ¿Is the International Role of the Dollar Changing? *Federal Reserve Bank of New York Current issues in economics and finance* 16 (1).

Goldsmith, R. (1969). Financial structure and development, New Haven: Yale University Press.

Gourinchas, P. O. & Rey H. (2005). International financial adjustment. *National Bureau of Economic Research*. (w11155).

Gourinchas, P. O., Rey, H. & Govillot, N. (2010). Exorbitant privilege and exorbitant duty. *Institute for Monetary and Economic Studies*, Bank of Japan. (No. 10-E-20).

Gouvea, R. R. & Lima, G. T. (2010) Structural change, balance-of-payments constraint, and economic growth: evidence from the multisectoral Thirlwall's law. *Journal of Post Keynesian Economics*, 33(1).

Grondona, V. con la supervisión de Gaggero, J. (2014). La Fuga de capitales IV. Argentina. La manipulación de los "precios de transferencia. *Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo Argentino (Cefid-AR) Documento de Trabajo N° 58* – Junio.

Harrod, R. F. (1933). International Economics. London: James Nisbet and Cambridge University Press.

Jiménez, J., & Fanelli, J. (2009). Crisis, volatilidad, ciclo y política fiscal en América Latina. *CEPAL, (LC/L. 3038)*, mayo.

Hau, H. & Rey, H. (2006). Exchange rates, equity prices, and capital flows. *Review of Financial Studies*, 19(1).

Kaldor, N. (1973). Teoría del equilibrio y teoría del crecimiento. *Conferencias pronunciadas en el Centro de Estudios Económicos y Sociales del C.S.I.C. y en el Departamento de Teoría Económica de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Barcelona*. Traducción de A. Ortí Lahoz.

Krugman, P. (1979). A model of balance-of-payments crisis. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3).

Lane, P.R. & Milesi-Ferretti, G.M. (2001). The external wealth of nations: measures of foreign assets and liabilities for industrial and developing countries *Journal of International Economics* 55. Pp. 263–294.

McCombie, J.S. & Thirlwall, A.P. (1997) Economic growth and the balance of payments constraint revisited. *Markets, Unemployment and Economic Policy: Essays in Honor of Geoffrey Harcourt*.

Minsky, H. (1992). The Financial Instability Hypothesis. *Working Paper N° 74, prepared for Handbook of Radical Political Economy*, edited by Philip Arestis y Malcom Sawyer, Edward Elgar: Aldershot, 1993.

Moreno-Brid, J.C. (1998). On capital flows and the balance-of-payments-constrained growth model. *Journal of Post Keynesian Economics*, 21(2).

----- (2003). Capital Flows, Interest Payments and the Balance-of-Payments Constrained Growth Model: A Theoretical and Empirical Analysis. *Metroeconomía*, 54(2-3).

Porcile, G., Curado, M., & Bahry, T.R. (2003). Crescimento com restrição no balanço de pagamentos e “fragilidade financeira” no sentido minskyano: uma abordagem macroeconômica para a América Latina. *Economia e Sociedade*, 12(1), 25-41.

Portes, R. & Rey, H. (2005). The determinants of cross-border equity flows *Journal of international Economics*, 65(2).

Prebisch, R. (1949) El Desarrollo Económico de la América Latina y alguno de sus principales problemas, *El Trimestre Económico* 35 (1), Nº 137.

Prebisch, R. (1988) "Historia monetaria argentina. Anotaciones sobre nuestro medio circulante, 1776-1885" en Rapoport, Mario (compilador) **Economía e Historia. Contribuciones a la historia económica argentina**. Editorial Tesis: Buenos Aires.

Rey, H. (2015). Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. *National Bureau of Economic Research*. (w21162).

Rider, M., (1994). External Debt and Liabilities of Industrial Countries. *Reserve Bank of Australia Discussion Paper 9405*, Noviembre.

Rúa, M. con la supervisión de Gaggero J. (2014). Los “facilitadores” y sus modos de acción. *Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo Argentino (Cefid-AR). Documento de Trabajo Nº 60 – Agosto*.

Schumpeter, J. (1954) **History of economic analysis**. London: Allen and Unwin.

Sinn, S., (1990). Net External Asset Positions of 145 Countries. *Kieler Studien no. 224*, Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel. Mohr, Tübingen.

Thirlwall, A.P. (1979).The Balance of Payments Constraint as an Explanation of International Growth Rate Differences. *Banca Nazionale Del Lavoro Quarterly Review* (128) 45-53.

----- (1997). Reflections on the Concept of Balance-Of-Payments–Constrained Growth. *Journal of Post Keynesian Economics* 19(3).

----- (2012). **Balance of payments constrained growth models: history and overview**. Palgrave Macmillan: UK.

----- (2014).The balance of payments constraint as an explanation of the international growth rate differences *PSL Quarterly Review*, 32(128).

Thirlwall, A. P. & Dixon, R. (1979). A model of export-led growth with a balance of payments constraint. Inflation, Development and Integration. *Essays in Honor of AJ Brown*.

----- (1982). The balance of payments constraint, capital flows and growth rate differences between developing countries, *Oxford Economic papers*, 34(3).

Velloso, H., con la supervisión de Bustillo, I. (2016). Capital Flows to Latin America and the Caribbean. ECLAC Washington Office Washington, D.C., 29 April.