

### Dependencia financiera y ciclos de crecimiento en países latinoamericanos\*

Carlos Aguiar de Medeiros\*\*

\* Traducción de Ricardo Lazzari, revisión técnica de Florencia Medici y Noemí Brenta.

\*\* Profesor del Instituto de Economía de la Universidad Federal de Río de Janeiro. Este artículo se basa en una investigación realizada en la *Faculty of Economics de la Cambridge University*, con el apoyo financiero de la CAPES (*Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior*). El autor agradece a la CAPES por el apoyo financiero y a un evaluador anónimo por sus agudos comentarios.

---

#### Resumen

Este artículo sostiene que ha existido una notable similitud entre los ciclos externos a lo largo de la historia económica de los países latinoamericanos. El *desarrollo hacia afuera* -temprana denominación de la CEPAL del crecimiento "orientado hacia el exterior", en términos del Banco Mundial- que predominó en la última parte del siglo XIX hasta 1930, fue desde el comienzo un modelo exportador y financiero, en el que la integración financiera en la economía mundial jugaba un rol central. Una política económica ortodoxa basada en la contracción fiscal, en el sostenimiento de una elevada tasa de interés y de incentivos al endeudamiento externo para sostener la convertibilidad y el libre flujo de capitales, fue la estrategia permanente de este modelo. Luego de un largo período de alejamiento de los mercados financieros mundiales, numerosos países latinoamericanos recibieron a lo largo de la década de 1970, y la mayoría de ellos en la de 1990 - luego del colapso de los años '80-, enormes volúmenes de capital financiero que provocaron, una vez más, un modelo y una estrategia similar de integración internacional.

#### Abstract

*This paper argues that there was a remarkable similarity in the external cycles in Latin America's economic history. The "desarrollo hacia afuera", the Economic Commission for Latin America and the Caribbean earlier designation for the World Bank's "outward-oriented" model, that prevailed in the last part of the nineteenth century until 1930, was from the beginning a financial-export model where financial integration to the world economy played a central role. An orthodox economic policy based on fiscal contraction, a high rate of interest, and incentives to external debt in order to sustain convertibility and free capital flows was a permanent strategy of this model. After a long period distant from the world financial markets, many Latin American countries received throughout the 1970s and especially during the 1990s, huge volumes of financial capital that brought about once again a similar pattern and strategy of international integration.*

---

#### Introducción

La contundencia de las reformas de liberalización y la estrategia económica ortodoxa aplicadas en los países latinoamericanos en la década de 1990 dieron

lugar a una dinámica macroeconómica y a un modelo orientado hacia afuera, similar al viejo patrón que insertó a estos países en la economía global del siglo XIX. Esto ocurrió no sólo debido a la imposición, en muchos países, de un reavivado modelo primario exportador como la forma económica dominante, sino también porque la evolución del balance de pagos fue moldeada por los flujos financieros. La vieja doctrina pre-keynesiana de las finanzas sanas y el libre movimiento de capitales fue restaurada como un cuasi-consenso en las esferas gubernamentales y el mundo de los negocios. La crisis espectacular de la Argentina en 2001, seguida por el cese de pagos de la deuda externa, y la política nacionalista adoptada en Venezuela en los últimos años fueron reacciones violentas que se desataron frente a la apertura financiera radical de los años '90. Estas excepciones contrastaron con las políticas predominantes en Brasil, Chile, Colombia, México y algunos países pequeños de la región, basadas en una profunda confianza en la permanencia de precios altos para las materias primas y en la atracción de fondos extranjeros.

### *Dependencia financiera y crecimiento económico*

Los diferentes patrones históricos de los sistemas financieros y de intercambio entre países y regiones convirtieron al régimen cambiario en el núcleo de la economía del desarrollo. Por ejemplo, Dooley<sup>1</sup> se refiere a los países asiáticos como “países de la cuenta mercancías” contrastando con los latinoamericanos, descriptos como “países de la cuenta capital”. El régimen cambiario asociado al primero es típico, como lo expresa Mahon<sup>2</sup> y también el *Trade and Development Report, 2003* (TDR), de una estrategia de desarrollo que favorece al comercio y la industria, mientras que el segundo beneficia, esencialmente, al capital financiero. Estos artículos discuten las diferencias cruciales entre estas dos estrategias, y su predominio en Asia y Latinoamérica respectivamente. Sin embargo, las condiciones institucionales y estructurales que conllevan cada una de las opciones no son evidentes. Entre los factores estructurales, la composición de las exportaciones desempeña un rol central. En los países latinoamericanos, las materias primas han tenido, históricamente, un peso sustancial en las ventas externas totales. La diferente elasticidad ingreso de las exportaciones y las importaciones, y la alta volatilidad de los precios de las materias primas en el mercado internacional, han generado variaciones cíclicas en la capacidad de importar y fuerte inestabilidad de los tipos de cambio y de los flujos de capitales.<sup>3</sup> Los déficits crónicos de cuenta corriente, históricamente presentes en los países latinoamericanos, fueron asociados con la especialización del comercio que dio inicio a la “brecha de divisas”<sup>4</sup> como característica principal de las economías en desarrollo. Pero, además de la especialización en materias primas, existe otro factor que tiene una dimensión autónoma y, debido a su persistencia, se desempeña como un determinante estructural: el nivel históricamente alto de endeudamiento externo de los países latinoamericanos. De hecho, más que una simple consecuencia del tipo de especialización en el intercambio comercial,<sup>5</sup> el elevado endeudamiento -medido, por ejemplo, a través del stock de deuda (y activos) externa(os) sobre exportaciones- posee una dinámica y explicación autónomas. El problema del modelo de la “brecha de divisas” es que asume que el

endeudamiento siempre es necesario por razones económicas; pero como la historia de los países latinoamericanos lo demuestra ampliamente, el endeudamiento externo puede ser excesivo y no explicarse por problemas de la cuenta corriente. Aprovechando este argumento, considérese una economía en desarrollo que posee un déficit de balanza comercial en la cuenta corriente. Entonces es posible igualar  $NCK = DCC$ , donde NCK representa el flujo neto de la cuenta capital y DCC el déficit de la cuenta corriente. En la medida en que el déficit de cuenta corriente crece, existe una necesidad de mayor ingreso de capitales que responden al desequilibrio entre la tasa potencial de crecimiento y la disponibilidad de divisas. Al haber un límite para el financiamiento del déficit de cuenta corriente, la economía requiere un ajuste de su tasa de crecimiento o de sus elasticidades de exportación e importación, a través de la depreciación del tipo de cambio real (de aquí en más TCR) y de medidas tarifarias.<sup>6</sup> Este modelo asume que los flujos de capital son una necesidad real. Desechando  $NCK = DCC$ , se reemplaza por  $NCK = DCC + R + SKNR$ , donde R representa las variaciones de las reservas y SKNR las salidas de capitales no registradas que pueden ser consideradas una proxy de la clasificación estándar de la cuenta Errores y omisiones del balance de pagos. En la medida en que el crecimiento de los pasivos de capital sobre los activos de capital (neto de reservas) exceda el déficit de cuenta corriente, existe un exceso de flujos financieros por encima de las necesidades reales. Y en tanto que generan grandes salidas de capitales no registradas, estos flujos financian la demanda de los residentes para colocar sus activos en el exterior. El punto que aquí se señala es el reconocimiento de la existencia de una demanda financiera de divisas -una "preferencia por la liquidez en divisas"- que no surge por una necesidad real sino debido a la "fragilidad financiera". Además, si esta demanda es satisfecha por un gran flujo de fondos, la apreciación del tipo de cambio puede generar una expansión del déficit de cuenta corriente que absorbe el exceso de moneda extranjera. En *Capital Exports and Growth* (1957), Knapp examinó el problema del endeudamiento excesivo. El punto crucial observado por Knapp es que las razones para contraer un préstamo en el exterior no están inequívocamente asociadas a la necesidad de financiar la oferta de bienes y servicios requeridos para el crecimiento económico. En realidad, la demanda de préstamos externos responde al diferencial de tasas de interés, al subdesarrollo del sistema financiero en los países prestatarios y a las preferencias por liquidez (en moneda fuerte) de los poseedores de riqueza de estos mismos países. En las naciones en desarrollo, los motivos para una acumulación excesiva de derechos en moneda extranjera descansan en dos mecanismos diferentes. El primero se asocia a un proceso de "coacción prestamista" (*loan-pushing*); un conjunto de presiones desde los bancos y gobiernos de los países ricos que ejercen, en determinados momentos (cuando hay una baja tasa de interés y un exceso de liquidez de la moneda mundial), que se expresa como un fuerte despliegue de préstamos bancarios y bonos financieros a países periféricos.<sup>7</sup> El segundo mecanismo es el exceso de endeudamiento, que depende de decisiones internas; gobiernos y empresas deciden contraer créditos excesivos o emitir activos denominados en moneda extranjera. Este aspecto ha sido denominado como el "pecado original"<sup>8</sup> y se relaciona con muchos factores históricos y políticos.<sup>9</sup> El sobrefinanciamiento a través de préstamos externos (o

pasivos denominados en moneda extranjera)<sup>10</sup> se vuelve sobreendeudamiento si éste pone en compromiso la solvencia externa, y el correspondiente aumento de la liquidez acentúa la fragilidad del sistema financiero del país periférico. Domar<sup>11</sup> estaba en lo correcto al considerar el ratio de solvencia como el cociente entre la tasa de exportaciones y la tasa de interés prevaleciente para la deuda soberana.<sup>12</sup> Por su parte, el volumen de reservas de corto plazo vis-à-vis el volumen de deuda de corto plazo provee de un significativo índice de fragilidad.<sup>13</sup> La interacción de estos dos movimientos -la “coacción prestamista” y el sobreendeudamiento- puede traer aparejada una trayectoria de fragilidad financiera. Esta trayectoria fue analizada por Minsky<sup>14</sup> en una economía cerrada -la evolución de un esquema de financiamiento de cobertura hacia uno “a la Ponzi”- y fue explorado por Foley<sup>15</sup> y Lopez<sup>16</sup> para una economía abierta. De acuerdo a estos trabajos, la entrada neta de capitales financieros permite tasas de inversión y de crecimiento económico mayores que la tasa de ganancia. De esta forma, se genera un creciente déficit de cuenta corriente y el desarrollo de un régimen especulativo. Esto se produce a través de la tasa de interés que fija el Banco Central, que tiende a aumentar a medida que el crecimiento del ingreso excede la tasa que equilibra el balance de pagos. El aumento de la fragilidad macroeconómica-financiera (medida por los ratios de solvencia y de liquidez) despierta crecientes sospechas de que el tipo de cambio prevaleciente (fijo, devaluación pautada, o más flexible pero estable) podría no sostenerse. En una interpretación temprana sobre el ciclo argentino, Prebisch<sup>17</sup> desarrolló un análisis compatible con el anterior considerando que, dado el régimen de caja de conversión que caracterizó al sistema cambiario argentino durante la década de 1920 (y también en la de 1990), los incrementos de los precios de exportación y de la inversión extranjera -ambos gobernados por fuerzas ajenas a la economía nacional- provocaban un aumento del crédito interno y de las importaciones, que se ajustaban a la nueva disponibilidad de divisas. El exceso de importaciones y la retracción de la inversión extranjera deprimían el crédito interno y el crecimiento económico hasta el comienzo de un nuevo ciclo externo. A pesar de que estas explicaciones describen correctamente la trayectoria de creciente fragilidad financiera, aún mantienen la idea de que los flujos financieros son principalmente gobernados por el lado de la demanda y que el sobreendeudamiento (considerando la solvencia del país) ha financiado una mayor tasa de crecimiento económico. Pero, como se mencionó anteriormente, aunque en una economía con restricciones, la disponibilidad de divisas permite un crecimiento mayor, no hay un vínculo necesario entre el sobre-financiamiento y una tasa mayor de inversión y de crecimiento del ingreso. Un proceso autónomo impulsado desde los bancos acreedores y los demandantes de divisas por efectos riqueza pueden generar una trayectoria especulativa sin ningún tipo de correspondencia con los movimientos de la economía real. Las interacciones entre los flujos financieros y el tipo de cambio en países periféricos dependen de algunas dimensiones institucionales y estructurales. En un régimen de caja de conversión sin capacidad de intervención del Banco Central sobre la oferta monetaria, tal como lo consideraba Prebisch, un fuerte aumento en NCK da lugar (a través de la expansión del crédito) a un gran incremento del DCC y, dependiendo de los efectos sobre la tasa de salarios, causa una suba de los precios de los bienes no transables, generando así la apreciación del TCR. En otro

tipo de régimen cambiario, la política monetaria puede esterilizar parte de la expansión monetaria mediante el aumento en la tasa de interés y el incremento de las reservas. Es importante considerar que en ambos regímenes, la apreciación del TCR tiene un efecto positivo sobre el crecimiento económico a partir de la suba de los salarios reales y la reducción del costo doméstico de la deuda externa, estimulando al gobierno y a las empresas. Así, excepto el sector de los exportadores, las presiones económicas dominantes en un país endeudado serán en favor de una moneda sobrevaluada. Esto también es válido para las inversiones extranjeras en bienes no transables. Pero el fuerte aumento del DCC está asociado con estas demandas de atraso cambiario, con una tasa de interés más elevada, y con un esquema de financiamiento especulativo, tipo Ponzi. Una vez más, pueden generarse sospechas sobre la sostenibilidad del tipo de cambio, causando un mayor DCC a través del incremento de las utilidades e intereses transferidos al exterior. Esto se traduce en una mayor demanda de NCK para financiar el fuerte incremento en SKNR. El colapso cambiario es el resultado esperable de esta trayectoria, a menos que una depreciación exitosa del tipo de cambio o una intensa disminución del nivel de absorción interna equilibre el DCC. Sin embargo, esto es improbable debido a la perturbadora fuga de capitales (SKNR). Así, tal como Patnaik<sup>18</sup> aseveró, la fragilidad intrínseca de las monedas de los países del Tercer Mundo como medio seguro para conservar riqueza es siempre confirmada por la dirección final de los movimientos de la cuenta capital. Según Patnaik, en un mercado financiero internacional desregulado, existe una predisposición crónica del capital a huir de estas monedas y, por lo tanto, una tendencia de la moneda doméstica hacia la depreciación, que no puede ser consistentemente eliminada por la política monetaria. En un análisis similar, MacKinnon afirmó que las monedas de las economías periféricas son sólo provisionales ya que cualquier “alteración económica y política interna provoca la sospecha de que las deudas externas pueden no ser afrontadas, y que la moneda doméstica será depreciada respecto al dólar”.<sup>19</sup> Dada la jerarquía de monedas en un mundo financieramente abierto, el vínculo entre estas cuestiones y la naturaleza del sector transable en Latinoamérica está basado en tres hechos: (1) que el ciclo financiero profundiza el ciclo de los precios de las materias primas, (2) que el tipo de cambio sobrevaluado sostiene los niveles de actividad, y (3) que la propensión a importar no es compatible con la base exportadora.<sup>20</sup> Por lo tanto, la dependencia financiera es simultáneamente una causa y una consecuencia de esta inserción comercial en la economía mundial. Es necesario observar que el incremento de las entradas y de las salidas de capitales no está principalmente determinado por fuerzas internas, sino por la política monetaria de la “moneda definitiva”. Aquí es importante considerar algunas características del ciclo financiero descrito por Pérez.<sup>21</sup> Ella sostiene que en cada revolución tecnológica, hay dos momentos en los cuales se rompe el “matrimonio” entre el capital financiero y el productivo: poco después del surgimiento de una revolución industrial, cuando el frenesí financiero intenta engrosar los altos beneficios alcanzados en nuevas actividades a través de burbujas especulativas; y durante la fase madura de una revolución industrial cuando el declive de las economías de escala en las viejas actividades desencadena una fuga especulativa de capitales y una competencia intensa por mantener los niveles de rentabilidad. Estos

movimientos son estimulados por las innovaciones financieras y una baja tasa de interés. Aunque Pérez centra sus argumentos sobre los países industrializados, considera que durante estas dos fases -que en algunos casos pueden superponerse debido a que el ciclo industrial no ocurre simultáneamente en todos los países industrializados, y mucho menos en la economía global- los flujos de capitales hacia los países periféricos van en busca de oportunidades financieras extraordinarias, buenos precios de exportación y bajos salarios. Cuando la burbuja se termina (luego de un aumento en la tasa de interés), interrumpiendo el auge financiero en los albores de la revolución industrial o en la última fase de maduración de un viejo paradigma, el capital financiero tiende a concentrarse en países industrializados. El resto de este artículo sostiene que la dominancia de eventos externos que moldean los ciclos financieros latinoamericanos es una característica de largo plazo. Como lo muestra el cuadro 1, todos los ciclos internacionales en la historia económica de Latinoamérica fueron acompañados por entradas de capitales financieros que delinearon el ciclo interno y las crisis de liquidez.

## **CUADRO 1**

### **Ciclos financieros en economías latinoamericanas**

Ciclo de recuperación	Principal factor desencadenante	Reversión	Resumen
1860-1876 Fase de madurez de en la era de los ferrocarriles	Baja tasa de interés británica y fuerte competencia entre bancos europeos para financiar los ferrocarriles en países latinoamericanos	Contracción económica en Inglaterra y en los países industrializados. Moratorias en el imperio otomano y en países latinoamericanos. Reversión de los términos de intercambio.	Ciclo financiero liderado por las inversiones en ferrocarriles y la refinanciación de deudas del pasado.
1885-1890 Fase de auge del acero y era de la electricidad	Baja tasa británica y corrientes especulativas hacia hipotecas, principalmente en Argentina y Uruguay	Colapso del banco <u>Baring</u> .	Las entradas de capitales propiciaron la convertibilidad en regímenes de caja de conversión. La crisis de <u>Baring</u> generó un fuerte efecto contagio a países latinoamericanos, entre ellos Brasil.
1904-1914 Fase de madurez del acero y era de la electricidad	Baja tasa británica y fuerte competencia entre bancos europeos para otorgar préstamos a países latinoamericanos con fines especulativos y de <u>IED</u> .	Primera Guerra Mundial	Préstamos para ferrocarriles y puertos. Durante la guerra, reversión de las transferencias financieras y sustitución de importaciones.
1921-1929 Fase de auge del petróleo y era del automóvil	Diplomacia del dólar Reducción de la tasa de EE.UU. y fuerte competencia entre bancos estadounidenses en mercados latinoamericanos. Fuerte valorización de los términos de intercambio después de la guerra	Crisis internacional de 1929. Derrumbe de los términos de intercambio y morosidad en las deudas a lo largo de los años treinta	Altos niveles de endeudamiento externo para la refinanciación de préstamos y obra pública. Después de 1930 las transferencias financieras hacia la región seguirían siendo negativas o muy bajas hasta 1970
1973-1981 Fase de madurez del petróleo y era del automóvil	Reducción de la tasa de EE.UU. y expansión internacional extraordinaria de préstamos de "petrodólares" (Entre 1974/81 las entradas acumuladas de dólares (a valores del año 2000) ascendieron a \$ 1.155 billones)	Fuerte aumento de la tasa de interés de EE.UU. en 1979, colapso de los términos de intercambio y default de México en 1982	<u>Sobreendeudamiento</u> en 78/81 y diferentes estrategias de crecimiento desarrolladas en países con distintas formas de integración en el comercio y diferentes regímenes cambiarios. Después de 1982 fuertes devaluaciones en <u>TCR</u> causaron episodios hiperinflacionarios
1991-2001 Fase de auge de la Información y era de las Telecomunicaciones	Reducción de la tasa de interés de EE.UU., Plan Brady para <u>securitizar</u> deuda externa y extraordinaria expansión de liquidez (Entre 1992/2001, las entradas netas fueron de 1.243 millones de dólares)	Elevación de la tasa de interés de EE.UU. en 1999-2000, agotamiento de la privatización masiva y alta fragilidad financiera externa	Ciclo puramente financiero con términos de intercambio deteriorados. Estrategias radicales pro-finanzas. <u>Sobreendeudamiento</u> y fuerte valorización del <u>TCR</u> . Se desmorona el <u>TCR</u> al final de la década
2002-	Reducción de la tasa de interés de EE.UU. en 2001 y 2002, y fuerte aumento de los términos de intercambio	¿?	Después de las devaluaciones en el <u>TCR</u> , el auge en el valor de las exportaciones se logró por altos precios en materias primas y gran volumen demandado por el crecimiento del comercio internacional liderado por EE.UU.

*Fuente:* Fases financieras y tecnológicas basadas en Pérez 2002, algunos rasgos particulares de Latinoamérica basados en Marichal 1989, datos de UNCTAD 2003.

### *Ciclos financieros en Latinoamérica*

Existe un gran número de trabajos históricos y empíricos que exploran las similitudes y diferencias entre la globalización financiera presente y aquella del siglo XIX.<sup>22</sup> En 1870, 1890, 1920, 1970 y 1990, la oferta de fondos (préstamos y bonos) impulsada por los ciclos financieros en los países desarrollados, las innovaciones financieras, y los cambios en la tasa de interés en los centros financieros mundiales provocaron un flujo masivo de préstamos y capitales hacia los países latinoamericanos. Estos flujos financieros crearon una situación de auge de préstamos en los sectores público y privado de los países latinoamericanos y, en muchas ocasiones, déficits de cuenta corriente no correspondidos con devaluaciones en los tipos de cambio. La estrategia pro-

finanzas y pro-materias primas asociada a estas corrientes financieras, estimuló la internacionalización de los activos privados domésticos. Este ciclo ha sido comúnmente revertido por cambios en el rol del capital financiero en los países industrializados, seguidos de shocks externos transmitidos mediante la suba de la tasa de interés del centro financiero mundial, y por la caída de los precios de las materias primas. El colapso del tipo de cambio era acompañado por la imposibilidad de cumplir con todos los compromisos de deuda denominados en moneda extranjera, generando contracción económica y *defaults*. Las transferencias de propiedad, la desnacionalización y el enriquecimiento de los tenedores de activos líquidos internacionales han sido algunas de las consecuencias políticas y económicas más comunes de este modelo. Estos ciclos dieron como resultado una fuerte volatilidad en el TCR con una tendencia a la depreciación respecto a las monedas más fuertes.

### *La era de las exportaciones y las finanzas*

Prebisch<sup>23</sup> demostró que durante el período de crecimiento hacia afuera (liderado por exportaciones) en los países latinoamericanos, la dinámica interna de los flujos de capitales estaba ligada a la construcción de infraestructura para la producción y distribución de materias primas y a la generación de capacidad exportadora. Sin embargo, como apuntara Marichal,<sup>24</sup> la estrecha integración de los bancos/comerciantes europeos y la producción de materias primas/alimentos en la región, puso en marcha un nuevo modelo de crecimiento económico liderado por las exportaciones y la expansión financiera. En la era de las exportaciones, los países latinoamericanos buscaron enmarcarse bajo el patrón oro, creando un esquema formal o informal de convertibilidad y adoptando políticas económicas restrictivas. La incompatibilidad de este esfuerzo con la volatilidad de sus exportaciones provocó una sucesión de crisis cambiarias cada vez que largos períodos de retraso cambiario -sostenidos mediante la entrada de capitales- desembocaban en crisis externas y en el derrumbe del TCR. Luego de la independencia, en la década de 1870, se produjo un festival de préstamos atraídos por las oportunidades de altas ganancias en la exportación de materias primas. La mayoría de estos préstamos fueron tomados por el sector público a través de la emisión de bonos en Londres, principalmente para el refinanciamiento de antiguas deudas y la construcción de los ferrocarriles.<sup>25</sup> Pero no sólo estas necesidades eran financiadas por el capital externo, sino también gran parte de la obra pública, debido a la restricción crediticia crónica impuesta por la clase dirigente; esto respondía a las “reglas de juego” asociadas al sistema monetario liderado por Inglaterra. Por ello, la toma de un préstamo importante en libras esterlinas o la venta de bonos con cláusulas en oro eran las fuentes para una expansión crediticia y fiscal, y para sostener la convertibilidad de la moneda doméstica. Durante la segunda mitad de la década de 1880, luego de un auge de los movimientos financieros asociado con la nueva onda tecnológica liderada por los Estados Unidos y Alemania,<sup>26</sup> se produjo un segundo boom de flujos financieros hacia los países latinoamericanos bajo la forma, esencialmente, de inversión extranjera directa (IED). Esta vez, Argentina y Uruguay atrajeron la mayoría de los fondos para el financiamiento de ferrocarriles e infraestructura

urbana. Este importante monto de divisas fue el que respaldó una fuerte emisión de pesos oro y bonos denominados en oro. La emisión especulativa de bonos hipotecarios provocó una enorme expansión de activos en libras y oro para las elites ricas de Buenos Aires y Montevideo. Cuando, en 1889, el Banco de Inglaterra aumentó su tasa de interés, se desató la crisis financiera. La quiebra del Barings Bank -por lejos, el más especializado en las finanzas argentinas- y el *default* de Argentina en 1890, contagiaron sus efectos por todo el continente. En consecuencia, el flujo de préstamos se detuvo, y los diez años subsiguientes fueron dedicados a la renegociación de las deudas, con políticas internas de privatización de activos a precios bajos y de nacionalización de pasivos. En Argentina, este auge del capital financiero cambió la propiedad de la infraestructura. En Brasil, un país fuertemente endeudado, la estrepitosa reducción de la entrada de capitales luego del colapso de Baring causó una crisis del balance de pagos. Esto condujo a una enorme devaluación del tipo de cambio, rompiendo con el esquema de patrón oro introducido en 1889. La fuga de capitales que sucedió a esta fuerte devaluación presionó aún más sobre la tasa de cambio, con grandes efectos sobre la inflación. La crisis de *encilhamento* en 1890-1891 fue una consecuencia directa del contagio argentino.<sup>27</sup> Es interesante notar que antes de 1929 no existía ningún banco central en la región. A principios de siglo muchos países adoptaron esquemas de caja de conversión, pero su incompatibilidad con las bruscas fluctuaciones de los precios de las materias primas acarreó crisis sistémicas. Con el colapso del sistema internacional durante la Primera Guerra Mundial, los países latinoamericanos llevaron adelante una política monetaria más pragmática. Después de este acontecimiento, y bajo la influencia de las misiones internacionales estimuladas por la creciente inquietud respecto a la capacidad de pago de los países latinoamericanos respecto de sus deudas internacionales, fueron creados muchos bancos centrales. Se suponía que estos debían controlar el poder discrecional del Tesoro.<sup>28</sup> El lineamiento principal era seguir una política ortodoxa más eficiente basada en las “reglas de juego” del sistema de patrón oro y atraer nuevos préstamos para atender las enormes transferencias financieras hacia el exterior. La política económica brasileña, basada en una caja de conversión durante el período 1926-1930, era un buen ejemplo de ello. La experiencia argentina merece mayor consideración. Fue el país más desarrollado de Latinoamérica durante este período hasta el año 1935. Cuando se creó el Banco Central argentino, dirigido por Raúl Prebisch, un sistema de caja de conversión intentaba brindar convertibilidad a la moneda nacional. Prebisch, en sus primeros análisis del ciclo externo argentino,<sup>29</sup> sostenía que este sistema sólo funcionaba en períodos de entrada de capitales y nunca durante aquellos de salidas de oro. Pero la obstinación en mantener este sistema causó, en muchas ocasiones, daños severos a la economía hasta la irrupción de un nuevo ciclo. Esta era la principal razón de la creación de un Banco Central -como sucedió en Argentina en 1935- con poder discrecional sobre el mercado de cambios y capacidad para emitir pagarés inconvertibles del Tesoro. Como expone Marichal,<sup>30</sup> los terratenientes, propietarios urbanos, comerciantes, banqueros, y políticos que conformaban el núcleo de la clase dominante del modelo primario exportador fueron el principal grupo doméstico beneficiado por la entrada de capitales especulativos. Luego de los años treinta, América Latina comenzó a

enfrentar una nueva escasez de dólares. En muchos países se puso en marcha una “política autónoma” al haber decidido romper con la convertibilidad y devaluar sus tasas de cambio. Sin embargo, esta nueva economía política fue confinada a los países grandes, ya que estos cambios estructurales e institucionales no ocurrieron en economías pequeñas y pasivas. Venezuela, Cuba, Guatemala, República Dominicana, Ecuador, Costa Rica, El Salvador, Nicaragua, Panamá, Haití y Honduras permanecieron atados a un patrón dólar con escaso control cambiario y financiero.<sup>31</sup> La escasez de dólares finalizó recién en los años setenta, cuando las transferencias financieras devinieron positivas y excesivas, como se discute en la próxima sección.

### *Crecimiento en base al endeudamiento, en la década del setenta*

El incremento de los flujos de capitales en la década del setenta es muy diferente al de los flujos de los años veinte. En lugar del financiamiento a través de la emisión de bonos soberanos y la inversión directa, los países viraron hacia los préstamos bancarios. Este cambio se fundó en la enorme liquidez en dólares generada por la explosión de los precios del petróleo, la madurez del paradigma tecnológico prevaleciente, y la desregulación del sistema financiero. Lo que aparece, sin embargo, similar a la década de 1920, son los procesos de sobrefinanciamiento y sobreendeudamiento. Pero en los setenta, a diferencia de lo que ocurre en el ciclo financiero actual, no existía un amplio monto de deuda previa para financiar. Una innovación financiera fundamental que impulsó el enorme volumen excedente de fondos desde el mercado de los eurodólares hacia los países periféricos, fue la posibilidad de los bancos prestamistas de sindicarse a gran escala y la inauguración de contratos crediticios con cláusulas de *cross-default* o cancelación simultánea. Asimismo, la ley de Inmunidades de la Soberanía Extranjera *Foreign Sovereign Immunities Act* de 1976, por su parte, hizo a un lado la doctrina de la inmunidad absoluta de las soberanías extranjeras respecto a los tribunales de los Estados Unidos.<sup>32</sup> Además de eso, la innovación más importante fueron los préstamos a tasa variable que traspasaron el riesgo hacia el deudor.<sup>33</sup> Con estas innovaciones financieras, los grandes diferenciales de tasa de interés provocados por la reducción de la tasa de referencia de Estados Unidos en 1971, abrieron oportunidades para que los bancos internacionales -liderados por las entidades estadounidenses en los mercados europeos- colocaran sus fondos excedentes en países en desarrollo. Durante la década de 1970, los regímenes cambiarios en los países latinoamericanos fueron muy diferentes, reflejando aspectos estructurales y políticos. En Brasil y Colombia, un sistema de *crawling peg* evitó la apreciación real de las monedas domésticas, que sí ocurrió en México y Venezuela, luego de los enormes incrementos de los precios del petróleo. En Argentina y Chile, el exceso de liquidez dio nacimiento (al final de la década) a estrategias de estabilización basadas en tipos de cambio fijo. A diferencia de lo ocurrido en períodos anteriores (y de la década del noventa), la cuenta capital se encontraba mucho más controlada en países como Brasil y Colombia. Sin embargo, a fines de la década, en Argentina, Uruguay y Chile, se produjo una fuerte liberalización financiera. En contraste con lo que sucedía en Brasil y Colombia, México y otros

países pequeños nunca implementaron controles de capitales. Independientemente de dichas razones -en Brasil los influjos de capitales fueron utilizados para el lanzamiento de un plan de industrialización pesada- el endeudamiento externo poseía su propia dinámica. Tal como en el siglo XIX, una gran parte de los nuevos créditos fue para cubrir viejas deudas, debido a la corta madurez que todavía prevalecía en la mayor parte de este festival de préstamos. Por lo que antes de que los beneficios de las exportaciones o de la sustitución de importaciones se manifestaran -en aquellos países que usaron los recursos externos para promover dichas políticas-, el país deudor tenía que saldar los servicios de la deuda con nuevos préstamos, engrosando sus pasivos externos.<sup>34</sup> Las altas tasas de interés domésticas, los tipos de cambio bajos y los fuertes incentivos para contraer préstamos externos crearon un proceso de sobreendeudamiento que en muchos lugares, como en Venezuela, produjo la “fiebre de los millones” que observó Furtado.<sup>35</sup> En promedio, los servicios de la deuda sobre las exportaciones alcanzaron el 40%, y las reservas internacionales de la región se expandieron a través de recursos financieros de corto plazo. Como ya se ha considerado previamente, el NCK estaba ampliamente excedido sobre las necesidades expuestas por el DCC, financiando variaciones positivas en R y en SKNR. A pesar de que los números no son comparables con los de los años ochenta, en las postrimerías de la década de 1970 tuvo lugar una significativa fuga de capitales en México, Venezuela, Argentina, e incluso Brasil, el país más regulado.<sup>36</sup> El enorme aumento de la tasa de interés en 1979, y la decisión de los bancos de recortar el financiamiento a los países latinoamericanos luego del *default* mexicano en 1982, interrumpió este ciclo e impuso fuertes devaluaciones monetarias para financiar las transferencias hacia los bancos acreedores. Este cambio en el sentido de los flujos de capitales -las entradas netas autónomas de capital se volvieron fuertemente negativas- ocurrió en todos los países a excepción de Chile, a pesar de las diferencias en el uso de las divisas. La fuga de capitales alcanzó grandes volúmenes hasta el final de la década.<sup>37</sup> La crisis externa fue el fundamento para realizar reformas radicales en los países latinoamericanos. El objetivo, en lo que se ha conocido como el “primer consenso de Washington”, era lanzar un nuevo patrón de crecimiento económico liderado por la iniciativa privada a través de una integración comprehensiva a los mercados mundiales. Esto supuso un drástico desplazamiento de aquello que había sido bautizado como el “Ancien Régime” de la sustitución de importaciones. No obstante, la expectativa real radicaba en atraer flujos de capitales externos y repatriar el stock de dólares en poder de los residentes. La principal solución para la insoportable deuda latinoamericana fue dirigida por el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos Nicholas Brady. La deuda fue encarada como un problema político y económico luego de la Guerra de Malvinas, pero sólo después de la reestructuración de la deuda mexicana en 1989, se implementó el Plan Brady en los países latinoamericanos endeudados. Como muestran las estimaciones estadísticas de fuga de capitales, importantes flujos de capitales fueron repatriados desde la Argentina, en 1988, y Brasil, en 1989.<sup>38</sup>

*El ciclo externo de los noventa y el retorno a la Treasury view*

Los años ochenta se caracterizaron por una gran salida de capitales, alta inflación y estancamiento. Excepto en Chile (que atrajo mayor apoyo político) y Colombia (con bajos niveles de deuda), todos los esfuerzos de estabilización fracasaron. La década del noventa llevó enormes corrientes de capitales hacia los países latinoamericanos, atraídos por altas tasas de interés y grandes oportunidades en las privatizaciones. Estos flujos fueron precedidos por el surgimiento de los “bonos Brady”, un mercado secundario de préstamos de bancos comerciales para las deudas de los países latinoamericanos, establecido para “aliviar a los bancos estadounidenses de préstamos en situación irregular”.<sup>39</sup> En un papel similar al desempeñado por los bancos en la década del veinte, la nueva función de suscribir las emisiones de bonos lanzadas a lo largo de la década disiparon los riesgos de las entidades, al liquidar sus participaciones en deudas latinoamericanas.<sup>40</sup> La gran innovación financiera era el rol dominante de los grandes fondos mutuales y de pensión estadounidenses en los mercados de capitales. Este movimiento propició que quienes manejaban estos fondos y los bancos de inversión cobraran gran influencia en los mercados financieros y la última palabra en cuanto a la “confianza del inversor”. Pero al mismo tiempo -y a diferencia del siglo XIX- brindó un contenido político más acentuado a la crisis de liquidez, al involucrar a millones de jubilados y pensionados estadounidenses, como se expuso claramente con la crisis mexicana de 1994. Por la misma razón, el Fondo Monetario Internacional (FMI) tuvo una injerencia más importante en los países latinoamericanos, proveyendo fondos para rescates financieros a través de préstamos con fuertes condicionalidades políticas. Como en todos los ciclos previos, la caída de la tasa de interés norteamericana a principios de los años noventa y la innovación financiera (securitización) que siguió al auge asociado a la nueva onda tecnológica (telecomunicaciones y tecnologías de la información) iniciaron un nuevo ciclo externo. El desmantelamiento de los controles de capitales era el aspecto central para desarrollar una estrategia pro-finanzas en los países latinoamericanos.<sup>41</sup> Esto se consideraba una gran oportunidad no sólo para estabilizar la economía y vencer la alta inflación (hiperinflación en Argentina y Brasil), sino para establecer un nuevo modelo de desarrollo centrado en el comercio y la integración financiera. La liberalización del comercio y de la cuenta capital, la desregulación, y las privatizaciones masivas se difundieron por todo el continente. En esta estrategia, los *technopols*, el Banco Central y el Tesoro, asumieron una gran influencia sobre la economía, reflejando el poder renovado de los intereses de los bancos, los exportadores y los propietarios de los activos dolarizados. Pero el nuevo rol del Banco Central fue creado mediante una fuerte conexión con el FMI. Es importante notar que desde la década del ochenta, el FMI actuó más como un representante de los bancos acreedores que como una institución financiera pública multilateral para países en busca de asistencia. Su influencia en la región fue proporcional al monto de deuda externa a ser reestructurado y financiado. Pero la novedad a lo largo de los noventa fue la creciente sumisión de los bancos centrales latinoamericanos a los paquetes de estabilización del FMI centrados en políticas deflacionarias. En parte, este sometimiento era el resultado de un progresivo aumento de la inestabilidad externa en demanda de crecientes intervenciones del FMI, pero, también, esta sumisión era el resultado de otros dos procesos. Primero, los grupos nacionales

cosmopolitas cambiaron la composición de sus activos incrementando sus depósitos financieros en bancos extranjeros; en este sentido, sus intereses estaban más emparentados con los de los acreedores e inversores internacionales. Segundo, había un consenso práctico entre los “technopols” y los economistas académicos de que la mejor política a seguir por el Banco Central era aquella prescrita por el FMI. En varios países, como en Argentina y Brasil, muchas políticas deflacionarias profundizaron las medidas y objetivos más allá, incluso, de las metas establecidas con el FMI. Como en el viejo modelo que prevaleció antes de los años treinta o en los setenta, existía un proceso de sobreendeudamiento y, debido a sus efectos sobre el TCR agravados por términos de intercambio adversos, los nuevos ingresos de capitales crearon su propia demanda en forma de importaciones de bienes y servicios. Así se generó un enorme déficit de cuenta corriente en la mayoría de los países latinoamericanos por la combinación de la liberalización del comercio y la apreciación en el TCR, ambos resultado de una abundancia de liquidez. Las transferencias financieras hacia la región devinieron ampliamente positivas cubriendo los grandes déficits de cuenta corriente y saldando la fuerte demanda doméstica de residentes nacionales por activos denominados en dólares. Este elevado ingreso de capitales financió, por su parte, grandes fugas de los mismos. La información disponible<sup>42</sup> muestra que este fenómeno fue un rasgo permanente a lo largo de la década de 1990 y que, luego de 1994, alcanzó niveles altos en la región. A los fines de controlar estas presiones y atraer nuevos capitales, la política principal consistía en mantener una elevada tasa de interés, y su principal instrumento fue la emisión de bonos públicos indexados por el dólar. En consecuencia, la deuda se disparó, motorizada exclusivamente por la política monetaria, y restringió el gasto público, especialmente la inversión. A diferencia de los años setenta y a semejanza de la década del veinte, la IED jugó un rol importante y fue atraída esencialmente por los contratos de privatización de servicios públicos, bancos, e industrias en países como la Argentina, Brasil y México. Luego de su iniciación a principios de la década del noventa, esta estrategia pro-finanzas derivó en un ciclo muy corto de auge y recesión, alternando fases de fuertes entradas de capital y apreciación del TCR seguidas por el derrumbe del régimen cambiario y la fuga de capitales. En los países latinoamericanos más importantes, la combinación del endeudamiento externo con la desnacionalización de la riqueza (activos y títulos financieros denominados en dólares en poder de residentes y títulos-valores financieros domésticos en poder de no residentes) alcanzaron niveles sin precedentes desde 1930.<sup>43</sup> De esta manera, se desarrollaron dos procesos. En países como Argentina, Bolivia, Perú, Uruguay, Ecuador, Nicaragua y Costa Rica, los depósitos en dólares y la fracción de préstamos denominados en esa misma moneda desplazaron completamente a las monedas domésticas de esas funciones. En otros países, como México, Chile, Venezuela, o Brasil, si bien las monedas domésticas no fueron reemplazadas, la porción de depósitos en el extranjero como porcentaje del total de depósitos ha crecido fuertemente. Desde mediados de los noventa, la fuga de capitales sobrepasó por mucho los montos de la década del ochenta. La naturaleza provisional de las monedas latinoamericanas nunca fue tan evidente. Como en otros ciclos externos, las tasas de interés doméstica y externa fueron de suma

importancia. El descenso de la tasa de interés de Estados Unidos a principios de la década desencadenó este ciclo financiero; un pequeño incremento en la tasa de los fondos federales estadounidenses en 1994 precipitó una reversión de capitales en México, como lo señaló Eichengreen,<sup>44</sup> pero la caída posterior de esta tasa permitió continuar el ciclo financiero hasta el final de la década. La tasa de interés fue muy alta en las economías latinoamericanas no dolarizadas (principalmente en Brasil) con el fin de estimular el ingreso de capitales. A pesar de ello, como en otros episodios históricos, la crisis de los noventa mostró que los incrementos de la tasa de interés nunca fueron suficientes para frenar la salida de capitales cuando la tasa de cambio se percibía fuertemente sobrevaluada. Como en otros ciclos financieros, la reversión del flujo de capitales generó un colapso de los tipos de cambio, acompañado de crisis financiera y económica (Brasil en 1998, Argentina en 2001-2002 y Uruguay en 2001-2002). El TCR depreciado en la mayoría de los países, a principios del siglo XXI, no pudo haber causado un nuevo ciclo externo por sus propios medios, ni tampoco revertido rápidamente el balance comercial, que devino fuertemente positivo en pocos años. De hecho, dicho ciclo fue impulsado por fuerzas externas. El ataque terrorista en Estados Unidos desató una política de fuerte expansión militar con una baja en la tasa de interés. Al mismo tiempo, China lanzó medidas anticíclicas con importantes efectos sobre los demás países asiáticos y el mercado de materias primas. Ambos eventos afectaron el volumen del comercio y los precios de las materias primas, principales exportaciones de la región. Esto acrecentó fuertemente los términos de intercambio de los países latinoamericanos y revirtió el saldo negativo de sus cuentas corrientes, mejorando los ratios de solvencia y liquidez, favorables a un mayor crecimiento a pesar de las transferencias negativas. Este nuevo ciclo orientado hacia la exportación de materias primas otorgó nuevas oportunidades para las estrategias nacionales, aprovechadas luego de las grandes crisis de Argentina y Venezuela. Sin embargo, la mayoría de los países latinoamericanos adoptó la misma estrategia, basada en la disciplina fiscal y la apertura a los mercados financieros. La apreciación del tipo de cambio es, una vez más, un rasgo común en muchos países que les impide usufructuar esta oportunidad extraordinaria de diversificar exportaciones hacia sectores menos dependientes de los recursos naturales.

### *Conclusión*

Este artículo sostiene que ha existido una notable similitud entre los ciclos externos a lo largo de la historia económica de los países latinoamericanos. El *desarrollo hacia afuera* -temprana denominación de la CEPAL del crecimiento “orientado hacia el exterior”, en términos del Banco Mundial- que predominó en la última parte del siglo XIX hasta 1930, fue desde el comienzo un modelo exportador y financiero, en el que la integración financiera en la economía mundial jugaba un rol central. Una política económica ortodoxa basada en la contracción fiscal, en el sostenimiento de una elevada tasa de interés y de incentivos al endeudamiento externo para sostener la convertibilidad y el libre flujo de capitales, fue la estrategia permanente de este modelo. Luego de un largo período de alejamiento de los mercados financieros mundiales, muchos países

latinoamericanos recibieron a lo largo de la década del setenta, y la mayoría de ellos en la década del noventa -luego del colapso de los años ochenta-, enormes volúmenes de capital financiero que provocaron, una vez más, un modelo y una estrategia similar de integración internacional. Los desequilibrios comerciales crónicos históricamente asociados a los países latinoamericanos, en contraposición con los asiáticos, no pueden explicar la elevada dependencia del financiamiento externo. En muchos episodios presentados en este artículo, el exceso de financiamiento externo creaba su propia demanda a través de déficits en la cuenta corriente. El impacto sobre el comercio de esta integración financiera se transmite mediante la fuerte variabilidad del TCR que, por su parte, pone en peligro la diversificación de las exportaciones. La alta propensión a mantener activos denominados en dólares de las clases domésticas cosmopolitas, y su injerencia en la política económica, provienen de este tipo de integración financiera. El ciclo externo en el continente expuso algunos rasgos comunes. Debido a las innovaciones en el mercado de dinero (financiamiento mediante bonos o préstamos) y al predominio de bajas tasas de interés en los países desarrollados, importantes corrientes de capital extranjero fueron atraídas por oportunidades de rentabilidad en países latinoamericanos con sus sistemas financieros abiertos. Las mayores tasas de interés de los bonos públicos, o las mayores tasas de ganancia en sectores en auge impulsados por los altos precios de materias primas y las ventas de activos domésticos rentables pusieron en marcha el ciclo externo. A pesar de la elevada demanda de moneda fuerte debido a motivos de riqueza, el exceso de divisas en una economía financieramente abierta generó, durante cierto período de tiempo, una apreciación real de las monedas domésticas. Esto interrumpió la inestabilidad crónica y las presiones inflacionarias originadas en un sector exportador débil y en una fuerte demanda de divisas. El crecimiento económico con una moneda sobrevaluada provoca una alta demanda de importaciones y de activos denominados en moneda extranjera. La reversión del comercio y la fuerte expansión de los déficits en la cuenta servicios que sobrevinieron a la sobrevaluación fueron una consecuencia perversa de la entrada de capitales; generando su propia demanda bajo la forma de déficit de cuenta corriente. El fuerte compromiso de equilibrar el presupuesto y atraer flujos de capitales para financiar el crecimiento del déficit en cuenta corriente ha presionado por una tasa de interés real más alta. La combinación de la “coacción prestamista” con la restricción del crédito doméstico originó el sobreendeudamiento externo privado, a partir de este estímulo de la política económica. Cada vez que la expansión finalizó, con una fuerte reversión de los términos de intercambio y la fuga de capitales, fuertes devaluaciones restauraron el TCR a niveles más bajos. La fuerte variabilidad y la tendencia crónica a la depreciación del tipo de cambio real fue el resultado de estos ciclos, poniendo en peligro la diversificación de las exportaciones. De esta forma, la elevada dependencia financiera es un factor autónomo para comprender el desempeño inestable de las exportaciones en el largo plazo y, en consecuencia, del desarrollo de las economías latinoamericanas.

1 Dooley y otros 2003.

2 Mahon 1996.

3 Athukorala (2003), en un estudio empírico que cubre los veinte años previos, demostró una apreciación del tipo de cambio real más fuerte en Latinoamérica respecto a los países asiáticos debido a la entrada de capitales. El autor sugiere que la composición del influjo de capital, donde la inversión extranjera directa y las industrias exportadoras son sus principales destinos, y la evolución de los salarios nominales explican la relativa estabilidad del tipo de cambio real en los países asiáticos. Los flujos de capitales dirigidos a los países latinoamericanos se destinaron principalmente a la explotación del mercado interno, y la evolución de los salarios nominales se asociaron, en estos países, a grandes subas de precios y una fuerte apreciación del tipo de cambio real.

4 La “brecha de divisas” surge como una extensión del modelo de Harrod-Domar para economías abiertas del tercer mundo. Además de la brecha de ahorro -comúnmente asociada a este modelo-, esta versión considera una brecha de divisas que se desata en cuanto una baja capacidad para importar dificulta el incremento en la tasa de inversión hasta el nivel al cual los ahorros disponibles lo permitirían. Este segundo tipo de brecha es inconcebible bajo el esquema neoclásico, ya que éste afirma que la implementación de políticas macroeconómicas adecuadas siempre permiten que los recursos internos se transformen en moneda extranjera, eliminando la brecha. La formulación clásica del modelo de las dos brechas fue desarrollada por Chenery y Bruno (1962). Para una discusión más amplia sobre el tema, véase Serrano y Souza (2000).

5 El Banco Mundial y la teoría económica de las corrientes de pensamiento dominantes considera a los países latinoamericanos cerrados al comercio internacional y con una orientación mercado-internista, en oposición a los países asiáticos, que son descritos como economías más abiertas y orientadas hacia fuera. Una de las fallas de este tipo de argumentos es que no reconoce que los países latinoamericanos han estado siempre más abiertos al capital extranjero que los países asiáticos. Esta diferencia en el papel del financiamiento externo tiene profundas implicancias que son objeto de reflexión en este trabajo.

6 Véase Calvo (1998) para el análisis de esta restricción ineluctable.

7 Darity y Horn, 1988; Devlin, 1989.

8 Hausmann y Panizza, 2003.

9 La idea detrás del “pecado original” es que el importante coeficiente existente entre deuda externa y deuda nacional es impuesto por los mercados de capital internacionales. Sin embargo, esta imposición es sólo una parte de la historia. La otra es la restricción fiscal y de crédito interno asumida por los países periféricos, a los fines de cumplimentar las reglas de juego del sistema monetario internacional en una economía abierta y financieramente integrada.

10 Para el presente argumento no hay diferencia si el pasivo externo es un préstamo proveniente de un banco extranjero o un bono colocado en el mercado internacional.

11 Domar 1950.

12 Aunque algunos modelos, tales como el de Moreno-Brid (1998-99), describen los límites del crecimiento con deuda externa a partir de una interpretación convergente con esta, la mayoría de ellos utilizan el ratio entre el déficit de cuenta corriente y el producto. Eso puede dar lugar a interpretaciones erróneas.

13 Véase Medeiros y Serrano 2006.

14 Minsky 1982.

15 Foley 2003.

16 Lopez *et al.* 2006.

17 Prebisch 1939.

18 Patnaik 2002.

19 Patnaik 2002, p. 2.

20 Como Kaminsky et al. (2004) señalaron respecto a los flujos financieros "siempre llueve sobre mojado".

21 Pérez 2002.

22 Nayar 2006, De long *et al.* 1999, Devlin 1989, Eichengreen *et al.* 1998; 1999, Kozul-Wright 2006, y TDR 2003 son buenos ejemplos.

23 Prebisch 1949.

24 Marichal 1989.

25 Para más detalles y evidencia empírica, véase Delonge et al. (1999).

26 Pérez, 2002.

27 El análisis más difundido sobre esta crisis atribuye las presiones inflacionarias y el auge especulativo a los desequilibrios fiscales creados por la excesiva emisión monetaria. Para una revisión de este debate, véase Triner 2001.

28 Furtado, 1970.

29 Magariños, 1991.

30 Marichal 1989.

31 Es importante considerar que aunque durante estos años la escasez de dólares fue el factor predominante, los países latinoamericanos nunca interrumpieron drásticamente la colocación de activos en el exterior, Mahon, 1996.

32 Darity y Horn, 1988

33 Devlin, 1989.

34 Devlin, 1989.

35 Furtado 1982.

36 Cumby and Levich, 1987.

37 Schneider, 2003.

38 *Ibíd.*

39 TDR, 2003, p. 36.

40 Darity y Horn, 1988; Eichengreen y Bordo, 2002.

41 TDR, 2003.

42 Schneider, 2003.

43 Aquí, la noción tradicional de dolarización es considerada como los depósitos en dólares detentados por los residentes nacionales. Para un análisis detallado del proceso de dolarización incluyendo otros conceptos y el elevado índice alcanzado en Latinoamérica, véase Reinhart *et al.* (2003).

44 Eichengreen *et al.* 1999.

#### *Bibliografía*

Athukorala, P. C. "Capital Inflows and the real Exchange rate: a Comparative Study of Asia and Latin America." *World Economy*, Abril 2003, 26 (4), 613-637.

Calvo, G. "Capital Flows and Capital Market Crisis: The Simple Economics of Sudden Stops." *Journal of Applied Economics*, noviembre 1998, 1 (1), 35-54.

Chenery, H., y Bruno, M. "Development alternatives in an Open Economy: The Case of Israel." *Economic Journal*, 1962, 72 (285), 79-103.

Cumby, R., y Levich, R. "Sobre a Definição e Magnitude de recentes Fugas de Capital". En D. Lessard y J. Williamson (eds.), *Fuga de Capital e a Dívida do Terceiro Mundo*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1987, pp. 45-121.

Darity, W., y Horn, B. *The Loan Pushers: The Role of Commercial Banks in the International Debt Crisis*. Cambridge, Ma: Ballinger, 1988.

De long, J. B.; Cooper, R.; y Friedman, M. "Financial Crises in the 1890s and 1990s: Must History repeat?" *Brooking Papers on Economic Activity*, 1999, 2, 253-294.

Devlin, R. *Debt and Crisis in Latin America*. Princeton: Princeton University Press, 1989.

Domar, E. "The Effect of Foreign Investment on the Balance of Payments." *American Economic Review*, diciembre 1950, 40, 805-826.

Dooley, M.; Folkerts-Landau, D.; y Garber P. "An Essay on the revived Bretton Woods System." *Working Paper* N° w9971, National Bureau of Economic research, Cambridge, Ma, septiembre 2003.

Eichengreen, B., y Bordo, M. "Crises Now and Then: What lessons rise from the last Era of Financial globalization?" *Working Paper* N° 8716, National Bureau of Economic research, Cambridge, 2002.

Eichengreen, B.; Bordo, M.; e Irwin, D. "Is globalization Today really Different Than globalization a Hundred Years ago?" *Working Paper* N° 7195, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 1999.

Eichengreen, B.; Kim, J.; y Bordo, M. "Was There really an Earlier Period of International Financial Integration Comparable to Today?" *Working Paper* N° 6738, National Bureau of Economic research, Cambridge, Ma, 1998.

Foley, D. K. "Financial Fragility in Developing Economies." En A. K. Dutt y J. Ros (eds.), *Development Economics and Structuralist Macroeconomics: Essays in honor of Lance Taylor*. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2003, pp. 157-169.

Furtado, C. *Formação Econômica da América Latina*. Río de Janeiro: Lia Editora, 1970.

---. *A Nova Dependência, Dívida Externa e Monetarismo*. San Pablo: Paz e Terra, 1982.

Hausmann, R., y Panizza, U. "The Determinants of Original Sin: an Empirical Investigation." *Journal of International Money and Finance*, 2003, 22 (7), 957-990.

Kaminsky, G.; Reinhart, C.; y Végh, C. "When It rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies." *Working Paper* N° 10780, National Bureau of Economic research, Cambridge, Ma, 2004.

Knapp, J. "Capital Exports and Growth." *Economic Journal*, 1957, 67 (267), 432-444.

Kozul-Wright, R. "Globalization Now and again." En K. S. Jomo (ed.), *Globalization Under hegemony*. New Delhi: Oxford university Press, 2006, pp. 100-133.

Lopez, J.; Moreno-Brid, J.C.; y Anyul, M. P. "Financial Fragility and Financial Crisis in Mexico." *Metroeconomica*, 2006, 57 (3), 365-388.

MacKinnon, R. "The Dollar Standard and Its Crisis-Prone Periphery: New rule for the game." Ponencia presentada en ocasión del quincuagésimo aniversario del CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos), Ciudad de México, 2002.

Magariños, M. *Diálogos con Raúl Prebisch*. Ciudad de México: Fondo de Cultura Económica, 1991.

Mahon, J. E. *Mobile Capital and Latin American Development*. University Park: Penn State Press, 1996.

Marichal, C. *A Century of Debt Crisis in Latin America*. Princeton: Princeton University Press, 1989.

Medeiros, C., y Serrano, F. "Capital Flows to Emerging Markets: a Critical View Based on the Brazilian Experience." En M. Vernengo (ed.), *Monetary Integration and Dollarization: No Panacea*. Upper Saddle River, N. J.: Edward Elgar, 2006, pp. 218-245.

Minsky, H. *Can "It" happen Again? Essays on Instability and Finance*. Armonk, NY: M.E. Sharpe, 1982.

Moreno-Brid, J. C. "On Capital Flows and Balance-of-Payments-Constrained Growth Model." *Journal of Post Keynesian Economics*, Invierno 1998-99, 21 (2), 283-298.

Nayar, D. "Globalization and Development in the long Twentieth Century." En K.S. Jomo (ed.), *Globalization Under hegemony*. Nueva Delhi: Oxford University Press, 2006, pp. 71-100.

Patnaik, P. "Globalization of Capital and Terms of Trade Movements." Documento presentado en la Conferencia Internacional sobre Reformas Agrarias y Desarrollo Rural en Países Subdesarrollados, Calcuta, India, Enero 3-6, 2002.

Pérez, C. *Technological Revolutions and Financial Capital*. Northampton, Ma: Edward Elgar, 2002.

Prebisch, R. "El ciclo económico y la política monetaria". En E. García Vázquez (ed.), *Obras de Raul Prebisch*, vol. 2. Buenos Aires: Fundación Raúl Prebisch, 1939, pp. 647-657.

---. "El Desarrollo Económico de la América Latina y algunos de sus Principales Problemas". En R. Bielchowsky (ed.), *Cincuenta Años de Pensamiento en la Cepal*. Santiago, Chile: Fondo de Cultura Económica, 1998, pp. 63-131. Originalmente publicado en 1949;

Reinhart, C. M.; Kenneth, S.; Rogoff, C. K.; y Savastano, M. A. "Addicted to Dollars." Working Paper N° 10015, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2003.

Schneider, B. *Resident Capital Outflows: Capital Flight or Normal Flows? A Statistical Interpretation*. Londres: Overseas Development Institute, 2003.

Serrano, F., y Souza, D. "O Modelo de Dois Hiatos e o Supermultiplicador". *Revista de Economia Contemporânea*, 2000, 4 (2), 37-64.

*Trade and Development Report, 2003 (TDR)*. Geneva: UNCTAD (United Nations Conference on Trade Development), 2003.

Triner, G. D. "International Capital and the Brazilian Encilhamento, 1889-1892: an Early Example of Contagion among Emerging Capital Markets." Documento presentado en el Seminario de Historia Económica, Columbia University, Octubre 4, 2001.

Velasco, A., y Tornel, A. "The Tragedy of Commons and Economic growth: Why Does Capital Flow from Poor to rich Countries?" *Journal of Political Economy*, 1992, 100 (6), 1208-1231.

Williamson, J. "The Washington Consensus as Policy Prescription for Development." Ponencia presentada en el Banco Mundial, Washington, DC, Enero 13, 2004.