



FACULTAD
DE CIENCIAS
ECONÓMICAS



Universidad
Nacional
de Córdoba

REPOSITORIO DIGITAL UNIVERSITARIO (RDU-UNC)

Flujos de capital, calidad institucional y términos de intercambio

Sergio Barone, Ricardo Luis Descalzi, José Luis Navarrete

Ponencia presentada en LII Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política
realizado en 2017 en Bariloche. Río Negro, Argentina



Esta obra está bajo una [Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-CompartirIgual
4.0 Internacional](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/)



ASOCIACION ARGENTINA
DE ECONOMIA POLITICA

ANALES | ASOCIACION ARGENTINA DE ECONOMIA POLITICA

LII Reunión Anual

Noviembre de 2017

ISSN 1852-0022

ISBN 978-987-28590-5-3

Flujos de Capital, Calidad Institucional y
Términos de Intercambio

Barone, Sergio
Descalzi, Ricardo Luis
Navarrete, José Luis

Asociación Argentina de Economía Política
LII Reunión Anual. 15, 16 y 17 de noviembre de 2017
Escuela de Economía, Administración y Turismo de la Universidad Nacional de Río
Negro. Sede Andina, San Carlos de Bariloche

Flujos de Capital, Calidad Institucional y Términos de Intercambio

Sergio Barone¹, Ricardo Descalzi², José Luis Navarrete^{3,4}

Resumen

Se analizan los determinantes de los flujos de entrada de inversión extranjera directa para un conjunto de 113 países (2000-2015). Sobre la base de Alfaro (2009) y Siddiqui & Ahmed (2013), que indican que la calidad de las instituciones constituye un elemento fundamental del crecimiento económico, nuestro interés se centra en analizar efectos diferenciados de los términos de intercambio sobre la FDI en países con diferentes niveles de calidad institucional. Aplicando técnicas de regresión de datos de paneles con efectos fijos se aprecia que en los países con niveles más elevados de calidad institucional los términos de intercambio afectan positivamente a la FDI, mientras que en aquellos con un mayor deterioro en sus instituciones los efectos de la mejoras en los TOT son prácticamente nulos.

Palabras Clave: FDI, TÉRMINOS DE INTERCAMBIO, CALIDAD INSTITUCIONAL.

Clasificación JEL: F32, F34, F41

Abstract

This paper analyzes the determinants of FDI for a sample of 126 countries (period 2000-2015). Following Alfaro (2009) y Siddiqui & Ahmed (2013) we assume that the quality of institutions (IQ) play a key role in explaining the stages of economic growth for countries. We are focused in analyzing the differentiated effects of terms of trade shocks on FDI in countries with different levels in the IQ index. By applying Panel-Data techniques we find that the countries with higher IQ index show a positive relationship between FDI and terms of trade, while in those economies with poorer institutions the effect of terms of trade are null.

Keywords: FDI, TERMS OF TRADE, INSTITUTIONAL QUALITY

JEL Classification: F32, F34, F41

¹ Departamento de Economía y Finanzas, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Córdoba, Argentina. E-mail: sbarone@eco.uncor.edu

² Departamento de Economía y Finanzas, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Córdoba, Argentina. E-mail: ricdes@eco.uncor.edu. Phone:+543514437300. INT. 48403

³ Departamento de Economía y Finanzas, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Córdoba, Argentina. E-mail: jlnavarrete@eco.unc.edu.ar

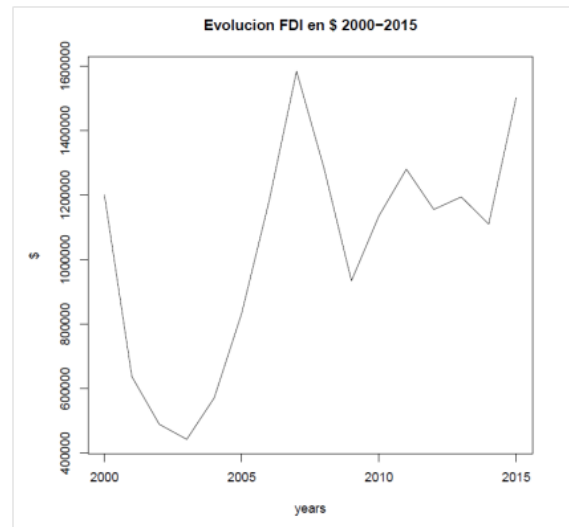
⁴ Universidad Nacional de Chilecito, Argentina.

1. Introducción

La generalización de la apertura financiera en la década de los 90 fue acompañada de un aumento significativo de los flujos de capitales, fundamentalmente en los países desarrollados; así, los países más avanzados han recibido en promedio cuatro veces más que los países menos desarrollados entre 1990 y 2015.

En particular, hasta 2008 los flujos de entrada de inversión externa directa (los *FDI inflows*) tienen forma de U, siendo su rama creciente desde 2003 hasta la crisis *subprime*, según se observa en el Gráfico 1. Después de la crisis se aprecia una recuperación de los flujos pero con valores inferiores a los observados en la época pre crisis.

Gráfico 1
Evolución de los flujos de Inversión Externa Directa.
En US\$ corrientes. 2000-2015

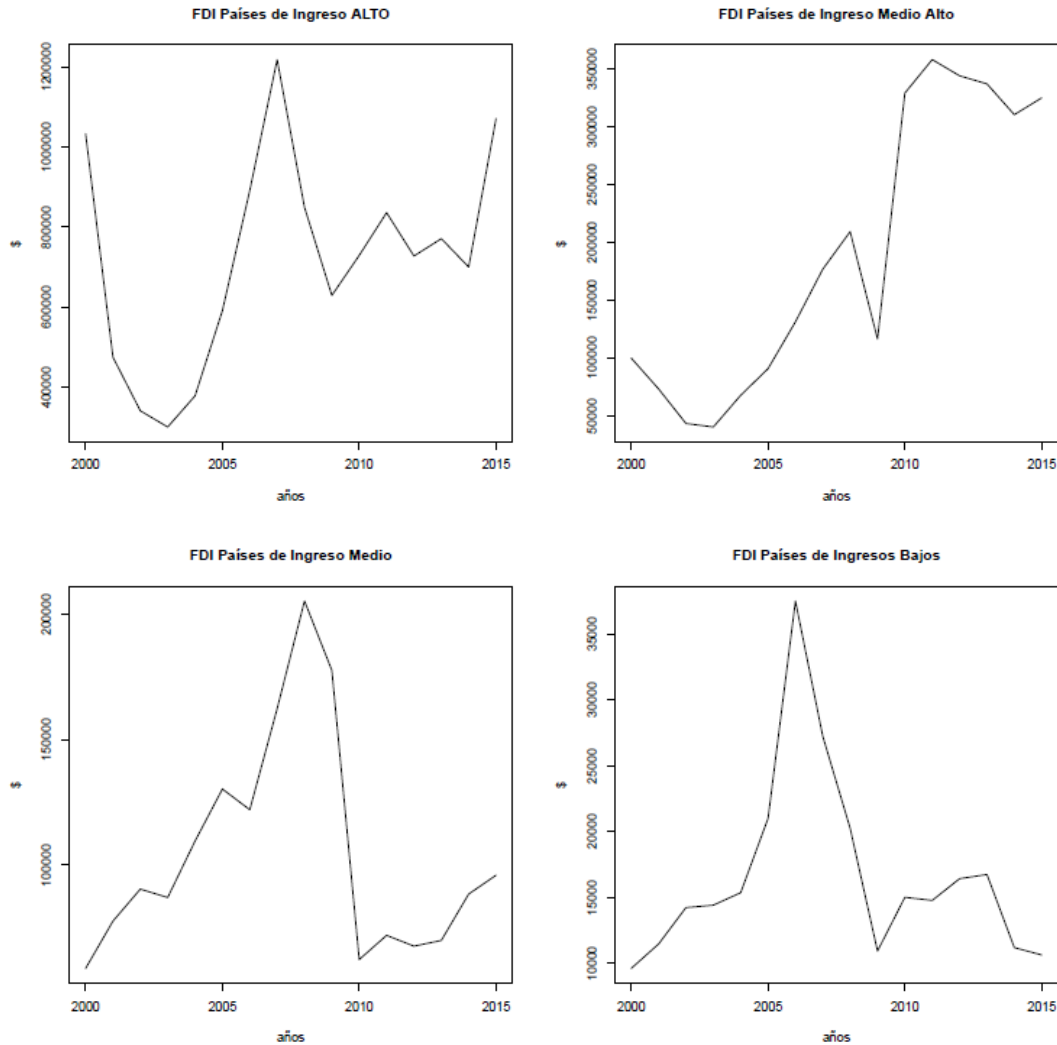


Fuente: Banco Mundial (WDI).

Los flujos de inversión externa directa entonces se encuentran altamente determinados por los flujos de los países de mayor ingreso. A partir del agrupamiento que el Banco Mundial realiza de los países según su nivel de ingreso se tienen las siguientes conclusiones, derivadas del Gráfico 2: *i)* los países de ingresos altos presentan el mismo comportamiento que los flujos en general; *ii)* para los países de bajos y medios ingresos la crisis *subprime* fue más profunda y su recuperación posterior fue menor; *iii)* para los países de ingresos medios altos la crisis *subprime* fue más leve, y los niveles alcanzados de flujos de entrada post crisis son mayores a los observados pre crisis; *iv)* existe gran heterogeneidad en el interior de cada grupo, ésta es mayor cuanto menor es el nivel de ingresos; y *v)* los países de mayor ingreso parecen más homogéneos, aunque después de la crisis la situación la variabilidad de los flujos aumentó.

Gráfico 2

Evolución comparada de los flujos de entrada de FDI



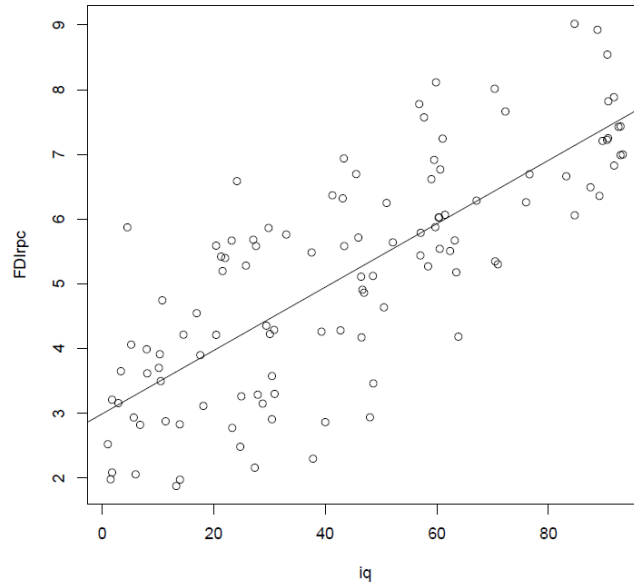
Fuente: Banco Mundial (WDI).

Este trabajo se focaliza en analizar la evolución de los flujos de entrada de inversión externa directa y su relación con dos variables "clave", la calidad institucional y los términos de intercambio. La importancia de la calidad institucional en los países emergentes como un determinante del éxito de las oportunidades de negocios que brindan las fluctuaciones globales cuando los precios internacionales aumentan puede verse en el siguiente ejemplo. Se aprecia que en los últimos años la mejora en los precios del cobre ha impactado de manera muy diferente en Chile que en el Congo. En efecto, Chile ha recibido en promedio tres veces más inversiones que el Congo cuando ambos se beneficiaron de las mejoras en el precio del cobre. ¿A qué se debe la diferencia? La hipótesis es que los países con mayores niveles de calidad institucional aprovechan mejores sus oportunidades.

El Gráfico 3 aportaría evidencia a la hipótesis presentada, ya que se aprecia una relación (no condicionada) positiva entre el índice de calidad institucional y los flujos de entrada de inversión externa directa per cápita. En Barone, Descalzi & Navarrete (2016) se analizó este problema, tomando datos del flujo de inversión externa directa entre 1990 y 2009; en esta oportunidad se analiza el período 2000-2015 que incluye la etapa pre y post crisis *subprime*.

Gráfico 3

Relación entre FDI per cápita (FDIpc) y el índice de Calidad Institucional (IQ)



Fuente: Banco Mundial (WDI).

El trabajo se encuentra organizado de la siguiente manera. En la sección 2 se lleva a cabo una revisión de la literatura sobre el tema. En la sección 3 se presentan resultados econométricos. Finalmente, en la sección 4 se concluye.

2. Aspectos conceptuales

Este trabajo estudia la relación entre la Inversión Extranjera Directa y los términos de intercambio en los países menos desarrollados, tomando en consideración además la influencia de la variable "Calidad Institucional". Nuestra hipótesis es que los países menos desarrollados con baja calidad institucional no solamente sufren de restricciones en el acceso al crédito, sino que también estos países son renuentes a invertir cuando se les presenta una oportunidad, como por ejemplo, una mejora en los términos del intercambio.

Gertler y Rogoff (1989) destacan que cuando las economías en desarrollo enfrentan una prima de riesgo endógeno debido a la existencia de asimetrías en el mercado de capitales; además el costo del capital depende del colateral, que a su vez está estrechamente ligado al comportamiento de los términos del intercambio. En otras palabras, un shock permanente positivo en los términos del intercambio mejora el ingreso corriente, y disminuye la prima de riesgo (ya que un shock en los TOT incrementaría el colateral). Sin embargo, la inversión crece a menor ritmo en países con menor calidad institucional, debido a las restricciones prevalecientes en el mercado del crédito que hace que los individuos decidan ahorrar para protegerse de shocks adversos (aún transitorios) en el futuro. En consecuencia, cuando los países menos desarrollados enfrentan un ciclo positivo en sus términos del intercambio, la oportunidad se diluye puesto que en un contexto de baja calidad institucional la inversión no responde a las nuevas oportunidades de negocios.

Nuestro enfoque teórico tiene su punto inicial en el trabajo de Lucas (1990) que establece que las diferencias en la producción per cápita entre los países ricos y pobres se deben a las diferencias en el nivel de capital por trabajador, según la teoría neoclásica. Sin embargo, si el comercio de bienes de capital es libre y competitivo, el capital se asignará solamente en la economía más pobre (aquella menos desarrollada, donde el capital por trabajador es menor) hasta que el ratio capital-trabajo (y el retorno del capital) sea el mismo para todas las economías. Lucas encuentra que los ratios del ingreso por trabajador (entre Estados Unidos y un país determinado) son muy elevados en relación a lo que predice la teoría neoclásica. Explica esta brecha sobre la base de tres explicaciones alternativas. En primer término, Lucas corrige la estimación del trabajo teniendo en cuenta diferencias en el capital humano. En segundo término, considera "spillovers" asociados al stock de capital humano. Finalmente, Lucas (1990) explica el "riesgo político" que aparecería a partir de que existe dificultad para observar el efectivo cumplimiento de los contratos.

Alfaro *et al.* (2008) resume las explicaciones teóricas para la "Paradoja de Lucas" en dos grupos. Primero, aquellos argumentos que consideran diferencias en los "fundamentals" entre los países (factores de la producción no especificados, políticas gubernamentales, estructura institucional y productividad total de los factores). En segundo lugar, identifica aquellos motivos derivados de imperfecciones en el mercado de capitales. Obstfeld y Rogoff (1996) indican que estas imperfecciones aparecen o bien por problemas de información asimétrica (selección adversa, riesgo moral o verificación costosa de los estados de la naturaleza) o bien por riesgo soberano. Por otra parte, Gertler y Rogoff (1990) presentan un modelo donde una prima de riesgo endógena aumenta el costo del endeudamiento para la economía emergente, en un contexto de riesgo moral. A su vez, la prima de riesgo depende del colateral. En este modelo, el stock de capital óptimo se encuentra por debajo del nivel asociado al "first best".

Barone y Descalzi (2012) analizan la hipótesis que indica que un shock en los términos de intercambio aumenta el valor del colateral de las economías emergentes: en la medida que los TOT se incrementen (se incrementa el colateral), el costo de endeudamiento

disminuye, lo que estimula la formación de capital en las economías emergentes. Se consideraron cuatro grupos de países (países con ingreso bajo, medio, medio-alto y alto). Los resultados indican que la prima de riesgo está asociada negativamente a los términos de intercambio, en todos los grupos, aunque los coeficientes son mayores para los países pertenecientes al grupo de ingresos mayores.

Doyle & Martínez-Zarzoso (2011) analizan aplicando técnicas de datos de panel la relación entre calidad institucional y apertura, admitiendo que esta última se encuentra afectada por el problema de la endogeneidad. Cubren el período 1980-2000 y utilizan la técnica de variables instrumentales. Encuentran que una mejora en el grado de apertura resulta más beneficiosa para aquellos países que poseen bajos niveles de calidad institucional.

Siddiqui & Ahmed (2013) llevan a cabo una detallada revisión de la literatura sobre crecimiento y calidad institucional. En su trabajo aplican la técnica de componentes principales a un conjunto de índices de diferentes índices de calidad institucional, obteniendo tres dimensiones de instituciones. El primer componente, representaría aquellas instituciones que miden el grado de provisión de bienes públicos (por ejemplo, provisión de justicia) que tiene por objetivo fortalecer los derechos de propiedad y el cumplimiento de los contratos (reduciendo costos de transacción) y promoviendo el crecimiento. El segundo, aquellas instituciones que luchan contra la burocracia legal y las rentas políticas, aumentando los beneficios del primer grupo; finalmente, la tercera dimensión apunta a distinguir aquellas tecnologías que reducen el riesgo de prácticas monopólicas, mediante el aumento del poder de negociación de los actores sociales. Llevan a cabo una regresión aplicando método de GMM a los fines de analizar cuál de estos tres tipos de regresiones aporta más al crecimiento. El análisis se lleva a cabo en función de tres grupos de países, de acuerdo a su nivel de ingreso (bajo, mediano o alto).

La relación entre FDI y calidad institucional ha sido analizada por Alfaro *et al.* (2008), quienes llevaron a cabo una estimación "de largo plazo" mediante una regresión de las medias de la FDI con respecto a (la media de sus determinantes). Por otra parte, Buchanan, Le & Rishi (2012) también estudian la relación FDI - IQ para una panel de 164 países (1996-2006), encontrando también una relación positiva entre ambas variables. Además concluyen que la volatilidad de la FDI está asociada negativamente con la calidad institucional.

Barone y Descalzi (2013) analizaron la relación entre FDI (entradas) y TOT, en dos grupos diferentes de países (países desarrollados versus países no desarrollados). Encontraron que la respuesta de las entradas de capitales a los términos de intercambio es mayor en el grupo de países más desarrollados.

Finalmente, Barone, Descalzi y Navarrete (2016) estudian la relación entre la FDI y los términos de intercambio, condicionada por niveles variables de calidad institucional entre países. Este trabajo constituye una investigación en el mismo sentido, habiéndose introducido variantes en la cantidad de datos en la metodología de estimación. En la próxima sección se detallan los modelos de estimación utilizados y los resultados.

3. Resultados

En esta sección se analizan los resultados obtenidos de llevar a cabo dos tipos de estimaciones. En primer lugar, a los fines de evaluar el comportamiento de "largo plazo" de la variable inversión externa directa (FDI), se toman las medias de las variables correspondientes para cada país siguiendo la estrategia de Alfaro (2009). En segundo lugar, se analiza otra estrategia, estimando por datos de panel los determinantes de la FDI, de acuerdo con una serie de trabajos, entre los que se mencionan a Siddiqui & Ahmed (2013) llevamos una estimación utilizando técnicas de datos de panel.

3.1. Estimaciones OLS utilizando las medias de las variables para cada uno de los países

A continuación se realiza una estimación de panel mediante la transformación *between*, en la que se calculan los promedios de las variables para cada país, descartando la variabilidad *intragrupo* de las observaciones (a lo largo del tiempo). Las medias representarían una aproximación de los valores de estado estacionario de las variables, por lo que la estimación describiría relaciones de largo plazo. Se propone la siguiente ecuación:

$$*infl + *ac + *rd +$$

Donde ***fdipc***: representa la entrada de inversión externa directa por habitante promedio de cada país, ***tot*** es la media de cada país de sus términos de intercambio, ***iq*** es la calidad institucional promedio observada para cada país; ***gdppc*** es el ingreso por habitante promedio para cada país. Se incluyen como variables de control la inflación promedio de cada país (***infl***), el grado de apertura promedio de cada país (***ac***) y el ratio de dependencia promedio (***rd***). En esta estimación se incluyen 113 países para un T=16 (2000-2015).

Los resultados de la estimación de la ecuación precedente, donde las variables están expresadas en logaritmos se muestran en la Tabla 1. Existe una relación positiva y estadísticamente significativa a los niveles usuales para las variables de interés. Una mejora en los términos de intercambio produce un aumento en la entrada de capitales, al igual que la calidad institucional y el producto bruto por habitante. Estos resultados sugieren que a largo plazo los países con mayor calidad institucional mejoran su perfil de país receptor de inversiones externas directas.

Tabla 1
Determinantes de la FDI
Estimación OLS utilizando las medias para cada país

Variables	Coefficientes
constante	-8.3546
	(0.0000)
tot	0.2107
	(0.8059)
iq	0.1326
	(0.0001)
gdppc	0.8891
	(0.0000)
infl	0.0655
	(0.0008)
ac	0.8885
	(0.0000)
rd	0.1289
	(0.0443)
R-squared	0.8476

Nota: Probabilidad marginal entre paréntesis

Fuente: Elaboración Propia.

Por su parte, el grado de apertura presenta un signo positivo y estadísticamente significativo, señalando que mientras más abierta al comercio sea una economía mayores son los flujos de inversión que recibe. Siddiqui & Ahmed (2013) señalan que la liberalización comercial tiende a eliminar las distorsiones de precios, direccionando la inversión hacia los sectores de mayores ventajas comparativas. Ello finalmente alienta la adopción de nuevas tecnologías. Por otra parte, resulta llamativo el signo de la variable inflación, por cuanto uno esperaría que fuera estadísticamente significativa pero con signo negativo.

3.2. Estimaciones con datos de Panel

En esta parte llevamos a cabo una estimación por datos de panel, permitiendo variabilidad intra-grupo (es decir, entre países) entre las observaciones. Utilizamos una metodología similar a la utilizada por Barone, Descalzi & Navarrete (2016) en la que se introducían *dummies* (que determinaban el grado de calidad institucional de cada país) en la especificación que interactuaban con la variable términos de intercambio. Se pretende de esta forma analizar cuál es el efecto diferencial de la variación de los términos de intercambio en países con niveles variables de calidad institucional.

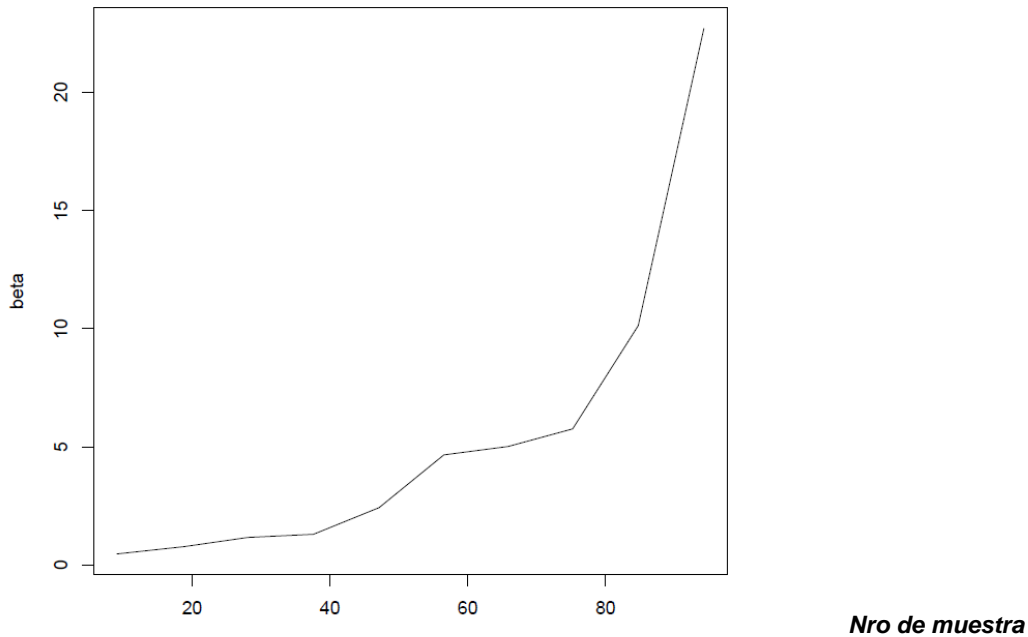
En Barone, Descalzi & Navarrete (2016) las variables *dummy* fueron utilizadas para agrupar a los países por quintiles, en función del nivel observado de su índice de calidad institucional. En este trabajo, se seguirá clasificando a los países de acuerdo al nivel

observado en su índice de calidad institucional, pero se utilizará un esquema de muestras móviles (las muestras cambian en la medida que el IQ aumenta) a los fines de calcular la respuesta de la FDI a los términos de intercambio.

Se procedió de la siguiente forma. Primero, se ordenaron las observaciones orden ascendente en función del índice de IQ, de manera que se tiene la siguiente serie X_1, \dots, X_{2016} , dónde X representa cada una de las variables seleccionadas para la regresión. En total se tienen $16 \times 113 = 1809$ observaciones ordenadas de menor a mayor según el índice de calidad institucional; Segundo, se fijó un tamaño de muestra (N); Tercero, para muestras variables (X_i, \dots, X_{i+N}) tal que $i=1, \dots, 1808-N$, se corrió una regresión lineal $FDI=a+bTOT$. Cuarto, los valores del coeficiente b estimado fueron graficados, para examinar los puntos de quiebre, que permitan identificar "puntos de quiebre" asociados a ciertos valores de IQ; Quinto, en función de los "valores críticos" de IQ se agrupan los países en función de su calidad institucional, asignando posteriormente una *dummy* en la regresión correspondiente.

En el Gráfico 4 se observan los coeficientes calculados para las muestras variables.

Gráfico 4
Coeficiente b de la regresión $FDI=a+bTOT$.



Fuente: Elaboración Propia

Se han identificado tres valores críticos que serán utilizados para identificar cuatro grupos de países, clasificados por su nivel de calidad institucional. Esta clasificación será utilizada para definir las variables dummy en el modelo de estimación que se presenta seguidamente.

Se considera el siguiente modelo:

$$FDI_{it} = \alpha + \beta_1 TOT_{it} + \sum_j \gamma_j Dj_{it} + \beta_2 infl_{it} + \beta_3 ac_{it} + \beta_4 rd_{it} + \beta_5 m2gdppc_{it} + \varepsilon_{it}$$

donde *FDI* representa las entradas de inversión extranjera directa, *TOT* son los términos de intercambio. A diferencia de Barone, Descalzi y Navarrete (2016), quienes dividieron la muestra en cinco quintiles ordenados de menor a mayor según el índice de calidad institucional, en este caso se optó por cuatro grupos: países con niveles bajos, medio, medio alto y alto de calidad institucional. *Dj_{it}* es una variable *dummy* que interactúa con los *TOT*, tal que *Dj_{it}* es igual a la unidad cuando *i* pertenece al grupo *j* (*b*, *m*, *ma* ó *a*) y es igual a cero en el resto de los casos. *Infl*, *ac*, *rd* representan la tasa de inflación, el grado de apertura de la economía, la tasa de dependencia y el ratio de profundidad financiera, respectivamente.

Se espera que la respuesta diferencial de FDI con relación a un shock en TOT es menor para los grupos de menores niveles de calidad institucional ($\gamma_b < \gamma_m < \gamma_{ma} < \gamma_a$). En otras palabras, los países pertenecientes al grupo con los menores valores para el índice de calidad institucional (índice IQ) tienden a recibir menos capital que aquellos pertenecientes al grupo de mayor calidad institucional.

Tabla 2
Determinantes de la FDI
Datos de Panel (Efectos fijos)

Variable	Coeficiente	Desviación S.	Z-value	Pr(> z)
<i>Tot</i>	10,26	2,82	3,64	0,0002776***
<i>gdppc</i>	0,13	0,01	19,10	< 2,2e-16***
<i>Infl</i>	0,41	1,06	0,39	0,698
<i>Ac</i>	2,46	1,03	2,40	0,0165827*
<i>Rd</i>	4,44	4,14	1,07	0,283
<i>Db</i>	-10,04	2,97	-3,38	0,0007287***
<i>Dm</i>	-10,12	3,22	-3,14	0,0016636**
<i>Djma</i>	-4,63	3,55	-1,30	0,192

Nota: Código de significación: "****" 0.001, "***" 0.01, "**" 0.05, "." 0.1, " " 1. Total Sum of Squares: 6.889e+09. Residual Sum of Squares: 3803700000. Multiple R-squared: 0.44786.

Fuente: Elaboración Propia.

Se observa que el coeficiente de la variable *dummy* asociada a los países de calidad institucional más baja es negativo y significativamente diferente de cero, tal como se espera. En este caso el efecto total de los TOT sobre la FDI es igual a $\beta_1 + \gamma_b = 10,26 - 10,04 = 0,22$. En otras palabras, en países de muy baja calidad institucional, el efecto de los TOT resulta muy pequeño. Para el grupo de países con niveles del índice de IQ medio-altos, el efecto de los TOT es mayor: $\beta_1 + \gamma_{ma} = 10,26 - 4,63 = 5,63$. Este efecto, aunque

positivo es menor a la respuesta de los flujos de entrada de FDI para el caso de los países con calidad institucional más elevada ($\beta_1=10,26$).

Con relación al resto de las variables de control, se aprecia que la variable apertura comercial tiene el signo positivo esperado, siendo su valor significativamente diferente de cero. El resto de las variables no resultan significativamente diferentes de cero.

4. Conclusiones

En este trabajo se analizan los determinantes de los flujos de entrada de inversión externa directa (FDI). Desde el punto de vista conceptual, la investigación se centra en el análisis de la denominada Paradoja de Lucas (1990). Se apunta a un aspecto en particular del problema, estudiando cuál es el efecto de los términos de intercambio sobre los flujos de entrada de FDI para un grupo de 113 economías del mundo para el período 2000-2015. Este trabajo supone la revisión de uno anterior (Barone, Descalzi y Navarrete; 2016), utilizando una base de datos más amplia y variaciones en la estrategia de estimación.

Sobre la base de Alfaro (2009) y Siddiqui & Ahmed (2013) se supone que las oportunidades de inversión generadas por mejoras en los términos del intercambio afectan de manera selectiva a aquellos países con niveles más elevados de calidad institucional. Aplicando técnicas de regresión datos de paneles con efectos fijos se aprecia que en los países con niveles más elevados de calidad institucional los términos de intercambio afectan positivamente a la FDI, mientras que en aquellos con mayor deterioro en sus instituciones los efectos de mejoras en los TOT prácticamente nulo.

5. Referencias

Agénor, P. R., & Aizenman, J. (2004). Savings and the terms of trade under borrowing constraints. *Journal of International Economics*, 63(2), 321-340.

Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S., & Volosovych, V. (2008). Why doesn't capital flow from rich to poor countries? An empirical investigation. *The Review of Economics and Statistics*, 90(2), 347-368.

Barone, S., & Descalzi, R. (2010). Credit constraints and the asymmetric current account response to terms-of-trade shocks: an empirical application to Latin American countries. *Asociación Argentina de Economía Política*.

Barone, S., & Descalzi, R. (2012). Endogenous risk premium and terms of trade shocks: evidence for developing countries. *Revista de Economía*, 19(2), 7.

Barone, S., & Descalzi, R. (2013). Capital Flows to developing countries and terms-of-trade shocks. *Asociación Argentina de Economía Política*, XLVIII (Reunión Anual).

Barone S., Descalzi R. & Navarrete J. (2016). Capital Flows, Institutional Quality and Terms of Trade. L Reunión Anual. 16 al 18 de Noviembre de 2016. Facultad de Ciencias Económicas Universidad Nacional de Tucumán.

Buchanan, B. G., Le, Q. V., & Rishi, M. (2012). Foreign direct investment and institutional quality: Some empirical evidence. *International Review of Financial Analysis*, 21, 81-89.

Doyle, E., & Martínez-Zarzoso, I. (2011) The Productivity, Trade, & Institutional Quality Nexus: A Panel Analysis. *Southern Economic Journal*, Southern Economic Association, vol. 77(3), pages 726-752, January.

Gertler, M., & Rogoff, K. (1990). North-South lending and endogenous domestic capital market inefficiencies. *Journal of monetary Economics*, 26(2), 245-266.

Lucas, R. E. (1990). Why doesn't capital flow from rich to poor countries?. *The American Economic Review*, 80(2), 92-96.

Obstfeld, M., & Rogoff, K. S. (1996). *Foundations of international macroeconomics* (Vol. 30). Cambridge, MA: MIT press.

Rodrik, D., 2000. Institutions for high-quality growth: what they are and how to acquire them. NBER working paper no. 7540. National Bureau of Economic Research, MA.

Siddiqui, D. A., & Ahmed, Q. M. (2013). The effect of institutions on economic growth: A global analysis based on GMM dynamic panel estimation. *Structural Change and Economic Dynamics*, 24, 18-33.

6. Apéndice estadístico

Las series utilizadas en el presente trabajo se obtuvieron del WDI (Banco Mundial), UNCTAD y las series de calidad institucional corresponden al WGI (Banco Mundial). El período de estudio corresponde a los años 2000 a 2015.

Países: 126

Período: 2000 - 2015

NO Incluye la variable Profundización financiera *m2gdp*.

Incluye sólo la variable *iq* correspondiente a Rule of Law.

country	code1	country	code1	country	code1
Algeria	DZA	Greece	GRC	Pakistan	PAK
Angola	AGO	Grenada	GRD	Panama	PAN
Antigua and Barbuda	ATG	Guatemala	GTM	Paraguay	PRY
Argentina	ARG	Guinea	GIN	Peru	PER
Australia	AUS	Guyana	GUY	Philippines	PHL
Austria	AUT	Haiti	HTI	Poland	POL
Bahamas	BHS	Honduras	HND	Portugal	PRT
Bahrain	BHR	Hong Kong	HKG	Romania	ROU
Bangladesh	BGD	Hungary	HUN	Rwanda	RWA
Belize	BLZ	Iceland	ISL	Samoa	WSM
Benin	BEN	India	IND	Saudi Arabia	SAU
Bolivia	BOL	Ireland	IRL	Senegal	SEN
Botswana	BWA	Italy	ITA	Sierra Leone	SLE
Brazil	BRA	Jamaica	JAM	Singapore	SGP
Brunei Darussalam	BRN	Japan	JPN	Solomon Islands	SLB
Bulgaria	BGR	Jordan	JOR	South Africa	ZAF
Burkina Faso	BFA	Kenya	KEN	Spain	ESP
Cabo Verde	CPV	Kiribati	KIR	Sri Lanka	LKA
Cameroon	CMR	Korea, Rep.	KOR	St. Lucia	LCA
Canada	CAN	Kuwait	KWT	St. Vincent and the Grenadines	VCT
Central African Republic	CAF	Lao PDR	LAO	Suriname	SUR
Chad	TCD	Lebanon	LBN	Swaziland	SWZ
Chile	CHL	Macao	MAC	Sweden	SWE
China	CHN	Madagascar	MDG	Switzerland	CHE
Colombia	COL	Malawi	MWI	Tanzania	TZA
Comoros	COM	Malaysia	MYS	Thailand	THA
Congo	COG	Mali	MLI	Togo	TGO
Costa Rica	CRI	Malta	MLT	Tonga	TON
Cote d'Ivoire	CIV	Mauritius	MUS	Trinidad and Tobago	TTO
Cyprus	CYP	Mexico	MEX	Tunisia	TUN
Denmark	DNK	Morocco	MAR	Turkey	TUR
Dominican Republic	DOM	Mozambique	MOZ	Uganda	UGA
Ecuador	ECU	Myanmar	MMR	United Arab Emirates	ARE
Egypt	EGY	Namibia	NAM	United Kingdom	GBR
Fiji	FJI	Netherlands	NLD	United States	USA
Finland	FIN	New Zealand	NZL	Uruguay	URY
France	FRA	Nicaragua	NIC	Vanuatu	VUT
Gabon	GAB	Niger	NER	Vietnam	VNM
Gambia	GMB	Nigeria	NGA	Yemen	YEM
Germany	DEU	Norway	NOR	Zambia	ZMB
Ghana	GHA	Oman	OMN	Zimbabwe	ZWE