

# Estudios sobre financierización en América Latina

MARTÍN ABELES  
ESTEBAN PÉREZ CALDENTEY  
SEBASTIÁN VALDECANTOS

*Editores*

Desarrollo Económico



NACIONES UNIDAS

CEPAL



POR UN DESARROLLO  
SOSTENIBLE CON IGUALDAD

# Gracias por su interés en esta publicación de la CEPAL



Si desea recibir información oportuna sobre nuestros productos editoriales y actividades, le invitamos a registrarse. Podrá definir sus áreas de interés y acceder a nuestros productos en otros formatos.



NACIONES UNIDAS



[www.cepal.org/es/suscripciones](http://www.cepal.org/es/suscripciones)

# Estudios sobre financierización en América Latina

Martín Abeles  
Esteban Pérez Caldentey  
Sebastián Valdecantos  
Editores



Libros de la CEPAL

152

**Alicia Bárcena**

Secretaria Ejecutiva

**Mario Cimoli**

Secretario Ejecutivo Adjunto Interino

**Raúl García-Buchaca**

Secretario Ejecutivo Adjunto  
para Administración y Análisis de Programas

**Martín Abeles**

Director de la oficina de la CEPAL en Buenos Aires

**Esteban Pérez Caldentey**

Coordinador de la Unidad de Financiamiento para el Desarrollo

**Ricardo Pérez**

Director de la División de Publicaciones y Servicios Web

La elaboración de este libro fue coordinada por Martín Abeles, Director de la oficina de la CEPAL en Buenos Aires, Esteban Pérez Caldentey, Coordinador de la Unidad de Financiamiento para el Desarrollo de la CEPAL, y Sebastián Valdecantos, Consultor de la CEPAL. Colaboraron en su preparación los siguientes funcionarios de la oficina de la CEPAL en Buenos Aires: Lorena Cobe, Auxiliar del Director, Facundo Grimberg Sosa, Auxiliar de Investigación, y Mercedes Acuña, Auxiliar de Gestión de la Información.

Las opiniones expresadas en este documento son de exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Organización.

Diseño de portada: Marcela Veas

Publicación de las Naciones Unidas

ISBN: 978-92-1-121981-4 (versión impresa)

ISBN: 978-92-1-058619-1 (versión pdf)

ISBN: 978-92-1-358079-0 (versión ePub)

Número de venta: S.18.II.G.8

LC/PUB.2018/3-P

Distr.: General

Copyright © Naciones Unidas, 2018

Todos los derechos reservados

Impreso en Naciones Unidas, Santiago

S.17-00173

Esta publicación debe citarse como: Martín Abeles, Esteban Pérez Caldentey y Sebastián Valdecantos (editores), *Estudios sobre financierización en América Latina*, Libros de la CEPAL, N° 152 (LC/PUB.2018/3-P), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 2018.

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse a la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), División de Publicaciones y Servicios Web, publicaciones@cepal.org. Los Estados Miembros de las Naciones Unidas y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Solo se les solicita que mencionen la fuente e informen a la CEPAL de tal reproducción.

# Índice

Prólogo.....	13
Introducción	
<i>Martín Abeles, Esteban Pérez Caldentey, Sebastián Valdecantos</i> .....	15
Capítulo I	
Financierización en América Latina: implicancias de la integración financiera subordinada	
<i>Annina Kaltenbrunner, Juan Pablo Paineira</i> .....	33
Introducción .....	33
A. Financierización y dinero mundial: la naturaleza jerárquica del sistema monetario internacional.....	36
B. De la integración financiera subordinada a la financierización interna.....	44
1. Acumulación de reservas y financierización de los bancos y los hogares .....	48
2. Vulnerabilidad externa y financierización de las corporaciones no financieras .....	55
C. Conclusiones .....	60
Bibliografía.....	61
Capítulo II	
¿Existe un régimen de acumulación financierizado en América Latina? Un análisis desde la escuela de la regulación	
<i>Egidio Luis Miotti</i> .....	69
Introducción .....	69
A. El círculo virtuoso de crecimiento de la posguerra, el Fordismo.....	70
B. La crisis estructural del régimen de acumulación fordista .....	74

C.	El renacimiento de las finanzas internacionales y el proceso de globalización.....	75
D.	El crecimiento inestable bajo la regulación de las finanzas.....	77
E.	Las condiciones de estabilidad dinámica del régimen financierizado y su potencial generalización.....	82
F.	¿Y América Latina? ¿Convergencia o hibridación parcial?.....	86
G.	Conclusión.....	92
	Bibliografía.....	93
Capítulo III		
Efectos de la financierización en el cambio tecnológico en América Latina		
	<i>Pablo Ignacio Chena, Maria Emilia Buccella, Carolina Bosnic</i> .....	95
	Introducción.....	95
A.	Sobre el concepto de financierización.....	96
B.	Efectos económicos tradicionales.....	100
	1. El canal de la estabilidad-inestabilidad financiera.....	100
	2. El canal del consumo.....	100
	3. El canal distributivo.....	101
	4. El canal de la inversión.....	102
C.	Los efectos de la financierización en el cambio tecnológico.....	105
	1. La innovación y el crédito.....	108
	2. Del crédito a la financierización: ¿riesgo o incertidumbre?.....	110
	3. La relación entre el criterio del valor financiero y la innovación.....	112
D.	Evidencia empírica de los efectos de la financierización en la innovación.....	114
	1. El caso de América Latina.....	116
E.	Sobre la financierización y el cambio tecnológico en América Latina.....	118
	1. Las cadenas globales de valor y el cambio tecnológico en América Latina.....	121
	2. La importancia del Estado en la innovación.....	122
F.	Reflexiones finales.....	124
	Bibliografía.....	126
	Anexo III.A1.....	135
	Anexo III.A2.....	136
	Anexo III.A3.....	137
	Anexo III.A4.....	138
Capítulo IV		
Impacto de la política de flexibilización cuantitativa en la liquidez mundial y la estabilidad financiera		
	<i>Esteban Pérez Caldentey</i> .....	141
	Introducción.....	141
A.	La política de flexibilización cuantitativa: una visión de conjunto.....	143

B.	La disociación entre la base y la oferta monetaria y entre los depósitos y los préstamos bancarios .....	148
C.	La política de flexibilización cuantitativa y el efecto de reequilibrio de cartera .....	152
D.	La creciente importancia del mercado internacional de bonos .....	156
E.	Los cambios en el contexto financiero mundial y el potencial de inestabilidad financiera .....	161
F.	Conclusión.....	167
	Bibliografía.....	168

## Capítulo V

### Las finanzas, el comercio y la distribución del ingreso en las cadenas globales de valor: implicancias para las economías en desarrollo y América Latina

<i>Carlos Aguiar de Medeiros, Nicholas Trebat</i> .....	171
Introducción .....	171
A. Fuentes de renta: las antiguas y las nuevas.....	172
B. La globalización y el control empresarial de las rentas económicas .....	174
C. Del control estatal a la apropiación privada de las rentas.....	179
D. Ingresos, división del trabajo y erosión del valor agregado en las cadenas globales de valor .....	180
E. El papel de América Latina en las cadenas globales de valor.....	193
F. Conclusiones .....	199
Bibliografía.....	201

## Capítulo VI

### Patrones financieros y de inversión en América Latina desde la perspectiva del comportamiento empresarial

<i>Edgardo Torija Zane, Ricardo Gottschalk</i> .....	205
Introducción .....	205
A. Comportamiento empresarial: el auge de la creación de valor para el accionista y la globalización financiera .....	206
B. El auge de los mercados: reformas institucionales en América Latina desde comienzos de la década de 1980.....	210
C. El comportamiento de las corporaciones no financieras en América Latina: un análisis empírico .....	214
1. Inversión en capital fijo.....	214
2. Distribución de dividendos.....	216
3. Activos financieros .....	217
4. Apalancamiento.....	220
D. Conclusiones .....	221
Bibliografía.....	223

## Capítulo VII

### El papel de la financierización en la dinámica de los precios de los productos básicos

<i>Jorge Carrera</i> .....	227
Introducción .....	227
A. Una visión de largo plazo sobre la dinámica de los productos básicos.....	229
B. Determinantes del precio de los productos básicos .....	232
1. Determinantes estructurales: factores de oferta y demanda .....	232
2. Determinantes financieros.....	237
C. Recomendaciones de política .....	258
D. Conclusiones .....	261
Bibliografía.....	264

## Capítulo VIII

### La inversión extranjera directa en América Latina: algunas implicancias macrofinancieras

<i>Martín Abeles, Facundo Grimberg, Sebastián Valdecantos</i> .....	271
Introducción .....	271
A. Las implicancias macrofinancieras de la inversión extranjera directa: una primera aproximación.....	273
1. Algunas presunciones acerca de la inversión extranjera directa .....	275
B. Las implicancias de la inversión extranjera directa a la luz de los datos de las empresas .....	280
1. Algunos estudios de caso .....	287
2. El nexo entre finanzas e inversión extranjera directa en América Latina a la luz de las tendencias mundiales ....	289
C. Conclusiones .....	291
Bibliografía.....	292

## Capítulo IX

### Flujos de capital y endeudamiento externo: algunas reflexiones para América Latina

<i>Pablo G. Bortz</i> .....	295
Introducción .....	295
A. Entradas masivas de capital y sus efectos .....	296
1. Identificación de episodios de entradas masivas.....	297
2. Efectos financieros de las entradas masivas .....	298
3. Efectos productivos y distributivos de las entradas masivas .....	299
4. Algunas consideraciones sobre los efectos fiscales.....	302
B. Flujos de capital y endeudamiento externo privado .....	303
C. El papel y el espacio de las políticas públicas.....	306
1. Deuda externa en moneda nacional o extranjera.....	306
2. Acumulación de reservas: ¿problema o solución?.....	308



3. ¿Qué función cumplen los controles de capital?.....	309
4. La tasa de interés .....	310
D. Esquema integrado de políticas .....	311
Bibliografía.....	314
Anexo IX.A1 .....	321

## Capítulo X

### Regulación de la cuenta de capital en un mundo financieramente complejo: la experiencia reciente de América Latina

<i>Diego Bastourre, Nicolás Hernán Zeolla</i> .....	323
Introducción .....	323
A. Integración financiera y desregulación de los flujos de capital .....	324
1. La literatura tradicional: integración financiera y crecimiento .....	324
2. La literatura crítica tradicional: independencia monetaria, vulnerabilidad externa y ciclos de inestabilidad financiera global .....	326
3. La literatura reciente: ¿hacia una nueva regulación de la cuenta de capital?.....	329
B. Ciclo financiero y regulación de la cuenta de capital en América Latina, 1996-2013.....	337
1. Indicadores de integración financiera .....	337
2. Dinámica de los flujos de capital y controles en América Latina en las últimas dos décadas .....	341
C. Conclusiones .....	349
Bibliografía.....	351
Publicaciones recientes de la CEPAL.....	357

## Cuadros

II.1 Comparación de los regímenes de crecimiento .....	82
II.2 Las consecuencias de la financierización: menos restricciones a corto plazo, pero con crisis más profundas .....	87
II.3 El endeudamiento de las empresas y las familias, 2014-2015 .....	89
III.1 Modelo de corrección del error con $g_{it}$ como variable dependiente.....	117
III.A1.1 Descripción de las variables y fuentes utilizadas .....	135
III.A2.1 Prueba de raíz unitaria —prueba de Dickey-Fuller aumentada....	136
III.A3.1 Análisis de rezagos.....	137
III.A3.2 Análisis de rezagos alternativos.....	137
III.A3.3 Análisis de normalidad de los residuos.....	137
III.A4.1 Argentina: prueba de rango de cointegración sin restricciones (traza) .....	138
III.A4.2 Argentina: prueba de rango de cointegración sin restricciones (autovalor máximo).....	138
III.A4.3 Brasil: prueba de rango de cointegración sin restricciones (traza) .....	138

III.A4.4	Brasil: prueba de rango de cointegración sin restricciones (autovalor máximo) .....	138
III.A4.5	México: prueba de rango de cointegración sin restricciones (traza).....	139
III.A4.6	México: prueba de rango de cointegración sin restricciones (autovalor máximo) .....	139
III.A4.7	Colombia: prueba de rango de cointegración sin restricciones (traza).....	139
III.A4.8	Colombia: prueba de rango de cointegración sin restricciones (autovalor máximo) .....	139
IV.1	Títulos del Tesoro de los Estados Unidos, 2007-2016 .....	146
IV.2	Estados Unidos: comparación entre los depósitos totales de las instituciones privadas de depósitos y los depósitos de los principales comerciantes de títulos del Tesoro, 2008-2015.....	148
IV.3	Participación promedio en la emisión de deuda, por región en desarrollo y sector, 2000-2014 .....	160
IV.4	América Latina, Europa y Asia: medianas de las tasas de retorno sobre los activos, el patrimonio y el apalancamiento de los bancos, clasificados por activos totales para el año 2015 .....	163
V.1	Valor agregado externo de las exportaciones brutas, 1995, 2005 y 2011 .....	184
V.2	Coficiente de eslabonamientos progresivos y regresivos, 2011.....	185
VI.1	América Latina (6 países): tamaño del sistema financiero .....	212
VI.2	América Latina (6 países): cantidad de empresas no financieras cotizantes en años seleccionados.....	214
VI.3	América Latina (6 países): relación entre gastos de capital e ingresos netos en las corporaciones no financieras .....	216
VI.4	América Latina (6 países): dividendos en efectivo pagados con respecto a ingresos netos en las corporaciones no financieras, 1995-2015.....	217
VII.1	Estimación de determinantes del precio de los productos básicos —modelo de mínimos cuadrados ordinarios dinámicos (MCO).....	252
VII.2	Estimaciones de largo plazo: modelo de vectores de corrección de errores (VEC).....	257
IX.A1.1	Lista de episodios de entradas masivas de capitales consideradas en el gráfico IX.2 .....	321
X.1	Beneficios directos e indirectos de la integración financiera.....	326
X.2	Aspectos positivos de la regulación de capitales.....	327
X.3	Medidas de gestión de flujos de capital .....	330
X.4	Principales determinantes de los flujos de capital (factores de expulsión frente a factores de atracción) .....	336

**Gráficos**

I.1	Brasil: flujos netos de capital a corto plazo y balanza por cuenta corriente.....	45
I.2	Chile, Colombia y México: flujos netos de capital a corto plazo.....	45
I.3	Brasil: reservas de divisas y operaciones de esterilización monetaria (pactos de recompra o repos).....	48
I.4	Brasil: principales activos del sistema bancario.....	50
I.5	Brasil: tipos de depósitos bancarios.....	51
I.6	Brasil: principales ítems de asignación de crédito en el sistema financiero.....	53
I.7	El real brasileño y el índice VIX.....	56
I.8	América Latina (países seleccionados): tipos de cambio.....	57
II.1	Francia: evolución de la productividad y los salarios reales.....	71
II.2	Estados Unidos: evolución de la productividad y los salarios reales.....	72
II.3	Indicadores de evolución de las reformas financieras: el camino a la globalización financiera.....	77
II.4	Estados Unidos: endeudamiento de las familias, 1947-2014.....	79
II.5	Estados Unidos: la remuneración de los dirigentes como incitación en la nueva gobernanza.....	80
II.6	Estados Unidos: relación entre la remuneración de los dirigentes y el ingreso promedio de los asalariados.....	81
II.7	Países con crisis bancarias, 1900-2008.....	83
II.8	Países con crisis de endeudamiento, 1900-2014.....	84
II.9	La volatilidad del índice S&P 500 y el crecimiento de América Latina.....	88
II.10	Finanzas y acceso al sistema bancario: análisis factorial en componentes principales, 2014-2015.....	91
IV.1	Reserva Federal de los Estados Unidos: reservas bancarias, junio de 2008 a abril de 2016.....	145
IV.2	Estados Unidos: multiplicadores monetarios (M1 y M2), enero de 2006 a diciembre de 2016, datos mensuales.....	149
IV.3	Estados Unidos: depósitos totales y préstamos de instituciones privadas de depósitos, 2005-2016.....	150
IV.4	Estados Unidos: índices de retorno de los bonos corporativos, de materias primas, de la bolsa y de los Bonos del Tesoro, enero de 2008 a enero de 2016.....	154
IV.5	Estados Unidos y Europa: apalancamiento promedio de los bancos globales, 2000, 2007 y 2015.....	155
IV.6	Estados Unidos, zona del euro y Japón: tasa de variación de los préstamos bancarios, 2001-2015.....	156
IV.7	Estados Unidos, zona del euro y Japón: crédito a los no residentes, crédito bancario, títulos de deuda y crédito a los mercados emergentes, marzo de 2000 a septiembre de 2015, datos trimestrales.....	157

IV.8	Estados Unidos, zona del euro y Japón: participación de los títulos de deuda en el total del crédito a los no residentes, marzo de 2000 a diciembre de 2015, datos trimestrales .....	157
IV.9	Asia y el Pacífico y América Latina y el Caribe: acervo de emisiones de deuda en los mercados internacionales, diciembre de 2000 a junio de 2015 .....	159
IV.10	Asia y el Pacífico y América Latina y el Caribe: acervo de emisiones internacionales de deuda, diciembre de 2000 a junio de 2015 .....	161
V.1	Países desarrollados y en desarrollo: ganancias relativas en cadenas globales de valor .....	186
V.2	América Latina: tasas de participación en las cadenas globales de valor .....	194
VI.1	América Latina (6 países): relación entre inversión y capital físico en las corporaciones no financieras, 1995-2015 .....	215
VI.2	América Latina (6 países): proporción de empresas no financieras cotizantes que repartieron dividendos, 1995-2015 .....	216
VI.3	América Latina (6 países): activos financieros de las corporaciones no financieras, 1995-2015 .....	218
VI.4	América Latina (6 países): relación entre la deuda y las ventas en las corporaciones no financieras, 1995-2015 .....	220
VI.5	América Latina (6 países): relación entre la deuda y el patrimonio común en las corporaciones no financieras, 1995-2015 .....	221
VII.1	Índices de precios nominales de productos básicos, 2000-2016 .....	229
VII.2	Evolución histórica de precios reales de productos básicos, 1960-2016 .....	231
VII.3	Precios de los fertilizantes, del petróleo y de los productos básicos, 1995-2016 .....	235
VII.4	Estados Unidos: producción de biocombustibles, 2000-2015 .....	236
VII.5	Factores comunes para los precios de los principales productos básicos y para los diferenciales soberanos de países exportadores netos de productos básicos, 1991-2010 .....	256
VIII.1	Economías emergentes (promedio regional): ingreso neto de inversión extranjera directa (IED), 1980-1989 y 2005-2014 .....	272
VIII.2	Economías emergentes (promedio regional): remisión de utilidades y dividendos, 1980-1989 y 2005-2014 .....	272
VIII.3	Economías emergentes: salida neta de inversiones de cartera y otras inversiones, salida neta de inversión extranjera directa (IED) y entrada de inversión extranjera directa (IED) en los últimos 5 años, 1990-2014 .....	277
VIII.4	Caracterización de los ingresos de inversión extranjera directa (IED) .....	284
VIII.5	Distribución temporal de los ingresos de inversión extranjera directa (IED), 2002-2015 .....	284
VIII.6	Caracterización de las salidas de inversión extranjera directa (IED) .....	285

VIII.7	Grado de liquidez de activos financieros en relación con activos fijos .....	286
VIII.8	Variaciones en los balances de cuatro sedes locales de empresas multinacionales representativas, 2002-2015.....	288
IX.1	América Latina y el Caribe: pasivos externos e inversión bruta fija, 1992-2015.....	299
IX.2	Ingresos de capital y cambio sectorial .....	301
IX.3	América Latina: flujos financieros, 1990-2015.....	303
IX.4	América Latina y el Caribe y países seleccionados: deuda externa privada, 1975-2013.....	305
X.1	América Latina (8 países): indicadores de integración financiera <i>de iure</i> , 1960-2012 .....	340
X.2	Indicadores de integración financiera <i>de iure</i> (CCM), 1995-2013.....	340
X.3	América Latina (8 países): flujos financieros desde el exterior, 1995-2013 .....	341
X.4	América Latina (8 países): flujos financieros hacia el exterior, 1995-2013 .....	343
X.5	Evolución del índice de medidas de control de capitales (CCM) .....	344
X.6	América Latina (8 países): evolución de los controles de capital según el índice de medidas de control de capitales (CCM) por tipo de flujo.....	346
X.7	América Latina (8 países): perfil regulatorio por categoría de flujo y tipo de mercado.....	347

## Diagramas

I.1	De la acumulación de reservas a la financierización de los bancos y los hogares .....	54
II.1	Funcionamiento del régimen de acumulación fordista durante los 30 años gloriosos.....	73
II.2	Relación entre el capital y el trabajo.....	75
II.3	Funcionamiento del régimen de acumulación financierizado, 1985-2008.....	78
II.4	El compromiso entre el capital productivo y el capital financiero desde los años noventa.....	80
VII.1	Canales de transmisión de los choques en el sistema financiero mundial sobre las economías emergentes exportadoras de bienes primarios .....	255
VIII.1	Flujos de inversión extranjera directa (IED): aplicaciones posibles .....	281



## Prólogo

El carácter de la crisis desatada en 2008 dio lugar a una gran variedad de estudios sobre la financierización y sus diversos impactos. Si bien este concepto había aparecido hacia fines del siglo XX, es en los últimos años de ese siglo que la literatura referida al tema alcanza su etapa más productiva. Sin embargo, la mayoría de los trabajos dedicados a este fenómeno están enfocados en los países desarrollados; los dedicados a los países en desarrollo en general, y a América Latina en particular, han sido más esporádicos y menos sistemáticos.

Si bien la financierización constituye un fenómeno global, su dinámica y manifestaciones adoptan formas específicas en los países de la región. Con esta perspectiva, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) ha comenzado a abordar el tema con mayor insistencia a partir de una serie de interrogantes: ¿bajo qué formas específicas se manifiesta la financierización en nuestros países?, ¿de qué manera influye el tipo de inserción externa de la región y el grado de extranjerización de sus economías en la exposición a los ciclos financieros globales?, ¿es la financierización un obstáculo o un puente en el proceso de cambio estructural progresivo al que aspiramos para América Latina y el Caribe?, ¿cuál es la mejor forma de abordar la problemática de la financierización desde el punto de vista de la política económica?

Estas y otras interrogantes fueron planteadas y debatidas en el tercer seminario-taller Estructura Productiva, Instituciones y Dinámica Macroeconómica en América Latina, realizado en la oficina de la CEPAL en Buenos Aires, los días 1 y 2 de septiembre de 2016, con la participación de expertos regionales en diferentes áreas del análisis macroeconómico. En este libro se plasman los aportes y debates que surgieron en aquellas jornadas y se incluyen distintas contribuciones sobre el tema elaboradas por la CEPAL a partir de la década de 1980.

Partiendo del concepto de “financierización periférica”, en los trabajos que componen este volumen se analiza la modalidad específica que adopta la financierización en los países de América Latina y el Caribe, a partir de la identificación de sus actores más relevantes y los procesos económicos que surgen de sus múltiples interacciones. De este modo, se procura estimular un debate más amplio sobre el desarrollo de la región en un escenario global en que la dinámica económica parece estar sobredeterminada por las finanzas.

En su ensayo sobre *Retóricas de la intransigencia*<sup>1</sup>, Albert Hirschman (1991) reconstruye críticamente ciertas constantes en la argumentación de los sectores reaccionarios frente a determinadas transformaciones progresistas a lo largo de la historia moderna e identifica tres tesis recurrentes: i) la tesis de la perversidad (o del efecto perverso), ii) la tesis de la futilidad y iii) la tesis del riesgo. Según la tesis de la perversidad, en palabras de Hirschman, “toda acción deliberada para mejorar algún rasgo del orden político, social o económico solo sirve para exacerbar la condición que se desea remediar”; en la tesis de la futilidad se sostiene que “las tentativas de transformación social serán inválidas”, es decir, no tendrán ningún efecto o no tendrán el efecto buscado; según la tesis del riesgo “el costo del cambio o reforma propuesto es demasiado alto” en tanto se supone que dicho cambio hace peligrar algún logro previo (la idea de que es peor el remedio que la enfermedad).

Frente al desafío que supone contener, morigerar o revertir los efectos regresivos del proceso de financierización, bajo cuya preeminencia han tendido a desmantelarse los regímenes de bienestar en los países centrales o, como se describe en varios de los capítulos de este libro, a debilitarse la mera posibilidad de una planificación democrática en los países en desarrollo, no es difícil imaginar cómo estas tesis pueden ser utilizadas para rebatir cualquier intento de nueva regulación pública de las actividades financieras. Desde la CEPAL, conscientes de la amplia difusión de esas “retóricas de la intransigencia”, aspiramos a estimular una mayor capacidad de control democrático del devenir macroeconómico, lo que no puede sino comenzar por una discusión más profunda sobre la dinámica y los efectos de la financierización.

**Alicia Bárcena**  
Secretaria Ejecutiva  
Comisión Económica para  
América Latina y el Caribe (CEPAL)

---

<sup>1</sup> A. Hirschman, *Retóricas de la intransigencia*, Ciudad de México, Fondo de Cultura Económica, 1991.



# Introducción

*Martín Abeles  
Esteban Pérez Caldentey  
Sebastián Valdecantos*

“Después de la crisis, los profesionales de la explicación de todos los rincones del mapa, se rasgaban las vestiduras y alegaban que la economía era “demasiado compleja” para poder entenderla. Mejor tratar a la Gran Recesión como un acto divino y, sencillamente, seguir adelante. Esta es una debilidad cultural que precede a la crisis, pero que ha sido increíblemente eficaz en inmovilizar las respuestas a la debacle.”

Philip Mirowski (2013)

La influencia cada vez mayor de la lógica de las finanzas en la economía mundial y el progresivo desacople entre el sector real y financiero son dos de los rasgos distintivos del desarrollo capitalista desde mediados de la década de 1970. El análisis de este fenómeno, conocido como financierización, cobró relevancia en la década de 1980 a raíz de la sucesión de crisis financieras que se desataron en distintos países en desarrollo, desde Asia hasta América Latina. Luego de la crisis internacional de 2008, el tema fue objeto de un renovado interés. Sin embargo, debido a que esa crisis tuvo su origen en Wall Street, epicentro de las finanzas globales, la mayoría de los estudios realizados tendieron a focalizarse en las economías desarrolladas<sup>1</sup>. Sin perder de vista el alcance global del fenómeno, en los trabajos reunidos en este libro

---

<sup>1</sup> Existen excepciones que vale la pena señalar, como Becker y otros (2010), Bonizzi (2013), Demir (2009), Rodrigues, Santos y Teles (2016) y Guevara (2017).

se analizan los efectos y la lógica de la financierización en las economías en desarrollo, la llamada financierización periférica, en particular en los países de América Latina.

A pesar de su creciente utilización, o quizás debido a ello, el concepto de financierización carece de una definición única en la literatura<sup>2</sup>. Epstein (2015) y Krippner (2012) agrupan los diferentes intentos de definir la financierización en cuatro grandes líneas, que se concentran, respectivamente, en: i) la ascendencia de una forma de gobernanza corporativa enfocada en la valorización de las acciones de las empresas (Froud y otros, 2006; Aglietta y Bretton, 2001; Plihon, 2009), de la cual deriva la tendencia al cortoplacismo en la toma de decisiones de inversión (Lazonick y O'Sullivan, 2000); ii) el creciente poder político y económico de la clase rentista y el capital financiero (Crotty, 1990; Chesnais, 1996; Duménil y Lévy, 2004; Palma, 2009; Pollin, 2007); iii) un cambio en la lógica de valorización del capital, que revela el surgimiento de un patrón de acumulación en el que las ganancias se obtienen principalmente a través de canales financieros (Krippner, 2005), y iv) el auge de la comercialización financiera (*trading*), que se refleja en el surgimiento de una infinidad de nuevos productos financieros, incluidos los derivados de las cotizaciones de las materias primas.

En cada una de estas líneas de trabajo intervienen autores de distinta extracción teórica. Aunque desde diferentes perspectivas analíticas, todos ellos coinciden en que el fenómeno se caracteriza por la primacía de la lógica financiera sobre la economía real. De manera muy estilizada, podría decirse que aquellos de procedencia keynesiana tienden a poner el énfasis en las raíces político-institucionales del fenómeno (la “superestructura”), mientras que los de filiación marxista lo hacen en las tensiones o limitaciones propias del proceso de acumulación (la “estructura”). En este segundo grupo se encuentran la escuela francesa de la regulación y su semejante norteamericana, la escuela de la estructura social de acumulación, dos programas de investigación que hacen hincapié en el papel de las instituciones como ámbito en el que se procesan o regulan los conflictos estructurales del capitalismo. Como se describe más adelante, los autores de la corriente principal o neoclásica también analizan el ascenso de las finanzas en las últimas décadas, aunque no utilizan el término financierización.

Al margen de estas diferencias, desde las distintas visiones se reconoce un punto de inflexión o desacople entre las actividades financieras y la economía real y, en ese marco, el surgimiento de sistemas financieros complejos, interconectados y frágiles como los que se conocen en la actualidad. El fenómeno, que se origina en la década de 1970, comienza a advertirse con mayor intensidad en la de 1980 y se despliega de manera prácticamente irrefrenable a partir de la de 1990. En ese momento cambió

<sup>2</sup> Lee y otros (2009) señalan 17 definiciones distintas.

radicalmente la forma de operar de las entidades financieras, que al pasar de “originar para retener” (*originate and retain*) a “originar para distribuir” (*originate to distribute*) dieron lugar a un extendido proceso de titulización (*securitization*) y al surgimiento de los distintos mercados de instrumentos financieros derivados<sup>3</sup>. En consecuencia, mientras en 1980 el acervo de activos financieros, incluidos los contratos derivados, apenas superaba el nivel del PIB mundial (era un 29% mayor), en 1990 casi lo triplicaba (un 291%, incluidos los derivados) y desde 2007 lo decuplica con creces. Esta formidable expansión de las finanzas se refleja en la tasa de crecimiento del sector financiero, que ha sido muy superior a la del resto de la economía. La evidencia disponible (sobre la base de las cuentas nacionales) muestra que, en el período 1980-2007, el sector financiero creció a una tasa anual promedio del 8% en los países desarrollados y del 9,5% en los países en desarrollo, mientras que el resto de los sectores de la economía lo hizo a un ritmo del 2,7% y el 3,6%, respectivamente. En el caso particular de América Latina la divergencia ha sido aún mayor (Beck y otros, 2012).

Esta expansión de la actividad financiera se interpreta de distintas maneras según el marco analítico. Conforme la corriente principal, existe una relación positiva entre el desarrollo del sector financiero y el desarrollo económico general<sup>4</sup>. Los autores de esa corriente suelen concebir los cambios registrados en el sistema financiero global luego del abandono del régimen de Bretton Woods —desde la desregulación de los sistemas financieros nacionales a la progresiva liberalización de los flujos internacionales de capital— como una suerte de “regreso a la normalidad” de las economías de mercado, fruto de la remoción de un conjunto de obstáculos regulatorios e instituciones públicas (resabios del keynesianismo de posguerra) que impedían una asignación eficiente del capital a escala nacional e internacional<sup>5</sup>.

Desde una perspectiva teórica opuesta, otros autores también caracterizan el ascenso de las finanzas en las últimas décadas como un suceso lógico o previsible en el marco del proceso de acumulación de capital. Por ejemplo, Giovanni Arrighi (1994), que junto con Fernand Braudel (1982) concibe el desarrollo capitalista como una sucesión de ondas largas (en el sentido de Kondratiev), considera la expansión financiera como una tendencia esperable del capital a expandirse hacia aquellas actividades que le permiten continuar con su valorización en una fase de declive en la tasa de ganancia, como la experimentada desde comienzos de la década de 1970. Este autor

<sup>3</sup> A esto hay que añadir los cambios en la forma de remuneración de los empleados del sector financiero, que pasaron a depender de primas asociadas a la rentabilidad de las carteras que administraban. Asimismo, cabe destacar el papel de la teoría financiera neoclásica, incluidos la hipótesis de mercados eficientes, el modelo de valoración de activos financieros y el modelo de Black-Scholes, que justificaron el proceso de desregulación financiera y los motivos y las acciones del sector financiero.

<sup>4</sup> Véase, por ejemplo, Levine (2005).

<sup>5</sup> La postura de McKinnon (1973) y Shaw (1973), los teóricos de la “represión financiera”, fue premonitrice en este sentido.

interpreta al auge de las finanzas luego de la crisis del fordismo como algo inherente al desarrollo capitalista, un fenómeno explicable que, por otra parte, no sería específico de los siglos XX y XXI (Arrighi, 1994)<sup>6</sup>.

Con un planteo menos mecanicista, pero que también asume la tendencia del capitalismo a incurrir en crisis de sobreacumulación, David Harvey (2003) asocia el ascenso de las finanzas en las últimas cuatro décadas al avance de lo que denomina acumulación por desposesión. Este concepto se asemeja al de acumulación originaria en Marx (1976), aunque, a diferencia de este, la mercantilización (*commodification*) de los ámbitos antes cerrados al mercado a los que alude dicho concepto no se limita a un período fundacional e irreplicable, sino que coexiste y en todo momento se articula con el proceso de reproducción ampliada del capital. Es precisamente en los momentos en que aflora la crisis de sobreacumulación, como los experimentados a partir de la década de 1970, cuando la acumulación por desposesión cobra mayor relevancia, pues permite compensar (al menos desde el punto de vista de los sectores propietarios) la pérdida de dinamismo del proceso de acumulación general.

La predisposición a privatizar los servicios públicos y los sistemas de pensión o a la mercantilización de determinados derechos (otrora garantizados por el Estado) —como la salud y la educación— representan distintas variantes contemporáneas de acumulación por desposesión y producen el mismo efecto redistributivo que el cercamiento de la propiedad comunal en otros contextos históricos. Según Harvey, uno de los rasgos específicos de la etapa actual radicaría en la centralidad de las finanzas como ariete de la acumulación por desposesión, en particular por la creciente facilidad para la titulación de activos, un mecanismo que no solo allanó los procesos de privatización mencionados, sino que agilizó la movilidad internacional del capital<sup>7</sup>. Financierización y desposesión constituyen, desde esta perspectiva, la cara y la contracara de una fase histórica particular del desarrollo capitalista en la que el proceso de acumulación se apoya cada vez más en la redistribución de activos.

---

<sup>6</sup> Según Braudel (1982), el ascenso de la actividad financiera constituye históricamente un síntoma de la declinación del ciclo de acumulación vigente y de la potencia hegemónica que lo protagonizó. También desde una perspectiva crítica, Michell y Toporowski (2013) discuten la supuesta novedad del avance de las finanzas e incluso ponen en tela de juicio la relevancia conceptual del término financierización.

<sup>7</sup> Sawyer (2013), quien objeta el uso del concepto de financierización para caracterizar un período como el actual (o cualquier otro en un contexto capitalista, dado el papel central que el sector financiero desempeña en este), sugiere que la particularidad del avance de las finanzas en las últimas décadas es justamente la propagación de mecanismos de titulación. Davis y Kim (2015) y Storm (2018), que sí utilizan el término financierización para calificar este período, también indican la titulación como su rasgo característico.

Independientemente de la mayor o menor relevancia empírica de la acumulación por desposesión (fenómeno que, por supuesto, varía de un país a otro), un aspecto común a los distintos estudios sobre el proceso de financierización es la importancia creciente de los beneficios financieros dentro de la masa total de beneficios generada en la economía<sup>8</sup>. Ello se debería al aumento de la rentabilidad relativa en el sector financiero, y de las operaciones financieras en general, que conduce a las empresas (incluidas las del sector no financiero) a orientar sus inversiones de manera creciente hacia resultados de corto plazo. Si la mayor rentabilidad de las operaciones financieras es producto de modificaciones en el contexto regulatorio u obedece a la reducción de la tasa de ganancia de las actividades productivas es una cuestión aún abierta, que divide aguas entre diferentes interpretaciones. En cualquier caso, los distintos autores coinciden en que la mayor rentabilidad registrada en el ámbito financiero es una de las causas de la disminución de la tasa de inversión real en las últimas décadas. En América Latina, donde prácticamente ninguna actividad —salvo la explotación de recursos naturales o la prestación de servicios públicos en condiciones monopólicas— proporciona el margen de rentabilidad que puede obtenerse en el ámbito de las finanzas, la tasa de inversión real se redujo con el avance de las finanzas y después de 1980 nunca volvió a alcanzar el nivel registrado en las décadas de 1960 y 1970 (CEPAL, 2018).

El avance de las finanzas también trajo aparejada una mayor concentración de los ingresos<sup>9</sup>. En el caso de las economías desarrolladas, por ejemplo, la participación de los salarios en el ingreso se redujo del 73,4% al 64% entre 1980 y 2007 (Hein, 2012; Stockhammer, 2013; OIT/OCDE, 2015). Si bien el proceso de financierización no es el único factor determinante de esta reducción, todos los autores lo reconocen como una de las causas principales o, como mínimo, como un factor relevante<sup>10</sup>. De acuerdo con un estudio de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), realizado con datos de 71 países correspondientes al período 1970-2007, la libre movilidad internacional de capitales —uno de los dispositivos centrales del fenómeno de la financierización— es el principal factor explicativo de la reducción de la participación de los salarios en el ingreso<sup>11</sup>. En forma análoga, en un estudio del Fondo Monetario Internacional (FMI), que comprende 149 países

<sup>8</sup> Véanse, entre otros, Lapavistas (2014) y Davis y Kim (2015).

<sup>9</sup> Véase CETyD/FIDE (2017) y Palma (2009).

<sup>10</sup> Otro de los factores que explican esa tendencia es el proceso de deslocalización internacional de la producción manufacturera, que dio lugar al surgimiento de las llamadas cadenas globales de valor, con el continente asiático como uno de sus epicentros. El ingreso de China y la India, pero también de la Federación de Rusia y otros países del ex bloque soviético, al mercado global supuso una duplicación de la fuerza laboral mundial en pocos años, con efectos de disciplinamiento salarial a escala planetaria (Freeman, 2006). En el capítulo de Carlos de Medeiros y Nicholas Trebat en este volumen se analiza la relación entre la financierización y el funcionamiento de las cadenas globales de valor.

<sup>11</sup> Véase Furceri y Loungani (2015).

y se basa en datos del período 1970-2010, se comprueba que la apertura de la cuenta de capital y financiera tiende a reducir la participación de los salarios en el ingreso nacional y a aumentar la desigualdad en la distribución personal del ingreso. En América Latina, la región en desarrollo donde más se liberalizaron los flujos de capital transfronterizos en comparación con otras regiones en desarrollo del planeta<sup>12</sup>, se advierte una dinámica similar, con una persistente reducción de la participación de los salarios en el ingreso desde mediados de la década de 1970<sup>13</sup>. En cuanto a la distribución de la riqueza, los países de la región también se encuentran entre los más desiguales del planeta (Amarante y Jiménez, 2015). En este marco, no debería extrañar que la distribución de los ingresos de los hogares en estos países también sea la más desigual del planeta, a pesar de la inversión de la tendencia observada en la década de 2000.

La relación entre financierización e inversión, por una parte, y entre financierización y distribución del ingreso, por otra, sugiere que las consecuencias del fenómeno trascienden en gran medida la preocupación tradicional por la gestión macroeconómica de corto plazo, a la que indudablemente impone limitaciones<sup>14</sup>. Como se refleja en varios de los trabajos publicados en este libro, el avance de la financierización supuso un aumento de la fragilidad financiera de la región, que desde la crisis de la deuda redujo de manera considerable la posibilidad de implementar políticas macroeconómicas anticíclicas de manera efectiva<sup>15</sup>. Lo que se intenta subrayar en estas líneas es que, sin perjuicio de su incidencia macroeconómica a corto plazo —o quizás debido en buena medida a esa incidencia—, el fenómeno de la financierización guarda una relación directa con las dificultades que han tenido los países de la región para superar dos de sus principales problemas históricos: la desigualdad (en sus distintas manifestaciones) y el rezago tecnoproductivo<sup>16</sup>.

Por esa razón, uno de los objetivos de este libro es alertar sobre los riesgos de analizar el proceso de financierización en forma aislada, como si se tratara de una problemática estrictamente macroeconómica, desvinculada de la dinámica social y productiva. En otras palabras, como si el riesgo de una fuga de capitales (una posibilidad siempre latente luego de los procesos de desregulación y apertura financiera de las últimas décadas) no condicionara,

---

<sup>12</sup> Véase CEPAL (2012, cap. III, secc. B).

<sup>13</sup> Si bien a partir de 2004-2006 se registra una inversión de esa tendencia, que varía entre subregiones y países, en la mayoría de los países de la región la participación de los salarios en el ingreso sigue estando por debajo de sus valores máximos históricos (registrados en las décadas de 1960 y 1970) y en un nivel mucho más bajo respecto de los países desarrollados.

<sup>14</sup> En realidad, aunque no sea objeto de este libro, no puede dejar de señalarse que el fenómeno de la financierización trasciende ampliamente el ámbito de las relaciones económicas y supone una profunda redefinición de las relaciones sociales, como sugiere el título del artículo de Storm (2018).

<sup>15</sup> Véase, al respecto, Abeles y Valdecantos (2016).

<sup>16</sup> De acuerdo con Wade (2018), la financierización es uno de los principales frenos actuales para la convergencia entre países en desarrollo y desarrollados.

por ejemplo, la política impositiva de un país (en particular aquella que persigue objetivos redistributivos) o como si el sesgo cortoplacista en la toma de decisiones no tendiera, en la práctica, a esterilizar buena parte de los esfuerzos nacionales de política industrial y tecnológica (cuando estos existen), que involucran proyectos de inversión con plazos de maduración mucho más largos que los admitidos por la lógica de la financierización<sup>17</sup>.

De igual manera, cabe preguntarse sobre la eficacia de ciertas propuestas de política social o productiva, e incluso ambiental, que no se plantean la necesidad de una discusión más profunda sobre la naturaleza y los efectos de la financierización, incluida la creciente gravitación política de las élites financieras. En este sentido, la necesidad de una mayor regulación pública de los procesos, mercados y agentes económicos descritos en los distintos capítulos de este libro no debe concebirse simplemente como un marco de política macroprudencial, que ajusta de manera dinámica los parámetros regulatorios del sistema financiero para garantizar un nivel deseado de liquidez y capitalización con el fin de minimizar el riesgo sistémico, sino fundamentalmente como una manera de fortalecer el potencial de crecimiento de las actividades del sector productivo y contribuir a una distribución del ingreso más igualitaria.

## Breve recorrido por los capítulos del libro

Sin desconocer la naturaleza global del fenómeno, en los capítulos reunidos en este volumen se procura reflexionar acerca de las consecuencias sociales, económicas e institucionales específicas de la financierización en los países de la región. El análisis de esa especificidad, derivada de la posición subordinada de las economías periféricas en la jerarquía monetaria global, se aborda en el primer capítulo del libro, de Annina Kaltenbrunner y Juan Pablo Painceira, titulado “Financierización en América Latina: implicancias de la integración financiera subordinada”. Combinando elementos de la economía marxista y la economía poskeynesiana, Kaltenbrunner y Painceira identifican nuevas formas de vulnerabilidad externa en los países de la región, que surgen en el contexto de financierización a nivel mundial y no necesariamente derivan de las formas tradicionales de financiamiento externo. Los autores muestran que, a pesar de que en los últimos años muchos países de la región lograron sustituir parte de su deuda emitida en divisas por instrumentos

---

<sup>17</sup> Por ejemplo, la evidencia relativa a un conjunto de empresas en América Latina muestra que las empresas que cotizan en bolsa tienden a utilizar el mercado de capitales internacionales con objetivos de arbitraje (corto plazo) más que como mecanismo para aumentar sus niveles de inversión o productividad a largo plazo (Pérez Caldentey, Favreau Negront y Méndez, 2018; Bruno y Shin, 2017). Véase una discusión sobre la relación entre el cortoplacismo y el deterioro de las inversiones de mayor potencial transformador en América Latina y el Caribe en CEPAL (2010 cap. II).

denominados en moneda local, su vulnerabilidad externa persiste, e incluso se ha acrecentado, debido al riesgo latente de una salida masiva de capitales, con los consecuentes efectos disruptivos en el sistema financiero local.

En ese marco, Kaltenbrunner y Paineira analizan las nuevas formas de condicionamiento que enfrentan las autoridades monetarias en los países periféricos. Los autores, que toman al Brasil como principal caso de análisis, pero observan también la evolución de la situación en México, Colombia y Chile, identifican un cambio en el comportamiento de los bancos centrales de la región, que en su afán por neutralizar los excesos de liquidez derivados de la entrada de capital en la fase de auge del ciclo inducen a modificaciones en la conducta de los bancos locales y de los hogares, reproduciendo —aunque a menor escala— el patrón de crecimiento y endeudamiento (*debt-led growth*) observado en los países desarrollados. Así, los autores muestran la manera en que la creciente integración financiera internacional de los países de la región influye en el comportamiento de los agentes más relevantes del sistema, no solo de los bancos comerciales sino también de las empresas e, incluso, de los hogares.

El creciente endeudamiento de los hogares es uno de los rasgos característicos de la financierización en los países centrales. Hacia finales de la década de 1970, comenzó a desarticularse lo que la escuela francesa de la regulación ha denominado régimen de acumulación fordista. Bajo ese régimen, el crecimiento económico era impulsado por la demanda interna, gracias a un conjunto de instituciones laborales que salvaguardaba el crecimiento de los salarios reales a un ritmo semejante al de la productividad laboral. El progresivo desmantelamiento de esas instituciones dio lugar a un nuevo régimen de acumulación dominado por las finanzas o financierizado (Boyer, 2000). En este régimen, el ritmo de crecimiento de los salarios reales tiende a atrasarse respecto de la dinámica de la productividad (lo que se manifiesta en el retroceso de la participación de los salarios en el ingreso) y el consumo privado pasa a estar impulsado de manera cada vez más generalizada por el endeudamiento de los hogares.

En ese marco, y siguiendo la perspectiva de la escuela francesa de la regulación, en el segundo capítulo del libro Luis Miotti se pregunta, “¿Existe un régimen de acumulación financierizado en América Latina?”. El capítulo comienza con una descripción de los principales cambios en las formas institucionales que configuraron el nuevo régimen de acumulación, en el que las finanzas se ubican en la cumbre de la jerarquía del modo de regulación, la economía abre sus fronteras (tanto en el plano real como financiero) y la relación salarial queda subordinada a la preservación de los equilibrios macroeconómicos. A partir de ese antecedente, el autor se pregunta en qué medida estas transformaciones, así como la dinámica macroeconómica resultante, constituyen una representación adecuada de la evolución de las



economías latinoamericanas en las últimas décadas, haciendo hincapié en la relación salarial y en el efecto del endeudamiento de los hogares como complemento de su ingreso disponible. Si bien Miotti identifica algunas variaciones y tendencias idiosincrásicas en el proceso de financierización en los países de la región (como ocurre en las economías centrales), afirma que —con la probable excepción de Chile— aún no llega a observarse una primacía de las finanzas semejante a la registrada en los países desarrollados. Según el autor, a diferencia de lo que ocurre en los regímenes de acumulación financierizados de las economías centrales, el consumo privado en la mayoría de los países de la región no está impulsado de manera preponderante por el crédito bancario (en “sustitución” del salario real).

Un efecto menos explorado del proceso de financierización, aunque también de gravitación central en los procesos de desarrollo, se refiere a las decisiones de inversión, en particular en el ámbito de la investigación y el desarrollo. Al análisis de esa relación se dedica el tercer capítulo del libro, de Pablo Chena, María Emilia Buccella y Carolina Bosnic, titulado “Efectos de la financierización en el cambio tecnológico en América Latina”. Los autores se concentran en la relación entre financiamiento y cambio tecnológico, retomando algunos de los planteos seminales de Joseph Schumpeter. Uno de los principales aportes de Schumpeter (1934) se refiere, precisamente, al vínculo entre las finanzas y las actividades de innovación, que movilizan el desarrollo capitalista mediante la competencia entre las empresas por la creación de nuevos productos y métodos de producción. Anticipando algunos de los planteos posteriores de Hyman Minsky, Schumpeter considera que las empresas son unidades estructuralmente deudoras por su necesidad de acceso al crédito para llevar adelante innovaciones. Si bien para Schumpeter no hay posibilidades de innovación sin finanzas, estas pueden, al mismo tiempo, obstaculizar o desacelerar la dinámica de la innovación como consecuencia del conflicto de intereses, siempre latente, entre los emprendedores (sujetos de las innovaciones) y los rentistas (poseedores del capital que financian esas innovaciones). En ese sentido, la lectura de Schumpeter aporta una clave importante para la interpretación de la tendencia al “cortoplacismo” en las decisiones de inversión, identificada en la literatura reciente sobre financierización.

Chena, Buccella y Bosnic se centran en esa tendencia y en sus posibles efectos en la esfera real de la economía, en particular en los países en desarrollo. Para los autores, los cambios en el comportamiento de los bancos, las empresas y los hogares en las últimas décadas no solo generan nuevas formas de vulnerabilidad externa en las economías periféricas, como afirman Kaltenbrunner y Paineira, sino que pueden contribuir a profundizar algunos de los problemas estructurales que históricamente enfrentó la región y que explican su integración subordinada en los mercados globales de bienes y servicios (no solo financieros). El cierre de las brechas

tecnológicas y la reducción de la heterogeneidad estructural a los que aspiran las economías de la región requieren de inversiones de gran magnitud que deben sostenerse en el tiempo y, por ende, suponen un volumen de crédito considerable. Si, como se desprende del análisis empírico presentado por Chena, Buccella y Bosnic, el avance de la financierización desincentiva por diversos canales la inversión en investigación y desarrollo de las empresas, el diseño y la implementación de políticas industriales y tecnológicas por el que han abogado históricamente los autores de extracción estructuralista o schumpeteriana no podrá prescindir de una discusión más profunda acerca de los cambios regulatorios e institucionales que en las últimas décadas facilitaron el avance de la financierización en América Latina.

A partir de distintas vertientes analíticas que van desde Marx, Keynes y Schumpeter a la escuela francesa de la regulación, los primeros tres capítulos del libro aportan una visión de conjunto, histórica y geográficamente determinada que, sin pretender dar una respuesta cabal a todos los desafíos y problemas derivados del avance de la financierización, pone de relieve el riesgo de la asimilación acrítica de las tendencias observadas en América Latina en las últimas décadas. Los capítulos siguientes se ocupan de algunas manifestaciones puntuales de la financierización en la región, desde su influencia en la dinámica de endeudamiento e inversión de las empresas a su impacto en los mercados de materias primas.

El proceso de financierización se produjo al compás de varias transformaciones estructurales de escala mundial. A partir de la década de 1970 se desarrollaron nuevas formas de organización de la producción que redefinieron la división internacional del trabajo, con un marcado protagonismo de las empresas multinacionales. En ese marco se desplegó una nueva revolución tecnológica, con epicentro en los campos de la microelectrónica y las nuevas tecnologías de la información, que permitió los procesos de desintegración vertical y deslocalización internacional de la producción característicos de las últimas décadas, sentando las bases para la constitución de las cadenas globales de valor (Milberg y Winkler, 2013). La deslocalización de la producción, orientada a reducir los costos salariales, contribuyó a debilitar la relación salarial fordista en las economías centrales y a reposicionar a los países de Asia en la escena internacional. Encabezados por China, estos tendieron a consolidarse como los principales productores de manufacturas a nivel mundial.

El surgimiento y la consolidación de las cadenas globales de valor, con las empresas y transnacionales como sus grandes protagonistas, requerían un profundo cambio regulatorio a nivel financiero, no solo para volcar parte de su excedente a la esfera de las finanzas sino también para operar de manera más fluida un entramado productivo cada vez más complejo (Bairoch y Kozul-Wright, 1998). Es así como, en paralelo con las transformaciones en el

mundo de la tecnología y la producción, se produjeron importantes cambios en las instituciones monetarias internacionales. El abandono del régimen de Bretton Woods en 1971 y la adopción de regímenes de tipo de cambio flexible a partir de 1973 en los países centrales, sumados a la paulatina liberalización de los flujos internacionales de capital y la desregulación de los sistemas financieros locales, generaron las condiciones para una interconexión cada vez más profunda de los sistemas financieros nacionales (Eatwell y Taylor, 2001), con los grandes conglomerados bancarios transnacionales como sus actores principales.

En el capítulo de Carlos de Medeiros y Nicholas Trebat, titulado “Las finanzas, el comercio y la distribución del ingreso en las cadenas globales de valor: implicancias para las economías en desarrollo y América Latina”, se analiza la relación entre el proceso de financierización y el funcionamiento de las cadenas globales de valor. De la misma manera que en el siglo XIX y las primeras décadas del siglo XX los países de América Latina se integraron de forma dependiente a la división internacional del trabajo, su inserción en las cadenas globales de valor en las últimas décadas —otro período de preeminencia del libre comercio a nivel internacional— también se caracterizó por una posición subordinada. Medeiros y Trebat sostienen que la nueva división jerárquica del trabajo en la economía mundial se caracteriza, por una parte, por una intensa competencia en las etapas de menor valor agregado del proceso productivo. En esas etapas o eslabones se especializan los países periféricos. Un tipo de competencia distinta impera, por otra parte, en el extremo superior de la cadena de producción, en el que suelen especializarse los países centrales y donde prima la capacidad de supervisar y controlar los derechos de propiedad intelectual relacionados con la innovación y la comercialización. Conforme esta lógica, el control de las finanzas se torna decisivo. Al poner el foco en la región, el estudio de las cadenas globales de valor revela una baja participación de los países latinoamericanos y una presencia creciente de la inversión extranjera directa (IED), no solo en sectores ligados a la explotación de los recursos naturales y del mercado interno, sino también en el sector financiero.

El impacto de la financierización en América Latina no se circunscribe a la presencia cada vez mayor de entidades financieras transnacionales o a los efectos de la afluencia de capitales externos en el sistema financiero local. Supone, además, la profundización de un problema histórico: la elevada exposición de la región a choques en los términos de intercambio. Como plantea Jorge Carrera en el capítulo titulado “El papel de la financierización en la dinámica de los precios de los productos básicos”, la volatilidad de los precios internacionales de las materias primas, que en las últimas décadas ha aumentado *pari passu* con la financierización, incide directamente en el resultado de la cuenta corriente de los países de América Latina. Ello se debe a que las materias primas tendieron a convertirse en activos financieros. Según

Carrera, la financierización contribuyó a amplificar las variaciones de los precios de estos productos, exacerbando la amplitud de los ciclos respecto de las desviaciones que serían esperables en función de la evolución de la oferta y la demanda. De esta manera, la financierización no solo incide en América Latina mediante los ingresos de capitales, sino también al influir en la dinámica de los precios de las materias primas.

Paradójicamente, como señala Philip Mirowski (2013) en el libro citado en el epígrafe, la crisis financiera internacional de 2008 acentuó, más que atenuó, la tendencia a la preeminencia de las finanzas registrada en las décadas precedentes. En efecto, tanto los cambios en las condiciones de liquidez observados a escala mundial como sus efectos directos (mediante los ingresos de capitales) e indirectos (por la vía del precio de las materias primas) en las economías de la región tendieron a exacerbarse luego de la crisis de las hipotecas de alto riesgo, como resultado de las respuestas de política de los bancos centrales de los países desarrollados. Ese es el tema central del capítulo de Esteban Pérez Caldentey, titulado “Impacto de la política de flexibilización cuantitativa en la liquidez mundial y la estabilidad financiera”. Allí, Pérez Caldentey analiza la manera en que las políticas de flexibilización cuantitativa afectaron a las economías emergentes. El autor sostiene que estas políticas no fueron efectivas para reactivar las economías centrales —que siguen inmersas en lo que se ha denominado “estancamiento secular” (Summers, 2016)— pero aumentaron de manera significativa la liquidez global, estimulando el acceso al crédito de las economías en desarrollo, en particular las de América Latina y Asia<sup>18</sup>. En América Latina, el proceso de endeudamiento estuvo liderado por las empresas no financieras que operan en los mercados internacionales de bonos. De esta manera, la política monetaria de los países desarrollados dio lugar a un proceso de endeudamiento externo del sector corporativo que constituye otro factor de vulnerabilidad externa que se suma a los señalados en el capítulo de Kaltenbrunner y Paineira.

En el marco del creciente apalancamiento externo de las empresas no financieras de la región, el análisis de la aplicación de sus fondos cobra mayor relevancia. Así como las empresas más importantes a nivel mundial aprovecharon la abundancia de liquidez en los países centrales para financiar la inversión en títulos de países emergentes con altas tasas de interés (Caballero, Panizza y Powell, 2015; Bruno y Shin, 2017; Serena y Moreno, 2016), las empresas no financieras de América Latina también cambiaron su comportamiento en materia de inversiones. En el capítulo de Edgardo Torija Zane y Ricardo Gottschalk, titulado “Patrones financieros y

---

<sup>18</sup> Eggertsson, Mehrotra y Summers (2016) identifican el “estancamiento secular” con la coexistencia de: i) bajas tasas de interés, ii) tasas de inflación inferiores a las metas de las autoridades monetarias, y iii) un ritmo de crecimiento relativamente bajo.

de inversión en América Latina desde la perspectiva del comportamiento empresarial”, se analiza con detalle ese comportamiento. En primer lugar, los autores advierten un debilitamiento del nexo entre beneficios e inversión, que se refleja en la política de distribución de dividendos de las empresas, en línea con la acentuación de la “primacía del accionista” observada en las últimas décadas. Por otra parte, al igual que Pérez Caldentey, destacan el notable incremento de la deuda de las empresas no financieras de la región luego de la crisis financiera internacional. En ese marco, Torija Zane y Gottschalk señalan un aumento del peso de los activos financieros en el activo de las empresas. Esa financierización de la inversión puede reflejar desde motivos precautorios hasta estrategias especulativas vinculadas con operaciones de acarreo (*carry trade*). En todo caso, el aumento de los fondos destinados a inversiones en activos financieros resulta consistente con la retracción de la inversión en investigación y desarrollo señalada en el capítulo de Chena, Buccella y Bosnic.

En la misma línea se inscribe el capítulo de Martín Abeles, Facundo Grimberg y Sebastián Valdecantos, “La inversión extranjera directa en América Latina: algunas implicancias macrofinancieras”, que se centra en los balances de las filiales de las empresas transnacionales que operan en la región. En sintonía con los hallazgos de Torija Zane y Gottschalk, se muestra el peso cada vez mayor de los activos financieros en el activo total de esas filiales. La información presentada revela, además, una elevada correlación entre los flujos de entrada de inversión extranjera directa y el aumento en la tenencia de activos financieros, junto con una retracción de la inversión productiva. Entre los responsables de la formulación de políticas, la inversión extranjera directa se ha considerado un mecanismo de financiamiento externo ideal para los países en desarrollo por distintos motivos, entre los que se ha destacado su mayor estabilidad (en comparación con las inversiones de cartera). Según los autores de este capítulo, la importancia cada vez mayor de las inversiones de cartera realizadas por las filiales de las empresas transnacionales tiende a invalidar los atributos positivos de la IED como fuente de financiamiento externo más estable.

Los capítulos reseñados hasta aquí reflejan las distintas facetas de la financierización. Por una parte, su dimensión global, originada en los cambios institucionales de los países centrales y su irradiación hacia el resto del mundo (a través, por ejemplo, de la política monetaria), que da forma y cadencia al ciclo de liquidez global. Por otra, su dimensión regional, pues los movimientos de capitales que componen ese ciclo ingresan en las economías periféricas y producen efectos que no necesariamente coinciden con los observados en los países desarrollados. Lo que algunos autores han denominado financierización subordinada (Lapavitsas, 2014) o periférica (Becker y otros, 2010; Rodrigues, Santos y Teles, 2016) remite, precisamente, a las relaciones de dependencia

que se ponen de manifiesto con mayor intensidad cuando el ciclo financiero global se constituye en el determinante fundamental de la dinámica en estas economías. El propio Raúl Prebisch (1946) advirtió sobre los riesgos de esta interdependencia al hablar de la subordinación de la dinámica económica latinoamericana al “movimiento cíclico universal”.

Habida cuenta de la importancia del ciclo financiero global para la trayectoria de las economías de América Latina, el debate sobre el tipo de integración en los mercados financieros globales cobra una relevancia central. Esto se aborda en el capítulo de Pablo Bortz, titulado “Flujos de capital y endeudamiento externo: algunas reflexiones para América Latina”. El autor repasa la experiencia histórica de los casos de apertura indiscriminada de la cuenta de capital en países en desarrollo y muestra que esos episodios redundaron en un aumento de la fragilidad financiera interna y externa. Los procesos de liberalización financiera y apertura de la cuenta de capital condujeron en muchas ocasiones a profundas crisis, incluso en algunas economías desarrolladas como el Japón o los países nórdicos. Asimismo, el autor sostiene que las entradas de flujos financieros, especialmente inversiones de cartera, deuda y préstamos, no se tradujeron en aumentos de la inversión en las economías receptoras. Tampoco fomentaron una asignación más eficiente de los recursos desde una perspectiva dinámica, pues los sectores que más se expandieron a partir de la afluencia de capitales externos fueron generalmente los sectores primarios y de servicios, principalmente inmobiliarios y financieros. Aún más, la entrada masiva de capitales se asocia generalmente a regímenes de política tendientes a liberalizar los mercados de bienes y trabajo, flexibilizando la regulación laboral y disminuyendo el poder de negociación sindical. A ello se debe, entre otras causas, que los procesos de liberalización financiera tiendan a ir acompañados por una reducción en la participación de los salarios en el ingreso.

Sobre la base de esta evidencia, Diego Bastourre y Nicolás Zeolla presentan, en el último capítulo del libro, titulado “Regulación de la cuenta de capital en un mundo financieramente complejo: la experiencia reciente de América Latina”, un análisis comparativo de la regulación de los flujos transfronterizos de capital en diferentes regiones del mundo, haciendo hincapié en la situación de los países latinoamericanos. En primer lugar, se muestra que América Latina es la región del mundo en desarrollo donde más se han liberalizado esos movimientos de capital. Las diferencias más notorias se observan con los países de Asia. Si bien los autores advierten un cambio de tendencia luego de la crisis de las hipotecas de alto riesgo, cuando aumenta la regulación de determinadas operaciones, señalan que ese cambio no llega a revertir el elevado grado de exposición de los países de la región a los vaivenes del ciclo de liquidez global. Del análisis de Bastourre y Zeolla también es posible inferir que la principal motivación de las autoridades

para intensificar ciertas regulaciones cambiarias radica en su temor a una excesiva apreciación cambiaria más que en la aspiración general de reducir la vulnerabilidad financiera externa de los países de la región.

## Agradecimientos

Los capítulos que integran este libro comenzaron a redactarse a fines de 2016, luego de su presentación en el Tercer Seminario-Taller Estructura Productiva, Instituciones y Dinámica Macroeconómica en América Latina, realizado en la oficina de la CEPAL en Buenos Aires en septiembre de ese año. Se agradece, en primer lugar, a quienes presentaron sus trabajos en esas jornadas y luego los adaptaron para que pudieran formar parte de esta publicación y, muy especialmente, a quienes tuvieron la gentileza de leer y comentar los distintos borradores en aquella ocasión, como Mauro Alessandro, Diego Coatz, Arturo O'Connell, Fernando Porta y Martín Rapetti, cuya participación en el seminario-taller contribuyó a enriquecer el debate y las versiones finales de los estudios aquí presentados. Mención especial merecen Mercedes Acuña, Lorena Cobe y Facundo Grimberg, cuyo valioso aporte contribuyó al desarrollo de este libro en sus diferentes etapas.

## Bibliografía

- Abeles, M. y S. Valdecantos (2016), "Vulnerabilidad externa en América Latina y el Caribe. Un análisis estructural", *serie Estudios y Perspectivas*, N° 49 (LC/L.4220), Buenos Aires, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), agosto.
- Aglietta, M. y R. Breton (2001), "Financial systems, corporate control and capital accumulation", *Economy and Society*, vol. 30, N° 4, diciembre [en línea] <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/03085140120089054>.
- Amarante, V. y J. P. Jiménez (2015), "Desigualdad, concentración y rentas altas en América Latina", *Desigualdad, concentración del ingreso y tributación sobre las altas rentas en América Latina*, Libros de la CEPAL, N° 134 (LC/G.2638-P), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Arrighi, G. (1994), *The long twentieth century: money, power, and the origins of our Times*, Londres, Verso.
- Bairoch, P. y R. Kozul-Wright (1998), "Globalization myths: some historical reflections on integration, industrialization and growth in the world economy", *Transnational Corporations and the Global Economy*, R. Kozul-Wright y R. Rowthorn (eds.), Londres, Palgrave MacMillan.
- Baran, P. y P. Sweezy (1966), *Monopoly capital: an essay on the American economic and social order*, Nueva York, Monthly Review Press.
- Beck, T., H. Degryse y C. Kneer (2012), "Is more finance better? Disentangling intermediation and size effects of financial systems", *Center Discussion Paper*, vol. 2012-060, Tilburg, Economics [en línea] [https://pure.uvt.nl/portal/en/publications/is-more-finance-better-disentangling-intermediation-and-size-effects-of-financial-systems\(2dbf9eaf-dae6-4c3f-9a2d-cf034f480751\).html](https://pure.uvt.nl/portal/en/publications/is-more-finance-better-disentangling-intermediation-and-size-effects-of-financial-systems(2dbf9eaf-dae6-4c3f-9a2d-cf034f480751).html).

- Becker, J. y otros (2010), "Peripheral financialization and vulnerability to crisis: A regulationist perspective", *Competition & Change*, vol. 14, N° 3-4, diciembre.
- Bertocco, G. (2017), *Crisis and the Failure of Economic Theory: The Responsibility of Economists for the Great Recession*, Cheltenham/Northampton, Edward Elgar Publishing.
- Bonizzi, B. (2013), "Financialization in developing and emerging countries: a survey", *International Journal of Political Economy*, vol. 42, N° 4, diciembre.
- Boyer, R. (2000), "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis", *Economy and society*, vol. 29, N° 1.
- Braudel, F. (1982), *Civilization and capitalism, 15th-18th century: the perspective of the world*, vol. III, Berkeley/Los Angeles, University of California Press.
- Bruno, V. y H. S. Shin (2017), "Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis", *Review of Financial Studies*, vol. 30, N° 3, agosto.
- Caballero, J., U. Panizza y A. Powell (2015), "The second wave of global liquidity: why are firms acting like financial intermediaries?" *CEPR Discussion Paper*, N° DP10926, noviembre.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2018), *La ineficiencia de la desigualdad (LC/SES.37/3-P)*, Santiago, inédito.
- \_\_\_\_\_(2016), *Horizontes 2030: la igualdad en el centro del desarrollo sostenible (LC/G.2660/Rev.1)*, Santiago.
- \_\_\_\_\_(2012), *Cambio estructural para la igualdad: una visión integrada del desarrollo (LC/G.2524(SES.34/3))*, Santiago.
- \_\_\_\_\_(2010), *La hora de la igualdad: brechas por cerrar; caminos por abrir (LC/G.2432(SES.33/3))*, Santiago.
- CETyD/FIDE (Centro de Estudios del Trabajo y el Desarrollo/Fundación de Investigaciones para el Desarrollo) (2017), "Los límites al trabajo decente en un contexto global de financiarización: algunas notas sobre el caso argentino", *Coyuntura y Desarrollo*, N° 377, Buenos Aires, junio.
- Chesnais, F. (1996), *La mondialisation financière: Genèse, coût et enjeux*, París, Syros.
- Crotty, J. R. (1990), "Owner-manager conflict and financial theories of investment instability: a critical assessment of Keynes, Tobin, and Minsky", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 12, N° 4.
- Davis, G. F. y S. Kim (2015), "Financialization of the economy", *Annual Review of Sociology*, vol. 41.
- Demir, F. (2009). "Financial liberalization, private investment and portfolio choice: financialization of real sectors in emerging markets", *Journal of Development Economics*, vol. 88, N° 2, marzo.
- Díaz-Alejandro, C. (1985), "Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19, N° 1-2.
- Duménil, G. y D. Lévy (2004), *Capital resurgent: roots of the neoliberal revolution*, Cambridge, Harvard University Press.
- Eatwell, J. y L. Taylor (2001), *Global finance at risk: the case for international regulation*, Nueva York, New Press.
- Eggertson, G., N. Mehrotra y L. Summers (2016), "Secular stagnation in the open economy", *NBER Working Paper*, N° 22172, abril [en línea] <http://www.nber.org/papers/w22172>.
- Epstein, G. (2015), "Financialization: there's something happening here", *Political Economy Research Institute Working Paper Series*, N° 394.



- \_\_\_\_\_(ed.) (2005), *Financialization and the world economy*, Cheltenham/Northampton, Edward Elgar Publishing.
- Fischer, A. (2015), "The end of peripheries? On the enduring relevance of structuralism for understanding contemporary global development", *Development and Change*, vol. 46, N° 4.
- Freeman, R. (2006), "The great doubling: the challenge of the new global labor market" [en línea] [https://www.researchgate.net/publication/237491969\\_The\\_Great\\_Doubling\\_The\\_Challenge\\_of\\_the\\_New\\_Global\\_Labor\\_Market](https://www.researchgate.net/publication/237491969_The_Great_Doubling_The_Challenge_of_the_New_Global_Labor_Market).
- Froud, J. y otros (2006), *Financialization and Strategy: Narrative and Numbers*, Londres/Nueva York, Routledge.
- Furceri, D. y P. Loungani (2015), "Capital account liberalization and inequality", *IMF Working Papers*, N° 15/243, noviembre [en línea] <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15243.pdf>.
- Guevara, D. (2017), "Auge de las finanzas y desigualdad en la distribución del ingreso: un estudio desde la perspectiva de la financierización para Colombia 1980-2008", tesis para optar al grado de doctorado en Ciencias Económicas, Bogotá, Universidad Nacional de Colombia.
- Harvey, D. (2004), "The 'new' imperialism: accumulation by dispossession", *The Socialist Register*, vol. 40 [en línea] <http://www.socialistregister.com/index.php/srv/article/view/5811#.Wor0oq6WaUk>.
- \_\_\_\_\_(2003), *The new imperialism*, Nueva York, Oxford University Press.
- Hein, E. (2012), *The macroeconomics of finance-dominated capitalism –and its crisis*, Cheltenham/Northampton, Edward Elgar Publishing.
- Hilferding, R. (1981), *Finance capital: a study of the latest phase of capitalist development*, London/Boston, Routledge & Kegan Paul.
- Keynes, J. M. (1973), *General theory of employment, interest and money*, Londres, Macmillan.
- Krippner, G. (2012), *Capitalizing on crisis: the political origins of the rise of finance*, Cambridge, Massachussets/Londres, Harvard University Press.
- \_\_\_\_\_(2005), "The financialization of the American economy", *Socio-Economic Review*, vol. 3, N° 2.
- Lapavitsas, C. (2014), *Profiting without producing: how finance exploits us all*, Londres/Nueva York, Verso.
- Lazonick, W. y M. O'Sullivan (2000), "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance", *Economy and Society*, vol. 29, N° 1.
- Lee, R. y otros (2009), "The remit of financial geography—before and after the crisis", *Journal of Economic Geography*, vol. 9, N° 5, septiembre.
- Levine, R. (2005), "Finance and growth: theory and evidence", *Handbook of Economic Growth*, vol. 1, part A, P. Aghion y S. N. Durlauf (eds.), Amsterdam, Elsevier.
- Marx, K. (1976), *Capital*, vol. I, Londres, Penguin Books.
- McKinnon, R. (1973), *Money and capital in economic development*, Washington D.C., Brookings Institution Press.
- Michell, J. y J. Toporowski (2013), "Critical observations on financialization and the financial process", *International Journal of Political Economy*, vol. 42, N° 4.
- Milberg, W. y D. Winkler (2013), *Outsourcing economics: global value chains in capitalist development*, Cambridge, Nueva York, Cambridge University Press.
- Minsky, H. (1982), *Can it happen again? Essays on instability and finance*, Nueva York, M.E. Sharpe.
- Mirowski, P. (2013), *Never let a serious crisis go to waste: how neoliberalism survived the financial meltdown*, Londres/Nueva York, Verso.

- OIT/OCDE (Organización Internacional del Trabajo/Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) (2015), "The labour share in G20 economies", informe presentado para el Grupo de Trabajo sobre Empleo del Grupo de los 20 (G20), Antalya, 26 y 27 de febrero [en línea] <https://www.oecd.org/g20/topics/employment-and-social-policy/The-Labour-Share-in-G20-Economies.pdf>.
- Palma, G. (2009), "The revenge of the markets on the rentiers: why neo-liberal reports of the end of history turn out to be premature", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, N° 4.
- Perez, C. (2009), "The double bubble at the turn of the century: technological roots and structural implications", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, N° 4.
- Pérez Caldentey, E., N. Favreau Negront y L. Méndez (2018), "Corporate debt in Latin America and its macroeconomic implications", inédito.
- Phillips, K. (1994), *Arrogant capital: Washington, Wall Street, and the frustration of American politics*, Boston, Little, Brown and Co.
- Plihon, D. (2009), *Le nouveau capitalisme*, París, La Découverte.
- Pollin, R. (2007), "Resurrecting the rentier", *New Left Review*, N° 46.
- Prebisch, R. (1946), "Panorama general de los problemas de regulación monetaria y crediticia en el continente americano: América Latina", *Memoria: Primera Reunión de Técnicos sobre Problemas de Banca Central del Continente Americano*, Ciudad de México, Banco de México.
- Rey, H. (2015), "Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence", *NBER Working Paper*, N° 21162 [en línea] <http://www.nber.org/papers/w21162>.
- Rodrigues, J., A. Santos y N. Teles (2016), "Semi-peripheral financialisation: the case of Portugal", *Review of International Political Economy*, vol. 23, N° 3.
- Sawyer, M. (2013), "What is financialization?", *International Journal of Political Economy*, vol. 42, N° 4.
- Schumpeter, J. A. (1934), *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*, Nuevo Brunswick, Transaction Publishers.
- Serena, J. M. y R. Moreno (2016), "Domestic financial markets and offshore bond financing", *BIS Quarterly Review*, septiembre [en línea] [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1609g.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1609g.htm).
- Shaikh, A. (2017), "Income distribution, econophysics and Piketty", *Review of Political Economy*, vol. 29, N° 1.
- Shaw, E. (1973), *Financial deepening in economic development*, Nueva York, Oxford University Press.
- Stockhammer, E. (2013), "Why have wage shares fallen? A panel analysis of the determinants of functional income distribution", *Conditions of Work and Employment Series*, N° 35, Ginebra, Organización Internacional del Trabajo (OIT).
- Storm, S. (2018), "Financialization and economic development: a debate on the social efficiency of modern finance", *Development and Change*, enero [en línea] <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/dech.12385/full>.
- Summers, L. (2016), "The age of secular stagnation: what it is and what to do about it", *Foreign Affairs* [en línea] <https://www.foreignaffairs.com/articles/united-states/2016-02-15/age-secular-stagnation>.
- Wade, R. (2018), "The developmental state: dead or alive?", *Development and Change*, enero.

## Capítulo I

# **Financierización en América Latina: implicancias de la integración financiera subordinada<sup>1</sup>**

*Annina Kaltenbrunner<sup>2</sup>  
Juan Pablo Paineira<sup>3</sup>*

## **Introducción**

En este capítulo se analiza el surgimiento de nuevas prácticas, comportamientos y relaciones financieras en las economías capitalistas emergentes utilizando el ejemplo de las economías latinoamericanas, en particular el Brasil. Se argumenta que en las economías capitalistas emergentes, estas recientes transformaciones financieras, que revelan tendencias similares a los fenómenos de financierización observados en las economías capitalistas centrales, están determinadas fundamentalmente por su integración subordinada a un sistema monetario y financiero internacional financierizado y estructurado. Por otra parte, esas mismas tendencias de financierización refuerzan la integración financiera subordinada de las economías capitalistas emergentes y sus asimetrías con las economías capitalistas centrales.

---

<sup>1</sup> Este capítulo se basa en A. Kaltenbrunner y J.P. Paineira, "Subordinated Financial integration and financialisation in emerging capitalist economies: The Brazilian experience", *New Political Economy*, Taylor & Francis.

<sup>2</sup> Escuela de Negocios de la Universidad de Leeds (Inglaterra).

<sup>3</sup> Banco Central del Brasil.

En este capítulo se realizan cuatro aportes a la literatura sobre financierización, haciendo hincapié en la posición de los países emergentes.

En primer lugar, si bien hay numerosos trabajos sobre financierización en las economías capitalistas centrales, los análisis sistemáticos de las distintas manifestaciones y el carácter posiblemente distintivo de las tendencias de financierización en las economías capitalistas emergentes aún son escasos. En un número pequeño pero cada vez mayor de estudios se documentan cambios en las prácticas y las relaciones financieras de los agentes económicos de las economías capitalistas emergentes similares a los observados en las economías capitalistas centrales (Ertürk, 2003; Demir, 2009a y 2009b; Paineira, 2008; Rethel, 2010; Doucette y Seo, 2011; Araújo, Bruno y Pimentel, 2012; Correa, Vidal y Marshall, 2012; Ergünes, 2012; Levy-Orlik, 2012; Bonizzi, 2013; Gabor, 2013; Powell, 2013; Proyecto FESSUD, 2015; Karacimen, 2014). Sin embargo, no muchos de esos aportes se concentran explícitamente en las posibles diferencias que la financierización presenta en ambos tipos de economías. Lapavitsas (2009a, 2009b y 2014), Paineira (2011) y Powell (2013) señalaron la naturaleza posiblemente subordinada de la financierización en las economías capitalistas emergentes. Becker y otros (2010) y, más recientemente, Rodrigues, Santos y Teles (2016) destacaron la naturaleza específica de los procesos de financierización en la semiperiferia. Este trabajo contribuye a esa literatura emergente. En lugar de preguntar si el fenómeno observado en las economías capitalistas emergentes puede de hecho clasificarse como financierización y, de ser así, si asume una forma característica, en este trabajo se pone de relieve el proceso que dio lugar a las recientes transformaciones financieras en dichas economías. Se argumenta que la financierización ofrece una valiosa herramienta analítica para establecer un punto de referencia general de las transformaciones financieras, cuyas manifestaciones, especificidades y contradicciones pueden analizarse en contextos institucionales, macroeconómicos, espaciales y sociales específicos. En esta línea, se sigue la interpretación relativamente amplia de Lapavitsas (2014), que define la financierización como los cambios estructurales en las relaciones, prácticas y necesidades financieras de los agentes económicos clave: bancos, hogares y corporaciones no financieras. Se afirma que este proceso es diferente en las economías capitalistas emergentes, debido a la mayor importancia de la economía internacional y a la manera específica en que esas economías se integran en ella.

En segundo lugar, al subrayar el papel impulsor de la economía internacional en la determinación de las recientes transformaciones financieras en las economías capitalistas emergentes, en este trabajo se responde a las peticiones de integración de los análisis de la financierización con los estudios sobre la globalización financiera y los flujos de capital transfronterizos (Guttman, 2008; Montgomerie, 2008; French, Leyshon y Wainwright, 2011; Christophers, 2012). Christophers (2012) muestra los cambios potencialmente

fundamentales que una perspectiva internacional aporta al análisis de la financierización y señala la importancia de tener en cuenta la posición de los países en los flujos internacionales de valor. Este análisis sigue esa línea<sup>4</sup>. Asimismo, se destaca la relación bidireccional entre esos dos procesos. Mientras que la integración internacional transforma el sistema financiero nacional en las economías capitalistas emergentes, esas mismas transformaciones facilitan y profundizan aún más la integración financiera internacional.

En tercer lugar, para analizar la relación entre la integración financiera subordinada de las economías capitalistas emergentes y la financierización se recurre al marco analítico de las jerarquías monetarias internacionales. Se presenta un debate multidisciplinario de la literatura sobre este tema y se muestra que diferentes disciplinas, en particular la economía política internacional y la economía heterodoxa, pueden contribuir a la comprensión de los procesos financieros y monetarios asimétricos. Al basar el análisis en las relaciones monetarias internacionales, se proporciona un fundamento monetario explícito para el estudio de la financierización —un elemento que curiosamente falta en gran parte de los trabajos sobre el tema (Christophers, 2015). Por último, se presentan más detalles sobre la tesis de que la financierización consolida y exacerba el desarrollo desigual (Bond, 1998; Pike y Pollard, 2010; Sokol, 2017). Tradicionalmente, el papel de la integración internacional en la exacerbación de las diferencias espaciales se ha analizado en el contexto de la economía real, a saber, los procesos de comercio e inversión extranjera directa. En este caso, se procura extender dichos estudios a la nueva realidad de los mercados internacionales financierizados.

Para ilustrar este argumento se presentan las características generales de dos procesos mediante los cuales la creciente integración financiera internacional y su naturaleza subordinada en los países latinoamericanos han determinado los recientes cambios en las prácticas y las relaciones financieras de los agentes económicos. El primer canal corresponde al fenómeno de la acumulación de reservas y la manera en que ha modificado el comportamiento de los bancos y los hogares. El segundo es la constante vulnerabilidad de América Latina a los grandes y repentinos movimientos de capitales y del tipo de cambio (en gran medida independiente de las condiciones económicas nacionales), que tuvo considerables repercusiones en la interacción de las empresas latinoamericanas con los mercados financieros.

El capítulo se divide en tres secciones, además de esta introducción. En la primera se reseña brevemente la literatura sobre financierización y el sistema monetario internacional —donde existen distintas jerarquías—.

---

<sup>4</sup> Sin embargo, este análisis difiere del de Christophers (2012). En lugar de analizar la interconexión mundial entre la oferta y la demanda y los flujos internacionales de valor, se examina la forma en que las estructuras económicas y financieras nacionales están condicionadas por su integración asimétrica en el capitalismo financierizado. Más que la creación de valor, el foco principal de este trabajo es el sistema financiero en sí (la esfera de circulación).

En la segunda sección se describe el estado de la integración financiera de América Latina, en particular del Brasil. Asimismo se detalla la manera en que esta integración financiera internacional y su naturaleza subordinada han condicionado el comportamiento financiero de los agentes económicos en algunos países latinoamericanos, especialmente en el Brasil. En la tercera y última sección se presentan las conclusiones.

## **A. Financierización y dinero mundial: la naturaleza jerárquica del sistema monetario internacional**

En la actualidad existe una amplia literatura sobre financierización en las economías capitalistas centrales. Los fenómenos investigados incluyen el incremento de la tenencia de activos financieros y la financiación del mercado por las grandes corporaciones no financieras (Stockhammer, 2004; Orhangazi, 2008), la importancia de la creación de valor para el accionista (Lazonick y O'Sullivan, 2000), la participación cada vez mayor de los hogares en relaciones de deuda predatorias (Aalbers, 2008; Montgomerie, 2009; Dymski, 2010), el cambiante patrón de ingresos de los bancos —al pasar de depósitos y préstamos a honorarios y comisiones— (Ertürk y Solari, 2007; Dos Santos, 2009), el aumento de la financiación de los bancos mediante los mercados en lugar de la toma de depósitos (Lapavitsas, 2009a y 2009b) y la financierización de la vida diaria (Langley, 2008). Algunos autores también han señalado la diversidad de estas nuevas prácticas y relaciones financieras (Engelen, Konings y Fernandez, 2010; Lapavitsas y Powell, 2013).

Tradicionalmente, el análisis de la financierización de las economías capitalistas centrales se ha realizado en el marco del Estado-nación. Esto se aplica tanto a los elementos característicos de la financierización como a los factores que los han determinado<sup>5</sup>. Con respecto a los primeros, sorprende la escasez de análisis del aspecto internacional de la financierización, que con mayor frecuencia se asocia con la globalización financiera, que a su vez se equipara a un incremento en los flujos transfronterizos internacionales (Stockhammer, 2010)<sup>6</sup>. Con respecto a los últimos, las fuentes de la financierización se han situado principalmente en eventos económicos nacionales, ya sea en el estancamiento del capitalismo tardío, la decreciente rentabilidad y la consiguiente contracción de la demanda —que requerían

---

<sup>5</sup> Algunos autores han señalado el papel de la creciente volatilidad del tipo de cambio en la articulación cada vez mayor de los agentes económicos en los mercados financieros (entre ellos Helleiner, 1994). No obstante, esas observaciones no se enmarcan en un análisis sistemático de la manera en que la integración financiera internacional determina los procesos de financierización nacionales.

<sup>6</sup> Sin embargo, esto plantea preguntas sobre la novedad del proceso. Varios autores han argumentado que nos encontramos en una segunda o tercera ola de globalización. Además, al tratar la globalización financiera como una dimensión meramente cuantitativa se descuidan los cambios cualitativos fundamentales que se han registrado en los mercados financieros y destacado en la literatura sobre financierización.

una serie de actividades financieras para la continuación del sistema— (Magdoff y Sweezy, 1972 y 1987; Arrighi, 1994; Brenner, 2004) o las medidas gubernamentales desreguladoras que desataron las fuerzas de la finanza y condujeron a un aumento sin precedentes de los mercados y los actores financieros (Boyer, 2000; Aglietta y Breton, 2001; Duménil y Lévy, 2004; Stockhammer, 2004; Crotty, 2003; Orhangazi, 2008).

Sin embargo, siguiendo a Christophers (2012), solo se podrá comprender la financierización en forma precisa si se aborda la naturaleza internacional de las finanzas capitalistas. Según este autor, toda identificación de cambios estructurales fundamentales en el capitalismo, como la financierización, debe enmarcarse a escala internacional —o, como mínimo, debe examinar críticamente toda la gama de flujos internacionales de capital en los que se insertan las economías nacionales individuales, como los Estados Unidos (pág. 279).

El análisis de Christophers hace eco de trabajos anteriores de Montgomerie (2008), Guttman (2008) y French, Leyshon y Wainwright (2011), quienes señalaron la falta de una consideración explícita del papel del sistema financiero internacional y las redes financieras mundiales en los fenómenos de financierización. French, Leyshon y Wainwright (2011) afirman que, al priorizar el Estado-nación como ámbito de la actividad económica, no se tiene en cuenta de manera adecuada el importante papel desempeñado por el surgimiento en la década de 1980 de un nuevo sistema financiero internacional, basado en el capitalismo financiero desintermediado y securitizado, y dirigido principalmente a través de Nueva York y Londres (pág. 11). Montgomerie (2008) deja muy claro que, cuando se tienen en cuenta las redes financieras mundiales dentro y a través de las cuales tiene lugar la financierización, las relaciones de poder y desigualdad —es decir las condiciones en que la inclusión en esas redes se lleva a cabo— cobran protagonismo. De acuerdo con la autora, los Estados Unidos y el Reino Unido son poderosos centros financieros mundiales que ocupan un lugar único dentro de la economía mundial. Lo que ocurre en los mercados financieros angloamericanos tiene profundas ramificaciones en el resto del mundo, un punto que a menudo no se tiene en cuenta en la literatura sobre financierización. Por ejemplo, los diferentes complejos políticos e institucionales permiten que las finanzas globales proliferen mediante relaciones desiguales entre los nuevos mercados emergentes y los centros financieros mundiales bien establecidos (pág. 248).

En comparación con la numerosa serie de trabajos sobre la financierización en las economías capitalistas centrales, el análisis de dicha tendencia en las economías capitalistas emergentes todavía es relativamente limitado. En la literatura emergente se señalan transformaciones financieras similares a las observadas en las economías capitalistas centrales. Por ejemplo, Rethel (2010), Powell (2013), Akkemik y Özen (2014) y Correa,

Vidal y Marshall (2012) muestran el aumento de la participación de las corporaciones no financieras de las economías capitalistas emergentes en los mercados financieros. Kalinowski y Cho (2009) y Seo, Kim y Kim (2012) destacan la importancia de la creación de valor para el accionista en la República de Corea. Gabor (2010) y Karacimen (2016) examinan la creciente integración de los hogares de las economías capitalistas emergentes en los mercados de crédito mediante préstamos al consumo y a la vivienda. Por último, algunos autores han observado un cambio en el comportamiento de los bancos de las economías capitalistas emergentes, que han sustituido los depósitos (de los hogares) por las financiación del mercado (Dos Santos, 2009; Paineira, 2011; BPL, 2015).

Sin embargo, en esos trabajos se investigan sobre todo fenómenos de financierización específicos y no los posibles factores que impulsan y determinan esas tendencias<sup>7</sup>. Algunos autores mencionan el importante papel de la inserción de las economías capitalistas emergentes en la economía mundial, pero no examinan de manera explícita y sistemática la manera en que dicha inserción interactúa con los fenómenos de financierización nacionales. Asimismo, muy pocos autores estudian explícitamente si la financierización en las economías capitalistas emergentes difiere de aquella en las economías capitalistas centrales y, de ser así, en qué consisten las diferencias. Entre las excepciones se encuentran Lapavitsas (2009a, 2009b y 2014), Becker y otros (2010), Paineira (2011) y Powell (2013), quienes señalan la naturaleza peculiar y posiblemente subordinada de la financierización en las economías capitalistas emergentes. Por ejemplo, Becker y otros (2010) destacan los modelos de acumulación financierizada en las economías capitalistas emergentes, que se basan en la dependencia del capital financiero (a corto plazo), las altas tasas de interés y los tipos de cambio sobrevaluados. Los autores también subrayan las contradicciones de esos modelos, que se caracterizan por crecientes déficits de cuenta corriente, deuda externa, desaceleración del sector productivo y, en última instancia, crisis financieras. Más recientemente, Rodrigues, Santos y Teles (2016) mostraron la naturaleza específica de la financierización en la semiperiferia europea mediante el ejemplo de Portugal.

Tradicionalmente, la integración internacional subordinada y asimétrica de las economías capitalistas emergentes, que limita las estrategias nacionales de desarrollo y autodeterminación (Fischer, 2015), se ha analizado en el contexto de las relaciones comerciales y la inversión extranjera directa (al centro de las cuales se encontraba la capacidad de desarrollar procesos autónomos de innovación tecnológica) conforme tradiciones teóricas como la teoría de la

---

<sup>7</sup> Akkemik y Özen (2014) constituyen una excepción, pues investigan explícitamente los determinantes de la financierización en Turquía y muestran el importante papel que desempeña el ambiente macroeconómico de gran incertidumbre. Sin embargo, no vinculan este resultado con la posición asimétrica de las economías capitalistas emergentes en el sistema capitalista mundial.



dependencia y el estructuralismo (latinoamericano) (Baran y Sweezy, 1966; Frank, 1967; Dos Santos, 2003; Marini, 1973; Furtado, 1962; Prebisch, 1949)<sup>8</sup>. Sin embargo, estas relaciones económicas “reales” han sido complementadas, si no superadas, por el crecimiento de los mercados financieros internacionales y la integración de las economías capitalistas emergentes en ellos. Al igual que su integración en los mercados de productos, estas relaciones financieras se han caracterizado por la dependencia, la subordinación y las jerarquías<sup>9</sup>. Como destacan los estructuralistas latinoamericanos, las vulnerabilidades y limitaciones de las periferias son históricas, pues necesariamente cambian y evolucionan con el tiempo en sinergia con el cambio y la evolución en los centros (Fischer, 2015, pág. 710).

Para analizar estas relaciones financieras internacionales subordinadas, se recurre a la literatura sobre la estructura jerárquica del sistema monetario internacional, a partir del concepto de dinero mundial en la economía política marxista. Después de abordar el dinero mundial, se pasa a la economía política internacional y luego al enfoque poskeynesiano.

En la economía política marxista, la jerarquía monetaria internacional y sus consecuencias pueden entenderse mediante la categoría de dinero mundial (Lapavitsas, 2009a, 2009b y 2014; Paineira, 2011; Powell, 2013). De hecho, el dinero mundial es un paso necesario en la evolución del dinero en el mercado capitalista mundial (Marx, 1967; Itoh y Lapavitsas, 1999). De acuerdo con Marx (1976), este “funciona como medio general de pago, como medio general de compra y como materialización social absoluta de la riqueza en general”. Los países acumulan un medio de pago aceptable a nivel internacional para poder participar y competir en los mercados internacionales (de comercio y de capital). Esta categoría es importante para destacar que el acceso, mediante operaciones comerciales o financieras, significa poder en el mercado financiero mundial. En la historia del desarrollo capitalista, la jerarquía en el sistema monetario internacional ha sido apoyada (o respaldada) por la existencia del dinero mundial.

Cabe destacar que, en la tradición marxista, existe un vínculo orgánico entre la producción y las operaciones financieras, pues la acumulación de capital tiene en cuenta las esferas de producción y circulación como un

---

<sup>8</sup> Se trata de una literatura muy amplia que no puede abordarse de manera satisfactoria en este capítulo. Véanse resúmenes excelentes y debates críticos en, por ejemplo, Chilcote (1978), Palma (1978), Vernengo (2006), Amaral (2012) y Fischer (2015).

<sup>9</sup> Algunos trabajos interesantes en los que se aborda la interacción entre las relaciones de poder internacionales y las transformaciones financieras se enmarcan en la literatura sobre el imperialismo estadounidense (por ejemplo, Harvey, 2003; Panitch y Konings, 2009; Panitch y Gindin, 2012). Sin embargo, esos autores no analizan el impacto en las economías capitalistas emergentes, sino la manera en que las transformaciones financieras recientes han sido determinadas por el poder imperial estadounidense y lo han reforzado (aunque está menos interesado en las transformaciones financieras recientes en las economías capitalistas emergentes, Rude (2009) constituye una excepción).

todo, en el que hay una relación de interdependencia y dialéctica entre esos dominios. Está bien establecido que, para Marx (1987), el sistema de crédito fortalece el poder de concentración y centralización de capital, acelerando la circulación de los productos básicos y el proceso de reproducción en general. Además, la noción o concepto de desarrollo capitalista desigual y combinado puede relacionarse directamente con este aspecto en el sistema de crédito a escala mundial<sup>10</sup>. A este respecto, se puede decir que hay una relación ontológica entre el desarrollo del sistema monetario internacional (en particular, la forma del dinero mundial) y el desarrollo desigual y combinado en la acumulación capitalista mundial. En consecuencia, las relaciones monetarias se vinculan con la acumulación capitalista, ya sea a nivel nacional o internacional. Cuanto más se difunde la acumulación capitalista en la economía mundial, más países necesitan acceder a las reservas de dinero mundial (o, en su defecto, a reservas internacionales) y esto, a su vez, tiene repercusiones en las condiciones financieras nacionales (Painceira, 2011). Así, en la economía política marxista el dinero mundial es un paso necesario para (y de) la acumulación de capital internacional y su acumulación una condición necesaria para participar en ella.

El dinero mundial apoya el mercado mundial y proporciona el ímpetu organizador para la estructura institucional de la que carece el mercado mundial. El mercado mundial es estructuralmente diferente del mercado nacional. Tiene menos mecanismos homogeneizadores de derecho, práctica institucional, costumbre y regulación que el mercado nacional e incorpora relaciones de poder y explotación nacional (Lapavitsas, 2006)<sup>11</sup>. En consecuencia, el papel del dinero en el mercado mundial tiene un peso, una significatividad y un sentido muy importantes. Por la misma razón, el dinero mundial cristaliza las tensiones presentes en el mercado internacional y se vuelve el foco de las crisis globales. En tiempos de crisis, la contradicción entre los sistemas monetario y de crédito se revela a medida que aumenta la demanda de dinero (como dinero, no como capital). En palabras de Marx, “En tiempos de estrechez, cuando el crédito se contrae o cesa del todo, el dinero se contrapone súbitamente a las mercancías como único medio de pago y verdadera existencia del valor” (Marx, 1987). Por ejemplo, las crisis financieras de la década de 1990 en las economías capitalistas emergentes se manifestaron como problemas de liquidez o solvencia en dinero mundial, pues los países no podían cumplir con sus obligaciones externas pendientes. Dado

---

<sup>10</sup> Sobre la base del nuevo material de Marx (MEGA), Pradella (2013) argumenta que la competencia capitalista a nivel mundial y la tendencia al desarrollo desigual pueden inferirse directamente de los escritos de Marx. En este sentido, la acumulación capitalista y la categoría de capital reflejan la tendencia del capital de los Estados principales al dominio universal (pág. 120), que es la base de la teoría marxista del imperialismo desarrollada a comienzos del siglo XX, principalmente con los aportes de Lenin y Hilferding.

<sup>11</sup> El mercado mundial es la esfera universal de circulación del capital y de la finanza en particular. Permite la relación e interacción entre mercados nacionales y es el lugar donde ocurren las crisis financieras en la era de la financierización.

que no pueden emitir dinero mundial, las economías capitalistas emergentes asumen un papel subordinado con respecto a la finanza internacional.

La configuración actual de las relaciones monetarias internacionales se complica porque la moneda de un Estado-nación (el dólar estadounidense) —y no el oro (como en la época de Marx)— asume un estatus de dinero cuasimundial<sup>12</sup>. En contraste con el patrón oro, en el que el oro era el dinero mundial y las crisis capitalistas globales se caracterizaban por cambios repentinos en las reservas de ese metal, en el sistema financiero internacional contemporáneo la tenencia de dinero mundial desempeña un papel más complejo. El oro (dinero mercancía) se ha convertido en un instrumento de reserva de último recurso, mientras que el dólar funciona como dinero cuasimundial. Este papel del dólar resulta particularmente evidente en los momentos de crisis. En el orden monetario internacional actual se observa un incremento en la demanda de activos denominados en dólares (dinero bancario), sobre todo de títulos de deuda pública estadounidenses, que ha sustituido la demanda de oro.

El papel del dólar como dinero cuasimundial crea un vínculo directo entre la esfera nacional del país emisor y la esfera financiera internacional. La crisis de 2007-2008, por ejemplo, se convirtió en una crisis financiera global debido a la relación entre las operaciones financieras realizadas dentro del sistema financiero estadounidense y el sistema financiero mundial. Así, a diferencia de los movimientos en la época del oro, cuando no había un grupo evidente de beneficiarios en el sistema monetario internacional, en el orden actual hay básicamente un solo país emisor del dinero mundial<sup>13</sup>. Esto tiene considerables repercusiones en el funcionamiento de la economía internacional y, aún más importante, ha servido para mantener la naturaleza jerárquica del sistema monetario global. Sin embargo, no hay en la economía política marxista un análisis claro sobre el modo en que la posición de cada moneda nacional puede variar en el sistema monetario internacional.

La noción de que las distintas monedas soberanas tienen un estatus variable en el sistema monetario internacional es un concepto central de la economía política internacional (Cohen, 1998; McNamara, 2008; Helleiner y Kirshner, 2009). Por ejemplo, Strange (1971) distingue entre divisas superiores, maestras, negociadas y neutrales. Mientras que la divisa superior es la líder indiscutible del sistema monetario internacional debido a su

<sup>12</sup> Se utiliza el término dinero cuasimundial (en lugar de dinero mundial) para describir al dólar porque no hay un acuerdo formal, como el que había en la época del oro, para que el dólar sea la reserva de valor global. Además, no existe un mecanismo claro de ajuste internacional como el que se aplicaba durante la vigencia del patrón oro. De acuerdo con Itoh (2006), uno de los principales retos para la economía política ha sido, de hecho, explicar plenamente el papel del dólar como dinero mundial.

<sup>13</sup> A comienzos de la década de 1970 se registró una modificación en la forma del dinero mundial: el sistema monetario internacional se desvinculó definitivamente del oro y este cambio creó un sistema más inestable y propenso a las burbujas financieras. Véase McNally (2009).

atractivo económico, las divisas maestras y negociadas mantienen un papel prominente a nivel internacional, ya sea mediante coacción directa (por ejemplo, mediante relaciones coloniales) o incentivos financieros y políticos. Las divisas neutrales son económicamente atractivas pero no tienen los medios para convertirse en divisas superiores (Strange, 1971; Helleiner, 2008; Otero-Iglesias y Steinberg, 2013)<sup>14</sup>.

En la literatura sobre economía política internacional se muestran el exorbitante privilegio económico y la libertad de acción que acompañan la posición de una divisa en la cima de la jerarquía. El país con la divisa superior puede diferir el ajuste externo y permitirse desequilibrios externos que en cualquier otro lugar provocan una respuesta disciplinaria fulminante de los mercados financieros internacionales (Kirshner, 2008, pág. 424). Así, el estatus de divisa superior está acompañado por un espacio de política macroeconómica incomparable, que se extiende por la falta de alternativas y por una estabilidad de valor superior (Cohen, 2006; McNamara, 2008). En la literatura sobre economía política internacional también se señala el beneficio financiero de emitir la divisa superior al valor nominal a bajo costo, es decir, sobre la base del señoreaje.

Si bien hay un amplio debate sobre las ventajas (y los costos) de ser la divisa superior, se dice muy poco sobre las repercusiones de encontrarse en el nivel más bajo de la jerarquía. Aunque algunas de las ventajas de la divisa superior pueden representar desventajas análogas para las monedas que se encuentran en el extremo inferior, esto no es necesariamente cierto. Los emisores de monedas subordinadas pueden enfrentar sus propias limitaciones (o incluso ventajas), que no necesariamente pueden inferirse de las condiciones peculiares de la divisa superior<sup>15</sup>. Asimismo, se ha debatido relativamente poco sobre las repercusiones que la posición de una divisa en la jerarquía monetaria internacional tiene en la estructura de la economía en sí. Pese a que la literatura sobre economía política internacional comprende numerosos estudios sobre la manera en que las características estructurales de una economía influyen en el estatus monetario, los análisis sobre la situación contraria son escasos. Para los fines de este estudio, esto tiene particular interés con respecto a la estructura del mercado financiero. Los

---

<sup>14</sup> En la literatura sobre economía política internacional se abordan distintos factores determinantes de la posición monetaria internacional de una divisa. Mientras que en los enfoques basados en el mercado se destaca el atractivo de una divisa para los actores económicos privados debido a la estabilidad de su valor interno (que obedece en primer lugar a fundamentos macroeconómicos sólidos), su liquidez y redes transaccionales (Helleiner, 2008; Helleiner y Kirshner, 2009), en los enfoques instrumentales y geopolíticos se hace hincapié en las decisiones económicas y políticas de los gobiernos extranjeros (Minh, 2012). En los enfoques institucionales (por ejemplo, Eichengreen, 2010) se ponen de relieve la buena voluntad y la capacidad del emisor de una moneda para salvaguardar su atractivo basado en el mercado.

<sup>15</sup> Si bien algunos autores estudian el “pecado original” de las economías capitalistas emergentes, es decir, su incapacidad de endeudarse en su propia moneda (Eichengreen, Hausmann y Panizza, 2005), esta afirmación no está directamente vinculada con la literatura sobre jerarquías monetarias.

mercados financieros profundos y líquidos son fundamentales para sostener la posición superior de una divisa (Kenen, 2012; Maziad y otros, 2011). Al mismo tiempo, sin embargo, esa posición superior determina las relaciones financieras mundiales y con ello las asimetrías monetarias internacionales<sup>16</sup>.

La literatura poskeynesiana comprende otros trabajos sobre la posición de las economías capitalistas emergentes en la jerarquía monetaria internacional y las repercusiones de esa posición en la política macroeconómica, la acumulación de capital y la estructura financiera (Herr, 1992; Dow, 1999; Fritz, 2002; Herr y Hübner, 2005; Prates y Andrade, 2013; De Conti, Prates y Plihon, 2014; Fritz, Prates y de Paula, 2014; Kaltenbrunner, 2015). Refiriéndose explícitamente al análisis del dinero en la economía cerrada de Keynes, esos autores sostienen que la posición diferencial de las divisas en el sistema monetario internacional está determinada por la evaluación de los actores económicos de su propia prima de liquidez internacional con respecto a otras divisas. Al igual que en el enfoque basado en el mercado de la economía política internacional, los poskeynesianos afirman que la prima de liquidez internacional está determinada por la capacidad de las divisas de actuar como reservas de valor y unidades de cuenta internacionales<sup>17</sup>.

Estas diferencias en las primas de liquidez internacional de las monedas, a su vez, tienen importantes repercusiones en la autonomía de la política monetaria, la vulnerabilidad externa y la estructura financiera, en particular para las economías capitalistas emergentes. Al igual que en la economía cerrada de Keynes, “el dinero lleva la batuta”. Esto significa que las condiciones monetarias en el país con la prima de liquidez más alta (en la época de Keynes, la libra esterlina, en la actualidad el dólar) influirán en las condiciones monetarias en todo el mundo. El impacto será mayor en las divisas con menores primas de liquidez, es decir, las monedas de las economías capitalistas emergentes. En forma análoga, un cambio en la preferencia de liquidez internacional puede llevar a importantes movimientos de capital y del tipo de cambio en gran medida independientes de las condiciones económicas, pues los inversionistas buscan protección en la moneda con la prima de liquidez más alta. La prima de liquidez más baja de las monedas de las economías capitalistas emergentes también requiere que estas ofrezcan

---

<sup>16</sup> Por ejemplo, Guttman (2008) señala que la denominación en dólares de una parte considerable del capital financiero mundial ayuda a los Estados Unidos a mantener los mercados financieros más profundos y líquidos del mundo.

<sup>17</sup> El enfoque de los poskeynesianos en la incertidumbre fundamental los vuelve más propensos a concentrarse en las funciones de reserva de valor y unidad de cuenta del dinero, en lugar de en las funciones de medio de intercambio o medida de valor. Al igual que en la literatura sobre economía política internacional, los determinantes de la prima de liquidez internacional de las monedas varían. Mientras Fritz, Prates y de Paula (2014) destacan la capacidad de las economías capitalistas emergentes para mantener superávits sostenibles en cuenta corriente, De Conti (2011) y Kaltenbrunner (2015) subrayan el importante papel de factores institucionales del mercado. Kaltenbrunner (2015) también pone de relieve la importancia de la posición de las divisas en las relaciones internacionales entre deudores y acreedores.

tasas de interés más altas, movimientos ventajosos del tipo de cambio o ambas cosas para mantener la demanda de los inversionistas. Por último, en términos de estructura financiera, los poskeynesianos argumentaron que, más que un resultado de su pasado inflacionario (como en muchas interpretaciones económicas neoclásicas), la incapacidad de las economías capitalistas emergentes de emitir deuda en su propia moneda es un resultado directo de su posición subordinada en la jerarquía monetaria internacional.

Estas características peculiares de la dinámica monetaria de las economías capitalistas emergentes condicionan la naturaleza de su acumulación de capital y estructura financiera, que a su vez perpetúa su subordinación monetaria. Mientras que las altas tasas de interés inciden en la demanda y el crecimiento de la inversión interna, la volatilidad de los flujos de capital y el tipo de cambio minan la capacidad de las monedas de las economías capitalistas emergentes de desempeñar funciones monetarias internacionales. La prevalencia de la deuda en moneda extranjera tiene un efecto similar, pues cualquier variación en el tipo de cambio aumentará la carga de deuda real de las economías capitalistas emergentes. Este resultado puede conducir no solo a preocupaciones de liquidez y solvencia a corto plazo, sino que requiere la generación futura de divisas y con ello un tipo de cambio devaluado, que reduce aún más las primas de liquidez internacional de esas monedas (problema de las transferencias de Keynes).

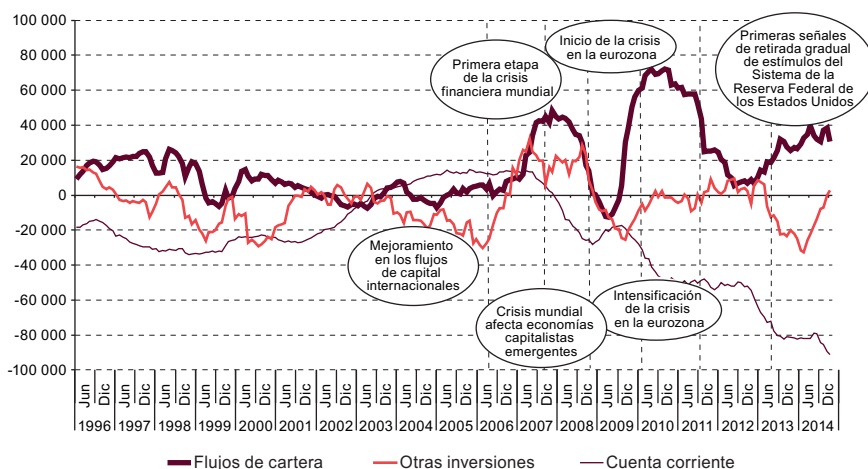
En síntesis, en esta sección se mostró el importante papel que se atribuye en diferentes disciplinas a la existencia de asimetrías monetarias internacionales para el ajuste externo, la autonomía de la política económica, la estructura económica y la distribución de los costos de las crisis financieras. Hasta ahora, en ningún trabajo se relacionaron sistemáticamente esas asimetrías monetarias internacionales con la reciente transformación financiera observada en las economías capitalistas emergentes. Eso es lo que se hace a continuación, con el acento en la experiencia latinoamericana.

## **B. De la integración financiera subordinada a la financierización interna**

Los flujos de capital hacia las economías capitalistas emergentes han aumentado en la última década, superando con creces las olas anteriores. De acuerdo con el Instituto de Finanzas Internacionales (IFI), las entradas totales de capital en las economías capitalistas emergentes pasaron de 200.000 millones de dólares en 2000 a 1,1 billones de dólares en 2014 (IFI, 2015). En términos de reservas, Akyüz (2015) registra que en el período 2000-2013 el activo y el pasivo internacionales brutos de las economías capitalistas emergentes crecieron alrededor de un 15% y un 12,5% anuales, respectivamente, y que sus balances generales brutos se quintuplicaron con creces.

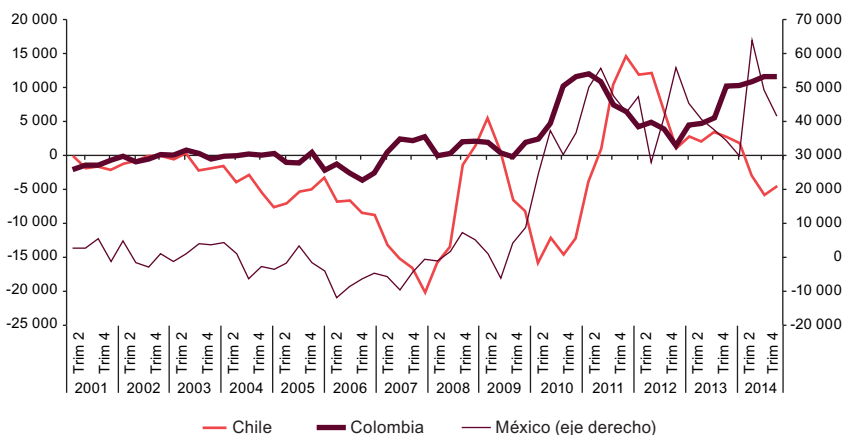
En los gráficos I.1 y I.2 se muestra el incremento sin precedentes en los flujos de capital a corto plazo (inversiones de cartera y otras) en algunos países latinoamericanos.

**Gráfico I.1**  
**Brasil: flujos netos de capital a corto plazo y balanza por cuenta corriente**  
(En millones de dólares)



**Fuente:** Banco Central del Brasil, "Balancetes", Brasilia, 2015 [en línea] <http://www4.bcb.gov.br/fis/cosif/balancetes.asp>.

**Gráfico I.2**  
**Chile, Colombia y México: flujos netos de capital a corto plazo**  
(En millones de dólares)



**Fuente:** Fondo Monetario Internacional (FMI), Base de datos International Financial Statistics (IFS), Washington, D.C., 2016 [en línea] <http://data.imf.org/?sk=5DABAFF2-C5AD-4D27-A175-1253419C02D1>.

En el Brasil, los flujos de capital a corto plazo acumulados de 12 meses aumentaron de una salida de 8.000 millones de dólares a comienzos de 2000 a más de 60.000 millones de dólares y 50.000 millones de dólares a fines de 2007 y 2010, respectivamente. En junio de 2008, justo antes de la quiebra de Lehman Brothers, el pasivo externo a corto plazo pendiente del Brasil ascendía a 679.000 millones de dólares, equivalentes al 46,1% del producto interno bruto (PIB), mientras que antes de la crisis brasileña de 1999 correspondía solo al 28% del PIB. En marzo de 2011, antes de un nuevo empeoramiento de la crisis en la eurozona, el pasivo externo a corto plazo del país era de 883.000 millones de dólares o el 39,7% del PIB. Esta misma tendencia se observa en otros países latinoamericanos. En Chile, los flujos de capital a corto plazo acumulados de 12 meses (flujos de inversiones de cartera y otras) se incrementaron de una salida de 2.000 millones de dólares en 2001 a 5.500 millones de dólares a mediados de 2008 y alcanzaron un máximo de 14.600 millones de dólares a comienzos de 2011. En Colombia, estos pasaron de una salida de 1.000 millones de dólares en el primer trimestre de 2002 a un máximo de 12.100 millones de dólares a comienzos de 2011. En México, ese aumento fue de una salida de 3.000 millones de dólares en 2002 a más de 55.000 millones de dólares en 2011 y alcanzó un máximo de 64.000 millones de dólares a mediados de 2014 (FMI, 2016).

Como se puede observar en los gráficos I.1 y I.2, los flujos de capital en estos países latinoamericanos se han caracterizado por una marcada volatilidad, que deriva en gran parte de los cambios en las condiciones del mercado internacional. En el Brasil, por ejemplo, los flujos de capital a corto plazo empezaron a crecer a comienzos de 2003 a medida que la liquidez volvía a los mercados financieros internacionales, aumentaron en la primera etapa de la crisis financiera internacional, cuando los inversionistas internacionales diversificaron sus inversiones mediante activos líquidos y de alto rendimiento de las economías capitalistas emergentes, y se contrajeron drásticamente cuando la quiebra de Lehman Brothers condujo a un crisis de liquidez mundial. Durante la crisis de la eurozona se observaron patrones similares, pues la incertidumbre inicial llevó a una nueva búsqueda de diversificación en las economías capitalistas emergentes, seguida de una abrupta contracción cuando las condiciones empeoraron. Estas dinámicas fueron exacerbadas por condiciones monetarias extraordinariamente flexibles en las economías capitalistas centrales, que estimularon a los inversionistas internacionales a buscar rendimientos mayores en clases de activos alternativas. Los efectos de los factores externos son particularmente evidentes en el último ciclo de los flujos de capital, debido a que los primeros anuncios de retirada gradual de estímulos (*tapering*) del Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos en mayo-junio de 2013 se tradujeron en una nueva retirada de fondos de



las economías capitalistas emergentes (Eichengreen y Gupta, 2013; Mishra y otros, 2014)<sup>18</sup>.

Además de un incremento en su volumen, los flujos de capital hacia las economías capitalistas emergentes han registrado importantes cambios cualitativos en los últimos años. Desde el punto de vista de las inversiones, a los inversionistas tradicionales de las economías capitalistas emergentes (como los bancos y los fondos dedicados) se ha sumado una gran variedad de otros actores, incluidos inversionistas institucionales (fondos de pensiones, de inversión colectiva y de seguros) y nuevos tipos de inversionistas de fondos de inversión colectiva, como los fondos de inversión cotizados (*exchange-traded funds*) y los macrofondos de inversión libre (*macro-hedge funds*) (Aron, Leape y Thomas, 2010; Jones, 2012; Yuk, 2012). En virtud del enorme tamaño de estos inversionistas financieros, incluso una pequeña reasignación de sus activos de cartera puede tener un efecto considerable en los flujos de capital hacia las economías capitalistas emergentes. Asimismo, estos diferentes actores tienen distintas estrategias de inversión y patrones de financiación, que aumentan significativamente la complejidad de la inversión extranjera. Desde el punto de vista de los activos, estos inversionistas quedaron expuestos a una compleja serie de activos en moneda nacional, incluidos bonos soberanos, acciones, derivados y la moneda en sí, como en el notorio fenómeno de las operaciones de acarreo de divisas (*carry-trade*), que se aborda en la próxima sección con respecto a las economías latinoamericanas<sup>19</sup>.

Así, en la última década, el capital extranjero ha permeado áreas completamente nuevas de la vida económica latinoamericana y, al hacerlo, ha cambiado drásticamente la estructura económica y financiera de la región. Para ilustrar el poder transformador del capital extranjero y la posición subordinada de América Latina con respecto a este, con especial atención al caso del Brasil, en las subsecciones siguientes se analizan los recientes cambios en las prácticas financieras de los agentes económicos clave: los bancos (y sus repercusiones en los hogares) y las corporaciones no financieras.

---

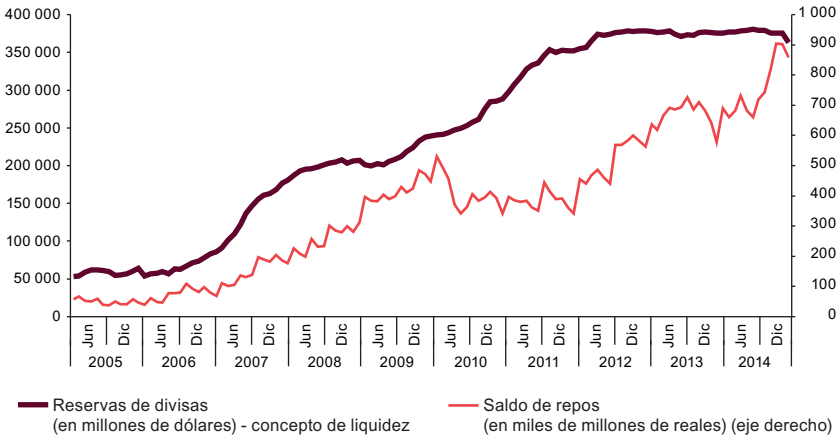
<sup>18</sup> En el Brasil, este último ciclo de flujos de capital ha sido mucho más pronunciado en los flujos bancarios que en los de cartera. Esto se debe a dos razones. En primer lugar, los inversionistas de cartera han cubierto su riesgo de cambio cada vez más en el mercado nacional en lugar de retirar los fondos. En segundo lugar, los flujos bancarios se han exacerbado por las posiciones de los bancos nacionales, que incrementaron sus operaciones internacionales en los últimos años.

<sup>19</sup> La naturaleza cambiante y la creciente complejidad de los flujos de capital internacionales llevan a preguntarse si estamos ante un proceso de financierización "internacional" distinto, que va más allá de un mero incremento en los movimientos de flujos de capital transfronterizos. Se puede decir que, así como la financierización nacional es más que un mero incremento en el tamaño de las operaciones financieras, las recientes transformaciones en los flujos de capital internacionales son más que una cuarta ola de globalización financiera.

### 1. Acumulación de reservas y financierización de los bancos y los hogares

Uno de los cambios más importantes en las relaciones financieras internacionales desde el milenio es la vasta acumulación de reservas de divisas por las economías capitalistas emergentes. Las reservas totales de esas economías aumentaron vertiginosamente de 0,5 billones de dólares en 2000 a 8,1 billones de dólares en 2014. Esta misma tendencia se registró en los países latinoamericanos. Por ejemplo, las reservas de divisas en Chile, Colombia y México aumentaron de 16.000 millones, 13.000 millones y 64.000 millones de dólares a 40.000 millones, 47.000 millones y 196.000 millones de dólares, respectivamente, entre fines de 2004 y 2014 (FMI, 2016). En el gráfico I.3 se muestra el incremento de las reservas de divisas en el Brasil, que aumentaron de 50.000 millones de dólares en 2004 a 364.000 millones de dólares en 2014.

Gráfico I.3  
Brasil: reservas de divisas y operaciones de esterilización monetaria (pactos de recompra o repos)  
(En millones de dólares y miles de millones de reales)



Fuente: Banco Central del Brasil, "Historical series of the balance of payments. Balance of payments and international investment position manual. 6th edition (BPM6)", Brasilia, 2015 [en línea] [http://www.bcb.gov.br/ingles/economic/seriehist\\_i\\_bpm6.asp](http://www.bcb.gov.br/ingles/economic/seriehist_i_bpm6.asp); "Nota para a imprensa", Brasilia, mayo de 2015 [en línea] <http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/demab/ma201505/index.asp>.

Esta vasta acumulación de reservas (sobre todo en dólares) es una consecuencia directa de la creciente integración financiera de las economías capitalistas emergentes y de su naturaleza subordinada. Independientemente de sus saldos de cuenta corriente, las economías capitalistas emergentes fueron receptoras netas de entradas de capitales hasta 2013, condición que

se tradujo en un exceso de divisas en esos países<sup>20</sup>. En lugar de permitir que ese exceso se absorbiera en la economía nacional, los bancos centrales de las economías capitalistas emergentes acumularon un “tesoro de guerra” de reservas de divisas. En primer lugar, la ola de entradas de capitales masiva y sin precedentes con respecto al tamaño de los mercados financieros nacionales creó presiones insostenibles en la liquidez interna, los precios de los activos y el tipo de cambio. Mediante la acumulación de reservas (y las consiguientes operaciones de esterilización) se procuró contener dichas presiones. En segundo lugar, como se mencionó en la sección anterior, al estar en los niveles más bajos de la jerarquía monetaria internacional, las economías capitalistas emergentes deben estar preparadas para hacer frente a grandes y repentinas fugas de capitales hacia divisas con primas de liquidez más altas (o hacia el dinero mundial), que a menudo no guardan relación con los fundamentos económicos. La acumulación de reservas es una precaución necesaria para satisfacer esta demanda y evitar un impacto excesivo en la economía nacional.

Sin embargo, esta acumulación de reservas, como una de las manifestaciones de la financierización subordinada de las economías capitalistas emergentes, tuvo importantes repercusiones en la estructura y el comportamiento del sistema bancario nacional brasileño. Para controlar la expansión monetaria por sus compras de divisas (y en consecuencia las potenciales presiones inflacionarias), el banco central brasileño realizó numerosas operaciones de esterilización monetaria. Es decir, llevó a cabo una gran cantidad de pactos de recompra (repos) utilizando títulos de deuda interna con el sistema bancario para drenar el exceso de reservas bancarias<sup>21</sup>. Como puede observarse en el gráfico I.3, los repos en circulación registrados por el Banco Central del Brasil aumentaron de 58.000 millones de reales en 2004 a 858.000 millones de reales en 2014. Además, su dinámica se relacionaba estrechamente con los movimientos de los flujos de capital internacionales.

A diferencia del dinero efectivo, los repos —que son activos con intereses— ofrecen una rentabilidad mayor. Al mismo tiempo, se caracterizan

---

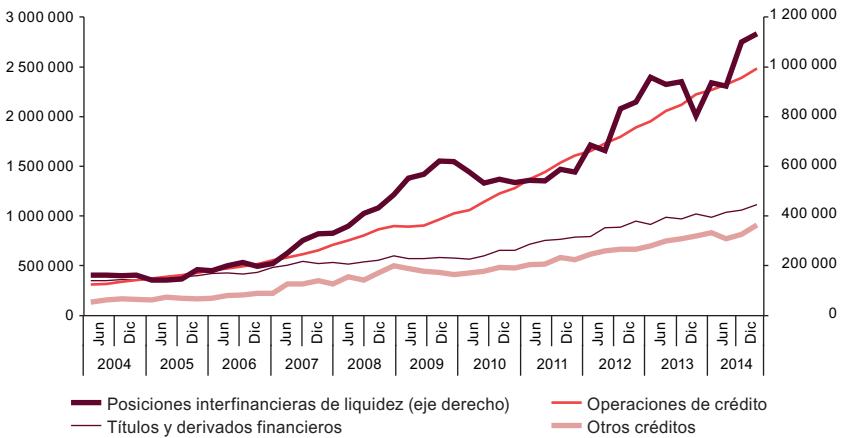
<sup>20</sup> La acumulación de reservas puede originarse en la cuenta corriente, la cuenta de capital o ambas. A diferencia de lo que sostendría la teoría económica neoclásica, los recientes flujos de capital hacia las economías capitalistas emergentes han superado con creces las necesidades de esos países de financiar déficits en cuenta corriente. Por el contrario, los mayores receptores eran aquellos con superávits en cuenta corriente, lo que condujo a un exceso de reservas en muchas economías capitalistas emergentes. Esto cambió desde 2013, cuando la combinación de restricción monetaria en las economías capitalistas centrales, disminución de los precios de los productos básicos y desaceleración en China derivó en salidas de capital.

<sup>21</sup> En estas operaciones de esterilización el banco central ofrece al sistema bancario títulos de deuda pública (con un pacto de recompra futura) en cambio de dinero efectivo. Al operar en el marco institucional de un régimen de metas de inflación, el banco central brasileño está institucionalmente obligado a realizar estas operaciones de esterilización para reducir las presiones inflacionarias que derivan de la expansión de la oferta monetaria en virtud de sus compras de divisas. Así, se podría argumentar que un régimen de metas de inflación institucionaliza la dinámica de financierización descrita en este capítulo.

por una gran liquidez, pues los bancos pueden convertirlos en efectivo en el banco central a un costo muy bajo y prácticamente en cualquier momento. Esta promesa de liquidez en el activo de sus balances, que es particularmente importante en los momentos de crisis, fomentó la confianza de los bancos para incrementar sus propios pasivos. Mediante sus técnicas de gestión de cartera, los bancos brasileños utilizaron estos activos a corto plazo del banco central como garantía para emitir nuevas obligaciones. Este comportamiento bancario es coherente con el enfoque poskeynesiano de los bancos, pues en primer lugar están prestando dinero (reservas bancarias) al banco central. Para emparejar sus posiciones de activos repo, estas emisiones asumieron sobre todo la forma de títulos a corto plazo, principalmente certificados de depósitos<sup>22</sup>.

En el gráfico I.4 se muestra que los repos registrados en el banco central se reflejaban en las posiciones interfinancieras de liquidez de los bancos, esencialmente repos del banco central.

**Gráfico I.4**  
**Brasil: principales activos del sistema bancario**  
*(En millones de reales)*



**Fuente:** Banco Central del Brasil, "Balancetes", Brasilia, 2015 [en línea] <http://www4.bcb.gov.br/fis/cosif/balancetes.asp>.

**Nota:** Los datos bancarios analizados incluyen todo el sistema bancario, excepto los bancos de desarrollo.

Estas posiciones interfinancieras también variaron significativamente en línea con el ciclo de los flujos de capital internacional. Después de un aumento inicial hasta la crisis financiera mundial de 2008 y una contracción posterior, la tenencia de repos en los bancos volvió a aumentar a medida que el desarrollo de la crisis en la eurozona y las expectativas de la retirada gradual de estímulos por parte de los Estados Unidos condujeron a una nueva ola de flujos de capital. Las operaciones de crédito totales (operaciones de crédito

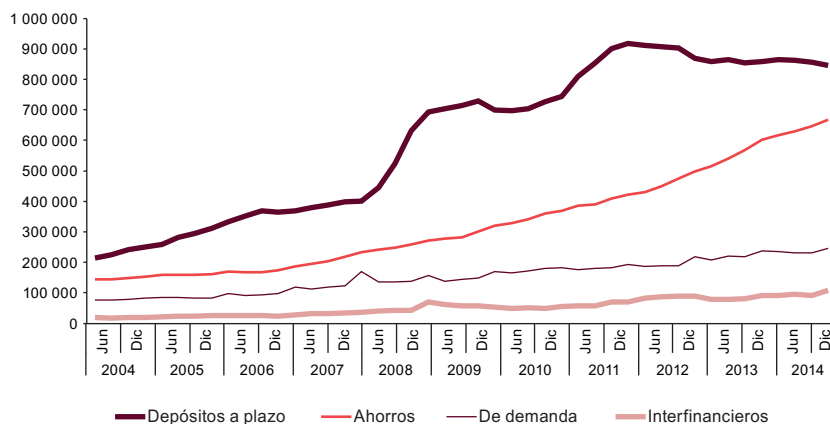
<sup>22</sup> Este análisis del comportamiento bancario se basa en Painceira (2012).

y otras partidas del haber) también registraron un aumento constante. En principio, este incremento debería ser beneficioso para la acumulación de capital pues las empresas son tradicionalmente los principales demandantes de préstamos bancarios. Sin embargo, como se verá más adelante, la estructura del crédito bancario en el Brasil cambió considerablemente en los últimos años.

De alguna manera, este incremento de los activos líquidos y las operaciones de crédito en la composición de los activos bancarios tuvo lugar en otros países latinoamericanos. Los préstamos y los títulos de deuda pública nacional (sobre todo para fines de transacción, similares a los repos) han sido los principales activos bancarios en México desde 2004 (Bureau van Dijk, 2016). En Chile y Colombia, los créditos al sector privado (sobre todo préstamos a entidades no financieras) han sido la posición de activos bancarios dominante desde 2004 (FMI, 2016).

En el gráfico I.5 se muestra la manera en que los bancos brasileños utilizaron estos activos de gran liquidez (y con intereses) para apalancar e incrementar su propia financiación. En cierta medida, el mismo proceso se registró en el sistema bancario mexicano, pues hubo un aumento de los activos líquidos (títulos de deuda para transacciones) y de la financiación bancaria mediante repos (Bureau van Dijk, 2016).

**Gráfico I.5**  
**Brasil: tipos de depósitos bancarios**  
(En millones de reales)



**Fuente:** Banco Central del Brasil, "Balancetes", Brasilia, 2015 [en línea] <http://www4.bcb.gov.br/fis/cosif/balancetes.asp>.

**Nota:** Los depósitos bancarios son el ítem principal del pasivo de los bancos brasileños (alrededor de 1,8 billones de reales a fines de 2014). Las otras categorías son: obligaciones repo (aproximadamente 1,4 billones de reales a fines de 2014), otras obligaciones (esencialmente varios tipos de obligaciones y obligaciones en la cartera en moneda extranjera —no se incluyen los préstamos en divisas—, alrededor de 1 billón de reales a fines de 2014) y obligaciones con préstamos y transferencias (esencialmente préstamos en divisas y transferencias gubernamentales, poco más de 660.000 millones de reales a fines de 2014).

Los depósitos a plazo, que se componen principalmente de certificados de depósitos, aumentaron considerablemente con respecto a otras categorías de depósitos. Los certificados de depósitos son títulos emitidos por los bancos que pueden clasificarse como obligaciones propias de los bancos. Todos los depósitos son obligaciones bancarias en la medida en que los bancos tienen obligaciones con los depositantes. Sin embargo, solo las obligaciones emitidas por bancos, como los certificados de depósitos o las obligaciones financieras, pueden considerarse propias de los bancos, porque su emisión está determinada principalmente por las decisiones de cartera del banco (mientras que las otras obligaciones son en gran medida decididas por los acreedores o clientes de los bancos). En el gráfico I.5 también se observa que estos depósitos aumentaron simultáneamente con el crecimiento en las entradas de capital y los repos del banco central en los balances de los bancos.

Este endeudamiento adicional, a su vez, permitió a los bancos incrementar la columna del activo de sus operaciones. En otras palabras, los bancos brasileños utilizaron los bonos de esterilización, emitidos por el banco central, para afrontar las consecuencias adversas de la acumulación de reservas y ampliar sus propios balances. Vista la naturaleza a corto plazo de esos bonos y, por lo tanto, el endeudamiento de los bancos, sus nuevos activos también se mantuvieron relativamente a corto plazo. Esto llevó a que los préstamos a largo plazo (riesgosos) al sector productivo fueran desplazados por préstamos a los hogares (menos riesgosos) a corto plazo.

En el gráfico I.6 se ilustra la manera en que el cambio en el patrón de financiación de los bancos influyó en su asignación de crédito. Se evidencia el drástico cambio en la asignación del crédito, al pasar de préstamos “productivos” a la industria a la financiación de la vivienda y el consumo a más corto plazo, contribuyendo de ese modo a la creciente financierización de los hogares. Este cambio habría sido aún más pronunciado si se descartara el aumento en la financiación a la industria proporcionada por el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES), que es una de las más importantes fuentes de préstamos industriales en el Brasil desde 2009<sup>23</sup>.

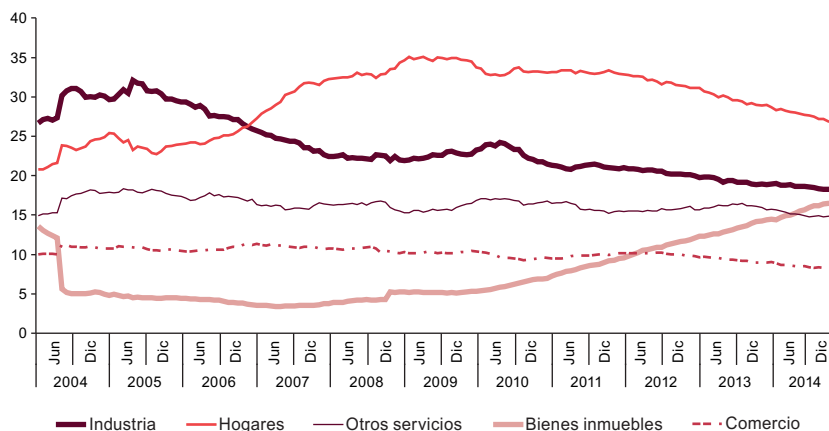
Vista la reducción del plazo de las obligaciones bancarias, los bancos trataron de emparejar el vencimiento de su financiación con sus posiciones de activos. El crédito a los hogares, que generalmente tiene un vencimiento más corto que el crédito a la industria, les permitió hacerlo. En los últimos años, el estancamiento en el crédito al consumo se ha compensado con creces mediante los préstamos inmobiliarios, principalmente mediante la

---

<sup>23</sup> Obviamente, el cambio en la estructura de financiación de los bancos no fue la única razón para el incremento en los préstamos al consumo. El crecimiento económico, el aumento del salario mínimo real y la rentabilidad de esos préstamos también contribuyeron a esta tendencia. Sin embargo, sin la expansión de los balances mediante las operaciones de esterilización del Banco Central del Brasil y la reducción de su estructura de financiación, satisfacer la creciente demanda de crédito a los hogares habría sido mucho más difícil para los bancos.

provisión de hipotecas a los hogares. De alguna manera, esta tendencia en el comportamiento bancario, en la que se destacan el incremento de los activos líquidos y la mayor dependencia de la financiación del mercado con efectos en la asignación del crédito, también se registró en menor medida en México. Entre 2004 y 2014, los préstamos a los hogares aumentaron del 11% al 20% de los préstamos bancarios totales.

**Gráfico I.6**  
**Brasil: principales ítems de asignación de crédito en el sistema financiero**  
(En porcentajes)



**Fuente:** Banco Central del Brasil, "Balancetes", Brasilia, 2015 [en línea] <http://www4.bcb.gov.br/fis/cosif/balancetes.asp>.

El cambio en las carteras de los bancos a favor de los préstamos a los hogares también se refleja en el endeudamiento de los hogares en el Brasil, que pasó del 7,2% a fines de 2003 al 24,7% del PIB a fines de 2014. La deuda de los hogares también creció en todas las economías latinoamericanas (IFI, 2016). Por ejemplo, en el mismo período, esta se incrementó del 9,5% al 14,7% en México, del 23,6% al 38,2% en Chile y del 2,6% al 5,7% en la Argentina. Los bancos también han sido la principal fuente de financiación en la región latinoamericana (Matos, 2017). En este sentido, incluso en presencia de otros factores singulares, los bancos han desempeñado un papel importante en el aumento de la deuda de los hogares en las principales economías latinoamericanas. En las economías capitalistas emergentes (las 20 economías principales), el endeudamiento de los hogares aumentó del 17,9% al 32,2% del PIB entre 2003 y 2014 (IFI, 2016).

Hasta ahora se describió la forma en que la integración financiera subordinada del Brasil, que se manifiesta en la gran acumulación de reservas, indujo a los bancos a ampliar sus balances generales, depender en mayor medida de la financiación de mercado y sustituir los préstamos a

las empresas por préstamos a los hogares, transformaciones similares a los fenómenos de financierización señalados en la literatura. Este proceso de resume en el diagrama I.1.

**Diagrama I.1**  
**De la acumulación de reservas a la financierización de los bancos y los hogares**



**Fuente:** Elaboración propia.

Al mismo tiempo, fueron esas mismas transformaciones las que facilitaron la creciente integración financiera del Brasil. Los activos financieros a corto plazo en los balances de los bancos nacionales, que podían revenderse fácilmente a bajo costo, proporcionaron margen de maniobra a los bancos y de esa manera redujeron el riesgo de actuar de los inversionistas extranjeros. Este fue particularmente el caso durante las turbulencias del mercado, cuando los repos permitieron a los bancos acceder fácilmente a la liquidez del banco central mediante operaciones de mercado abierto. Esta reducción en el riesgo de balance de los bancos los volvió más capaces y dispuestos a captar recursos extranjeros, estimulando de ese modo nuevas entradas de capital<sup>24</sup>.

Por último, existen dos mecanismos importantes mediante los cuales los procesos descritos anteriormente podrían haber contribuido a exacerbar el desarrollo desigual y a consolidar la posición (monetaria) internacional subordinada de las economías capitalistas emergentes. En primer lugar, la acumulación de reservas supone una constante transferencia de recursos de las economías capitalistas emergentes a las economías capitalistas centrales. Mientras que los bancos centrales de las economías capitalistas emergentes

<sup>24</sup> Esto también muestra el importante papel que desempeñan las instituciones públicas en los procesos de financierización. En muchos casos, es la capacidad de tener activos de corto plazo y relativo bajo riesgo, es decir bonos del gobierno, que permite a las instituciones financieras aumentar sus balances.



tienen bonos soberanos de bajo rendimiento, seguros y líquidos de las economías capitalistas centrales, los flujos de capital extranjero generan considerables rendimientos que se repatrían al extranjero (Painceira, 2008). De hecho, como muestra Yuk (2012) para el caso de China, las economías capitalistas emergentes están en última instancia muy limitadas en la forma en que pueden utilizar esas reservas internacionales, vista la necesidad de los bancos centrales de emparejar, lo más posible, los activos en reservas extranjeras en sus balances con sus obligaciones internas (incluidos los títulos de deuda), que tienen que emitir (o utilizar) para comprar esas reservas. En segundo lugar, la sustitución de préstamos productivos por préstamos a los hogares perjudica la acumulación de capital, afectando negativamente el potencial de crecimiento de las economías capitalistas emergentes.

## **2. Vulnerabilidad externa y financierización de las corporaciones no financieras**

La segunda manifestación de la integración financiera subordinada de las economías capitalistas emergentes es su vulnerabilidad ante grandes y repentinos movimientos de capital y del tipo de cambio, con frecuencia independientes de las condiciones económicas internas. Como se mencionó en la sección anterior, esta vulnerabilidad externa se ha analizado tradicionalmente en el contexto de la incapacidad de las economías emergentes de endeudarse en su propia moneda, su “pecado original”, que llevó a los inversionistas internacionales a desconfiar de su capacidad de reembolso.

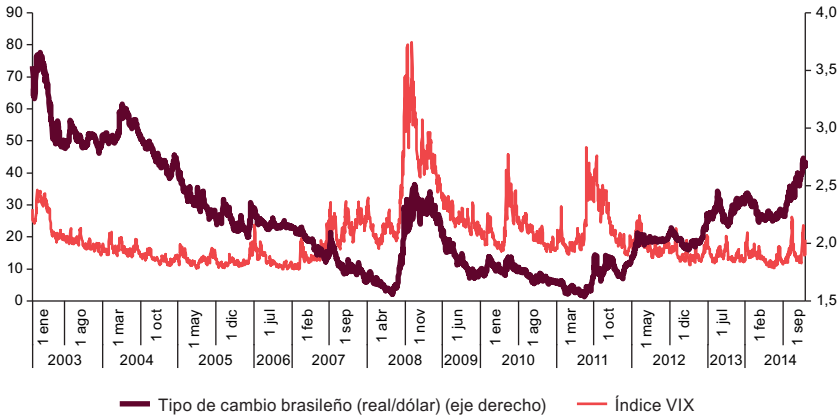
Para los teóricos neoclásicos, ese “pecado original” obedecía a políticas económicas desacertadas, que causaron asimetrías de información y riesgo moral (Krugman, 1999; MacKinnon y Pill, 1998), a instituciones nacionales débiles (Burger y Warnock, 2006) o a ambas cosas a la vez. En consecuencia, el mantenimiento de fundamentos económicos sólidos, el desarrollo de instituciones nacionales creíbles y la retirada del Estado del mercado en general deberían reducir la vulnerabilidad externa de las economías capitalistas emergentes. Al mismo tiempo, se pensaba que la conversión de la deuda en moneda extranjera a deuda en moneda nacional, un alto nivel de reservas de divisas y el desarrollo de mercados financieros nacionales ayudarían a estabilizar los flujos de capital internacional (Caballero, Cowan y Kearns, 2004; Goldstein y Turner, 2004).

En los gráficos I.1 y I.2 se mostró que esto no fue así. Además de su incremento masivo, los flujos de capital se caracterizaron por una extrema volatilidad, en gran medida determinada por las condiciones en los mercados financieros internacionales. En el caso del Brasil, Kaltenbrunner y Painceira (2015) muestran que esto tuvo lugar no obstante los fundamentos sólidos del país, la acumulación masiva de reservas de divisas y la conversión de la deuda en moneda extranjera a deuda en moneda nacional. De hecho, aunque

el Brasil se había convertido en un acreedor neto en moneda extranjera, continuaba sujeto a los violentos movimientos del capital extranjero. En cierta medida, el mismo proceso puede observarse en otras economías capitalistas emergentes, entre ellas México.

Las consecuencias fueron casi tan violentas como los movimientos del tipo de cambio. En el gráfico I.7 se muestran el real brasileño y el índice VIX, una medida de la volatilidad implícita de las opciones del índice S&P 500, que constituye un indicador de las condiciones del mercado internacional utilizado ampliamente.

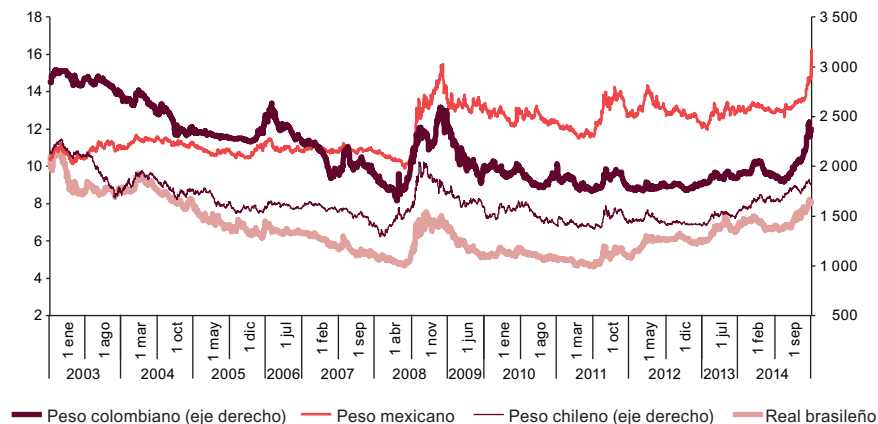
**Gráfico I.7**  
**El real brasileño y el índice VIX**



**Fuente:** Elaboración propia sobre la base de Bloomberg.

Como puede observarse en el gráfico I.7, el real brasileño sufrió una apreciación al pasar de casi 3,6 reales por dólar a comienzos de 2003 a casi 1,5 reales por dólar en agosto de 2008, pero luego perdió alrededor del 60% una vez más hasta el inicio de diciembre de 2008, durante el peor período de la crisis financiera internacional. El real brasileño recuperó la mayor parte de esa pérdida a mediados de 2011, para luego depreciarse un 16% durante el empeoramiento de la crisis de la eurozona en septiembre de ese año. Esta depreciación se aceleró a mediados de 2013, con las primeras señales de normalización de la política monetaria estadounidense, y aún más a fines de 2014, debido a una marcada contracción de los precios de los productos básicos y un aumento de la incertidumbre política y económica interna. En el gráfico I.8 se muestra que el real brasileño, el peso mexicano y el peso colombiano presentaron la misma tendencia en los últimos años, en particular cuando cambiaban las condiciones de financiación internacional.

**Gráfico I.8**  
**América Latina (países seleccionados): tipos de cambio**



**Fuente:** Elaboración propia sobre la base de Bloomberg.

**Nota:** Para fines de presentación, el real brasileño y el peso chileno se multiplicaron por tres.

Al igual que la acumulación de reservas, la constante vulnerabilidad externa del Brasil obedece a su creciente integración financiera subordinada. Por una parte, las reservas masivas de capital extranjero en el país significaron que los cambios en las condiciones del mercado internacional y la reasignación de las carteras internacionales tenían grandes repercusiones en la economía brasileña. Por otra, la naturaleza de esas inversiones extranjeras continuaba estando determinada por la posición subordinada del Brasil en el sistema financiero y monetario internacional. En primer lugar, aunque estaban denominadas en moneda nacional (en un aparente alejamiento del pecado original de las economías capitalistas emergentes), esas inversiones se mantuvieron a muy corto plazo y se concentraron en clases de activos volátiles y de alto rendimiento. Por ejemplo, aunque se está prolongando, el vencimiento medio de la deuda pública nacional del Brasil era de alrededor de 4,3 años en 2014. Teniendo en cuenta las operaciones de esterilización monetaria (repos) del Banco Central del Brasil, el vencimiento medio disminuye aún más a 2,7 años. Las inversiones en valores y derivados son inherentemente más a corto plazo, pues sus principales réditos provienen de las transacciones y la consiguiente ganancia de capital. Esta naturaleza a corto plazo es el resultado de la posición subordinada de las monedas de las economías capitalistas emergentes en la jerarquía monetaria internacional, pues los inversionistas internacionales no est n preparados para comprometer fondos a más largo plazo. Los vencimientos breves permiten la reventa rápida y fácil en caso de cambios en el ambiente de riesgo internacional, "compensando" la posición internacional inferior de las monedas de las economías capitalistas emergentes.

En segundo lugar, la mayoría de las inversiones en las economías capitalistas emergentes continúan financiadas en las monedas de las economías capitalistas centrales, en particular el dólar. Debido a su posición en la cima de la jerarquía monetaria internacional, el dólar es la moneda de financiación más importante del mundo. Su alta prima de liquidez internacional permite a los agentes estadounidenses ofrecer bajas tasas de interés y asegura la estabilidad de su valor en períodos de creciente incertidumbre. Al mismo tiempo, los mercados financieros profundos y líquidos de los Estados Unidos ofrecen una amplia gama de instrumentos. Sin embargo, el papel del dólar como la principal moneda de financiación mundial significa que el deterioro de las condiciones de liquidez internacionales y, en consecuencia, de las limitaciones a la financiación llevarán a un incremento de su demanda. Por otra parte, las monedas de inversión como algunas monedas latinoamericanas, en particular el real brasileño, están sujetas a presiones de depreciación latentes pues el deterioro de las condiciones del mercado internacional provocará presiones de venta.

Sin embargo, esta vulnerabilidad a los grandes movimientos de capital y del tipo de cambio, que a menudo son imprevisibles, básicamente determinan las relaciones de los agentes económicos con los mercados financieros. En ese sentido, las corporaciones no financieras en América Latina (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) han sido relativamente más vulnerables a la inversión de las condiciones de financiación, en particular la financiación externa, debido al incremento en la exposición neta de las obligaciones en moneda extranjera. En general, las relaciones entre la deuda y el activo han aumentado desde la crisis financiera mundial (González-Miranda, 2012).

Algo aún más importante desde una perspectiva de desarrollo es que, en los últimos años, las (grandes) corporaciones no financieras latinoamericanas se han vuelto muy activas en los mercados financieros, tanto en la columna del activo como en la del pasivo de sus balances. Por ejemplo, para protegerse de los movimientos adversos del tipo de cambio, las corporaciones no financieras exportadoras brasileñas han comenzado a operar en el mercado local de derivados para cubrir sus ingresos de exportación o déficits esperados. Debido a las posibles ganancias con los tipos de cambio, esas operaciones se han vuelto especulativas en algunos casos, llevando a considerables pérdidas y a situaciones cercanas a la bancarrota durante la crisis financiera internacional (Farhi y Borghi, 2009). Desde el punto de vista del pasivo, las corporaciones no financieras latinoamericanas, en particular brasileñas y mexicanas, han incrementado su endeudamiento en moneda extranjera en mercados transnacionales desde 2011. Entre el primer trimestre de 2011 y el último trimestre de 2015, la deuda denominada en dólares como porcentaje del PIB en el Brasil y México aumentó del 8,5% y el 6% al 19,1% y el 12,5%, respectivamente, mientras que en Chile creció del 22,3% al 38% (IFI, 2016). Además, el Banco de Pagos Internacionales (BPI) muestra que estas

obligaciones externas estaban parcialmente relacionadas con operaciones de acarreo de divisas. Las corporaciones no financieras brasileñas se endeudaron en dólares en el extranjero para invertir en activos en moneda nacional, aprovechando tanto las altas tasas de interés como los movimientos favorables del tipo de cambio. Otras corporaciones no financieras latinoamericanas de la Argentina, Chile, Colombia, México y el Perú presentaron el mismo comportamiento (Bruno y Shin, 2015)<sup>25</sup>.

En general, la región latinoamericana ha sido un objetivo para las operaciones de acarreo de divisas (*carry trade*) por los principales inversionistas internacionales, entre ellos los inversionistas en dinero real y fondos de inversión libre (BPI, 2015). Una vez más, la integración financiera subordinada de los países latinoamericanos, en particular el Brasil, no solo determinó el comportamiento de las corporaciones no financieras nacionales, sino que las operaciones de esas empresas sustentaron nuevas entradas de capital. En la experiencia brasileña, las posiciones de las corporaciones no financieras actuaron como contrapartidas de las operaciones de los actores financieros, permitiéndoles ampliar aún más sus posiciones. En el caso de las posiciones de divisas “especulativas” los bancos nacionales actuaron como contrapartes con mayor frecuencia. En este caso, los bancos incurrirían en pérdidas sobre el tipo de cambio pero obtendrían ganancias considerables sobre el margen de la tasa de interés al pedir préstamos de moneda extranjera en el extranjero y prestarla a su vez a empresas nacionales. Los bancos nacionales podrían cuadrar estas posiciones nuevamente con inversionistas extranjeros, especulando sobre el tipo de cambio. En el caso de las posiciones “de cobertura”, eran los bancos o incluso los inversionistas extranjeros los que asumían la contraparte, aprovechando los movimientos favorables del tipo de cambio.

Por último, las operaciones financieras de las corporaciones no financieras ofrecen los ejemplos más claros de la manera en que la financierización posiblemente consolida y exacerba el desarrollo desigual. Demir (2009a) examina el caso de la Argentina, México y Turquía y muestra que las inversiones financieras han desplazado a las inversiones reales, reduciendo así la acumulación de capital. En forma análoga, las pérdidas de las corporaciones no financieras durante las turbulencias del mercado financiero han afectado negativamente el crecimiento. Incluso aunque algunas fracciones del capital productivo nacional pueden aprovechar la mayor penetración financiera, es posible que otras no logren hacerlo. En ese sentido, la financierización puede llevar a una división del mundo de las corporaciones no financieras, de modo que las empresas grandes y más preparadas pueden aprovechar las

---

<sup>25</sup> Otra razón por la cual las corporaciones no financieras brasileñas acuden a los mercados de capital internacionales se relaciona estrechamente con la subordinación monetaria en sí. Debido a las altas tasas de interés y al corto plazo de los activos brasileños en moneda nacional, las corporaciones no financieras recurren al endeudamiento principalmente en el mercado internacional en moneda extranjera.

nuevas oportunidades financieras, mientras que las empresas medianas y pequeñas carecen de los conocimientos y los recursos financieros necesarios para “jugar” el juego de manera eficaz (Powell, 2013). Esta implicación hace eco de viejos argumentos de que la desintermediación financiera (es decir, el pasaje de la financiación bancaria a la financiación del mercado de capital) exacerbará la desigualdad del crédito y aumentará las dinámicas de inclusión y exclusión (French y Leyshon, 2004; Boyer, 2007; Rethel, 2010).

Además de esas repercusiones en la economía “real”, se puede decir que la financierización también consolida las jerarquías monetarias internacionales existentes y la posición subordinada de las economías capitalistas emergentes dentro de ellas. Mientras que el papel del dólar como la moneda de financiación más importante del mundo le garantizan una considerable estabilidad de valor, ocurre lo contrario en el caso de las monedas de inversión financierizadas que se enfrentan a presiones latentes de depreciación y a la probable pérdida de valor considerable y repentina en los períodos de turbulencias del mercado. Estas presiones latentes de depreciación hacen que los inversionistas (internacionales) sean reacios a comprometer fondos a largo plazo en estas monedas o incluso a utilizarlas como moneda de financiación, consolidando su posición subordinada en la jerarquía monetaria internacional.

## C. Conclusiones

En este capítulo se argumentó que los recientes cambios en las prácticas y las relaciones financieras de los actores económicos latinoamericanos, en particular en el Brasil, han sido básicamente determinados por su integración en la economía mundial y por la naturaleza subordinada que esta integración ha asumido. Para ilustrar este argumento se presentaron dos procesos. El primero consiste en la acumulación de reservas y la financierización de los bancos y los hogares, mientras que el segundo corresponde a la constante vulnerabilidad externa de las economías capitalistas emergentes, que ha intensificado la financierización de las corporaciones no financieras. El marco analítico subyacente a este análisis fue el concepto de jerarquías monetarias internacionales, que es central para la economía política marxista, la economía política internacional y la poskeynesiana.

Al efectuar ese análisis, se procuró realizar varios aportes a la literatura sobre financierización. En primer lugar, se presentaron nuevas ideas sobre la naturaleza y los procesos diferenciados de la financierización fuera del núcleo anglosajón. En lugar de examinar sus diversas manifestaciones, se hizo hincapié en los procesos y mecanismos diferenciales mediante los cuales se ha desarrollado la financierización. En segundo lugar, se ampliaron los análisis de la relación entre la financierización y los flujos de capital

transfronterizos. A diferencia de los trabajos existentes, se puso el acento en los receptores de capital y en las repercusiones de la financierización internacional en las estructuras financieras y económicas nacionales. En tercer lugar, al subrayar la estrecha relación entre las constelaciones monetarias internacionales y la financierización, el estudio se insertó en un análisis crítico del dinero, un aporte que curiosamente falta en la mayor parte de la literatura sobre financierización. Por último, y tal vez más importante, se mostró que la financierización no solo está básicamente determinada por la posición subordinada de las economías capitalistas emergentes en la economía financiera internacional, sino que la misma financierización consolida dicha posición y exacerba el desarrollo desigual. Esto funciona tanto a través de las consecuencias reales de la financierización como de los procesos de autorrefuerzo dentro de los propios mercados financieros.

## Bibliografía

- Aalbers, M. (2008), "The financialization of home and the mortgage market crisis", *Competition and Change*, vol. 12, N° 2, Thousand Oaks, SAGE Publishing, junio.
- Aglietta, M. y R. Breton (2001), "Financial systems, corporate control and capital accumulation", *Economy and Society*, vol. 30, N° 4, Abingdon, Routledge.
- Akkemik, K. y Ş. Özen (2014), "Macroeconomic and institutional determinants of financialisation of non-financial firms: Case study of Turkey", *Socio-Economic Review*, vol. 12, N° 1, Oxford, Oxford University Press, enero.
- Akyüz, Y. (2015), "Internationalization of finance and changing vulnerabilities in emerging and developing economies", *Research Paper*, N° 60, Ginebra, Centro del Sur, enero.
- Amaral, M. (2012), "Teorias do imperialismo e da dependência: a atualização necessária ante a financeirização do capitalismo", tesis de doctorado, São Paulo, Universidad de São Paulo [en línea] <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12140/tde-09102012-174024/pt-br.php>.
- Araújo, E., M. Bruno y D. Pimentel (2012), "Financialization against industrialization: a regulationist approach to the Brazilian Paradox", *Revue de la Régulation*, N° 11, Grenoble, Universidad Pierre Mendès France.
- Aron, J., J. Leape y L. Thomas (2010), "Foreign portfolio investment and capital markets in South Africa", documento presentado en la Conferencia Anual 2010 del Centro de Estudios de Economía Africana (CSAE), Oxford, St. Catherine's College, 21-23 de marzo.
- Arrighi, G. (1994), *The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of Our Times*, Londres/Nueva York, Verso.
- Banco Central del Brasil (2015a), "Balancetes", Brasilia [en línea] <http://www4.bcb.gov.br/fis/cosif/balancetes.asp>.
- (2015b), "Historical series of the balance of payments. Balance of payments and international investment position manual. 6th edition (BPM6)", Brasilia [en línea] [http://www.bcb.gov.br/ingles/economic/seriehist\\_i\\_bpm6.asp](http://www.bcb.gov.br/ingles/economic/seriehist_i_bpm6.asp).
- (2015c), "Nota para a imprensa", Brasilia, mayo [en línea] <http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/demab/ma201505/index.asp>.

- Baran, P. y P. Sweezy (1966), *Monopoly Capital: An Essay on the American Economic and Social Order*, Nueva York, Monthly Review Press.
- Becker, J. y otros (2010), "Peripheral financialization and vulnerability to crisis: a regulationist perspective", *Competition and Change*, vol. 14, N° 3-4, Thousand Oaks, SAGE Publishing, diciembre.
- Bond, P. (1998), *Uneven Zimbabwe: A Study of Finance, Development, and Underdevelopment*, Asmara/Trenton, Africa World Press.
- Bonizzi, B. (2013), "Financialization in developing and emerging countries", *International Journal of Political Economy*, vol. 42, N° 4, Abingdon, Routledge.
- Boyer, R. (2007), "Assessing the impact of fair value upon financial crises", *Socio-Economic Review*, vol. 5, N° 4, Oxford, Oxford University Press, octubre.
- \_\_\_\_\_(2000), "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis", *Economy and Society*, vol. 29, N° 1, Abingdon, Routledge.
- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (2015), "What do new forms of finance mean for EM central banks?", *BIS Papers*, N° 83, Basilea, noviembre.
- Brenner, R. (2004), "New boom or new bubble", *New Left Review*, vol. 25, Londres, enero-febrero.
- Bruno, V. y H.S. Shin (2015), "Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis", *BIS Working Papers*, N° 510, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), agosto.
- Bureau van Dijk (2016), Base de datos Bankscope [en línea] <https://www.bvdinfo.com/en-us/our-products/company-information/international-products/bankscope>.
- Burger, J. y F. Warnock (2006), "Local currency bond markets", *NBER Working Paper*, N° 12552, Cambridge, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas, octubre.
- Caballero, R., K. Cowan y J. Kearns (2004), "Fear of sudden stops: lessons from Australia and Chile", *NBER Working Paper*, N° 10519, Cambridge, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas, mayo.
- Chilcote, R. (1978), "A question of dependency", *Latin American Research Review*, vol. 13, N° 2, Pittsburgh, Asociación de Estudios Latinoamericanos (LASA).
- Christophers, B. (2015), "The limits to financialization", *Dialogues in Human Geography*, vol. 5, N° 2, Thousand Oaks, SAGE Publishing, julio.
- \_\_\_\_\_(2012), "Anaemic geographies of financialisation", *New Political Economy*, vol. 17, N° 3, Abingdon, Routledge.
- Cohen, B. (2006), "The macrofoundations of monetary power", *International Monetary Power*, D. Andrews (ed.), Ithaca, Cornell University Press.
- \_\_\_\_\_(1998), *The Geography of Money*, Ithaca, Cornell University Press.
- Correa, E., G. Vidal y W. Marshall (2012), "Financialization in Mexico: trajectory and limits", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 35, N° 2, Abingdon, Taylor & Francis.
- Crotty, J. (2003), "The neoliberal paradox: the impact of destructive product market competition and impatient finance on nonfinancial corporations in the neoliberal era", *Review of Radical Political Economics*, vol. 35, N° 3, Thousand Oaks, SAGE Publishing, septiembre.
- De Conti, B. (2011), "Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas", tesis de doctorado, Campinas, Universidad Estadual de Campinas, febrero.
- De Conti, B., D. Prates y D. Plihon (2014), "A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos", *Economia e Sociedade*, vol. 23, N° 2, Campinas, Universidad Estadual de Campinas, agosto.



- Demir, F. (2009a), "Financial liberalization, private investment and portfolio choice: financialization of real sectors in emerging markets", *Journal of Development Economics*, vol. 88, N° 2, Amsterdam, Elsevier, marzo.
- \_\_\_\_ (2009b), "Capital market imperfections and financialization of real sectors in emerging markets: private investment and cash flow relationship revisited", *World Development*, vol. 37, N° 5, Amsterdam, Elsevier, mayo.
- Dos Santos, P. (2009), "On the content of banking in contemporary capitalism", *Historical Materialism*, vol. 17, N° 2, Leiden, Brill, junio.
- \_\_\_\_ (2003), *La teoría de la dependencia: balance y perspectivas*, Buenos Aires, Plaza & Janes Editores.
- Doucette, J. y B. Seo (2011), "Limits to financialization? Locating financialization within East Asian exportist economies", *Working Paper*, N° 21, Tokio, Universidad Hitotsubashi, septiembre.
- Dow, S. (1999), "International liquidity preference and endogenous credit", *Foundations of International Economics: Post Keynesian Perspectives*, J. Deprez y J. Harvey (eds.), Londres, Routledge.
- Duménil, G. y D. Lévy (2004), *Capital Resurgent: Roots of the Neoliberal Revolution*, Cambridge, Harvard University Press, abril.
- Dymski, G. (2010), "Why the subprime crisis is different: a Minskyian approach", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 34, N° 2, Oxford, Oxford University Press, marzo.
- Eichengreen, B. (2010), *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford, Oxford University Press, noviembre.
- Eichengreen, B. y P. Gupta (2013), "Tapering talk: the impact of expectations of reduced federal reserve security purchases on emerging markets", *Vox*, Londres, Centro de Investigación sobre Políticas Económicas (CEPR), 19 de diciembre [en línea] <http://www.voxeu.org/article/fed-tapering-and-emerging-markets>.
- Eichengreen, B., R. Hausmann y U. Panizza (2005), "The mystery of original sin", *Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, B. Eichengreen y R. Hausmann (eds.), Chicago, University of Chicago Press, febrero.
- Engelen, E., M. Konings y R. Fernandez (2010), "Geographies of financialization in disarray: the Dutch case in comparative perspective", *Economic Geography*, vol. 86, N° 1, Worcester, Clark University, enero.
- Ergünes, N. (2012), "Global integration of middle-income developing countries in the era of financialisation: the case of Turkey", *Financialisation in Crisis*, C. Lapavistas (ed.), Leiden, Brill.
- Ertürk, I. (2003), "Governance or financialisation: the Turkish case", *Competition and Change*, vol. 7, N° 4, Abingdon, Routledge.
- Ertürk, I. y S. Solari (2007), "Banks as continuous reinvention", *New Political Economy*, vol. 12, N° 3, Abingdon, Routledge, septiembre.
- Farhi, M. y R. Borghi (2009), "Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes no ciclo recente", *Estudos Avançados*, vol. 23, N° 66, São Paulo, Universidad de São Paulo.
- Fischer, A. (2015), "The end of peripheries? On the enduring relevance of structuralism for understanding contemporary global development", *Development and Change*, vol. 46, N° 4, Hoboken, Wiley, julio.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2016), Base de datos International Financial Statistics (IFS), Washington, D.C. [en línea] <http://data.imf.org/?sk=5DABAFF2-C5AD-4D27-A175-1253419C02D1>.

- Frank, A. (1967), *Capitalism and Underdevelopment in Latin America: Historical Studies of Brazil and Chile*, Nueva York, Monthly Review Press.
- French, S. y A. Leyshon (2004), "The new, new financial system? Towards a conceptualization of financial reintermediation", *Review of International Political Economy*, vol. 11, N° 2, Abingdon, Routledge, mayo.
- French, S., A. Leyshon y T. Wainwright (2011), "Financializing space, spacing financialization", *Progress in Human Geography*, vol. 35, N° 6, Thousand Oaks, SAGE Publishing, julio.
- Fritz, B. (2002), *Entwicklung durch wechsellkurs-basierte Stabilisierung? Der Fall Brasilien*, Marburgo, Metropolis.
- Fritz, B., D. Prates y L. de Paula (2014), "Keynes at the periphery: currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies", *Anais do XLII Encontro Nacional de Economia*, N° 110, Río de Janeiro, Asociación Nacional de los Centros de Posgrado en Economía (ANPEC) [en línea] [https://www.anpec.org.br/encontro/2014/submissao/files\\_I/i7-7db2c867ef1f3165be933e8ed03fd87f.pdf](https://www.anpec.org.br/encontro/2014/submissao/files_I/i7-7db2c867ef1f3165be933e8ed03fd87f.pdf).
- Furtado, C. (1962), *Formación económica del Brasil*, Ciudad de México, Fondo de Cultura Económica.
- Gabor, D. (2013), "The financialisation of the Romanian economy: from central bank-led to dependent financialization", *Studies in Financial Systems*, N° 5, Leeds, Proyecto FESSUD, julio.
- \_\_\_\_\_(2010), *Central Banking and Financialization. A Romanian Account of how Eastern Europe became Subprime*, Londres, Palgrave Macmillan.
- Goldstein, M. y P. Turner (2004), *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets*, Washington, D.C., Instituto Peterson de Economía Internacional, abril.
- González-Miranda, M. (2012), "Nonfinancial firms in Latin America: a source of vulnerability?", *IMF Working Papers*, N° 12/279, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), noviembre.
- Guttman, R. (2008), "A primer on finance-led capitalism and its crisis", *Revue de la régulation*, vol. 3-4, Grenoble, Universidad Pierre Mendès France.
- Harvey, D. (2003), *The New Imperialism*, Oxford, Oxford University Press.
- Helleiner, E. (2008), "Political determinants of international currencies: what future for the US dollar?", *Review of International Political Economy*, vol. 15, N° 3, Abingdon, Routledge.
- \_\_\_\_\_(1994), *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*, Ithaca, Cornell University Press.
- Helleiner, E. y J. Kirshner (2009), *The Future of the Dollar*, Ithaca, Cornell University Press.
- Herr, H. (1992), *Geld, Währungswettbewerb und Währungssysteme: Theoretische und Historische Analyse der Internationalen Geldwirtschaft*, Frankfurt, Campus Verlag.
- Herr, H. y K. Hübner (2005), *Währung und Unsicherheit in der Globalen Ökonomie: Eine Geldwirtschaftliche Theorie der Globalisierung*, Berlín, Edition Sigma.
- IFI (Instituto de Finanzas Internacionales) (2016), "Global debt monitor data", Washington, D.C. [en línea] <http://www.iif.com/content/global-debt-monitor-data>.
- \_\_\_\_\_(2015), *Capital Flows to Emerging Markets*, Washington, D.C., enero.
- Itoh, M. (2006), "Political economy of money, credit and finance in contemporary capitalism: remarks on Lapavistas and Dymski", *Historical Materialism*, vol. 14, N° 1, Leiden, Brill.
- Itoh, M. y C. Lapavistas (1999), *Political Economy of Money and Finance*, Londres, Palgrave Macmillan.

- Jones, S. (2012), "Macro funds seek succour in emerging markets", *Financial Times*, Londres, 24 de octubre [en línea] <https://www.ft.com/content/406cec70-1ddb-11e2-8e1d-00144feabdc0>.
- Kalinowski, T. y H. Cho (2009), "The political economy of financial liberalization in South Korea: state, big business, and foreign investors", *Asian Survey*, vol. 49, N° 2, Berkeley, University of California Press, marzo-abril.
- Kaltenbrunner, A. (2015), "A post Keynesian framework of exchange rate determination: a Minskyan approach", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 38, N° 3, Abingdon, Taylor & Francis.
- Kaltenbrunner, A. y J. Painceira (2015), "Developing countries' changing nature of financial integration and new forms of external vulnerability: the Brazilian experience", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 39, N° 5, Oxford, Oxford University Press, septiembre.
- Karacimen, E. (2016), "Consumer credit as an aspect of everyday life of workers in developing countries. Evidence from Turkey", *Review of Radical Political Economics*, vol. 48, N° 2, Thousand Oaks, SAGE Publishing, mayo.
- \_\_\_\_\_(2014), "Financialization in Turkey: the case of consumer debt", *Journal of Balkan and Near Eastern Studies*, vol. 16, N° 2, Abingdon, Taylor & Francis.
- Kenen, P. (2012), "Currency internationalization: an overview", *BIS Papers*, N° 61, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), enero.
- Kirshner, J. (2008), "Dollar primacy and American power: what's at stake?", *Review of International Political Economy*, vol. 15, N° 3, Abingdon, Taylor & Francis.
- Krugman, P. (1999), "What happened to Asia?", *Global Competition and Integration*, R. Sato, R. Ramachandran y K. Mino (eds.), Berlín, Springer.
- Langley, P. (2008), *The Everyday Life of Global Finance: Saving and Borrowing in Anglo-America*, Oxford, Oxford University Press, mayo.
- Lapavitsas, C. (2014), *Profiting Without Producing: How Finance Exploits Us All*, Nueva York, Verso Books.
- \_\_\_\_\_(2009a), "Financialisation embroils developing countries", *Papeles de Europa*, vol. 19, Madrid, Universidad Complutense de Madrid.
- \_\_\_\_\_(2009b), "Financialisation, or the search for profits in the sphere of circulation", *Research on Money and Finance Discussion Paper*, N° 10, Londres, Universidad de Londres, mayo.
- \_\_\_\_\_(2006), "Relations of power and trust in contemporary finance", *Historical Materialism*, vol. 14, N° 1, Leiden, Brill.
- Lapavitsas, C. y J. Powell (2013), "Financialisation varied: a comparative analysis of advanced economies", *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society*, vol. 6, N° 3, Oxford, Oxford University Press, noviembre.
- Lazonick, W. y M. O'Sullivan (2000), "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance", *Economy and Society*, vol. 29, N° 1, Abingdon, Taylor & Francis.
- Levy-Orlik, N. (2012), "Effects of financialization on the structure of production and nonfinancial private enterprises: the case of Mexico", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 35, N° 2, Abingdon, Taylor & Francis.
- MacKinnon, R. y H. Pill (1998), "International overborrowing: a decomposition of credit and currency risks", *World Development*, vol. 26, N° 7, Amsterdam, Elsevier, julio.
- Magdoff, H. y P. Sweezy (1987), "Capitalism and the distribution of income and wealth", *Monthly Review*, vol. 39, N° 5, Nueva York, Monthly Review Press, octubre.

- (1972), “Economic History as it Happened”, *The Dynamics of U.S. Capitalism: Corporate Structure, Inflation, Credit, Gold, and the Dollar*, vol. I, Nueva York, Monthly Review Press, enero.
- Marini, R. (1973), *Dialéctica de la Dependencia*, Buenos Aires, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales (CLACSO).
- Marx, K. (1987), *Capital: Volume Three*, Londres, Lawrence & Wishart.
- (1976), *Capital: Volume I*, Londres, Penguin Books.
- (1967), *Capital Unabridged, Volume 1: A Critical Analysis of Capitalist Production*, Nueva York, International Publishers.
- Matos, P. (2017), “On the Latin American credit drivers”, *Emerging Markets Finance and Trade*, vol. 53, N° 2, Abingdon, Taylor & Francis.
- Maziad, S. y otros (2011), “Internationalization of emerging market currencies: a balance between risks and rewards”, *IMF Staff Discussion Note*, N° 11/17, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), octubre.
- McNally, D. (2009), “From financial crisis to world slump: accumulation, financialization, and the global slowdown”, *Historical Materialism*, vol. 17, N° 2, Leiden, Brill.
- McNamara, K. (2008), “A rivalry in the making? The euro and international monetary power”, *Review of International Political Economy*, vol. 15, N° 3, Abingdon, Taylor & Francis.
- Minh, L. (2012), “Review essay. Special drawing rights, the dollar, and the institutionalist approach to reserve currency status”, *Review of International Political Economy*, vol. 19, N° 2, Abingdon, Taylor & Francis.
- Mishra, P. y otros (2014), “Impact of fed tapering announcements on emerging markets”, *IMF Working Paper*, N° 14/109, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), junio.
- Montgomerie, J. (2009), “The pursuit of (past) happiness? Middle-class indebtedness and American financialisation”, *New Political Economy*, vol. 14, N° 1, Abingdon, Taylor & Francis.
- (2008), “Bridging the critical divide: global finance, financialisation and contemporary capitalism”, *Contemporary Politics*, vol. 14, N° 3, Abingdon, Taylor & Francis.
- Orhangazi, Ö. (2008), “Financialization and capital accumulation in the non-financial corporate sector: a theoretical and empirical investigation of the US economy: 1973-2004”, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 32, N° 6, Oxford, Oxford University Press, noviembre.
- Otero-Iglesias, M. y F. Steinberg (2013), “Is the dollar becoming a negotiated currency? Evidence from the emerging markets”, *New Political Economy*, vol. 18, N° 3, Abingdon, Taylor & Francis.
- Painceira, J. (2012), “Financialisation, reserve accumulation, and central banking in emerging economies: banks in Brazil and Korea”, *Research on Money and Finance Discussion Paper*, N° 38, Londres, Universidad de Londres, julio.
- (2011), “Central banking in middle income countries in the course of financialisation: a study with special reference to Brazil and Korea”, tesis de doctorado, Londres, Universidad de Londres.
- (2008), “Developing countries in the era of financialisation: from deficit-accumulation to reserve-accumulation”, *Financialisation in Crisis*, C. Lapavistas (ed.), Leiden, Brill.

- Palma, G. (1978), "Dependency: a formal theory of underdevelopment or a methodology for the analysis of concrete situations of underdevelopment?", *World Development*, vol. 6, N° 7-8, Amsterdam, Elsevier, julio-agosto.
- Panitch, L. y S. Gindin (2012), *The Making of Global Capitalism: The Political Economy of American Empire*, Londres, Verso.
- Panitch, L. y M. Konings (eds.) (2009), *American Empire and the Political Economy of Global Finance*, Londres, Palgrave Macmillan.
- Pike, A. y J. Pollard (2010), "Economic geographies of financialization", *Economic Geography*, vol. 86, N° 1, Hoboken, Wiley, enero.
- Powell, J. (2013), "Subordinate financialisation: a study of Mexico and its non-financial corporations", tesis de doctorado, Londres, Universidad de Londres.
- Pradella, L. (2013), "Imperialism and capitalist development in Marx's capital", *Historical Materialism*, vol. 21, N° 2, Leiden, Brill.
- Prates, D. y R. Andrade (2013), "Exchange rate dynamics in a peripheral monetary economy", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 35, N° 3, Abingdon, Taylor & Francis.
- Prebisch, R. (1949) "El desarrollo económico de la América Latina y sus principales problemas" (E/CN.12/89), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), mayo [en línea] [http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/30088/001\\_es.pdf](http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/30088/001_es.pdf).
- Proyecto FESSUD (2015), "FESSUD studies in financial systems", Leeds [en línea] <http://fessud.eu/studies-in-financial-systems/>.
- Rethel, L. (2010), "Financialisation and the Malaysian political economy", *Globalizations*, vol. 7, N° 4, Abingdon, Routledge.
- Rodrigues, J., A. Santos y N. Teles (2016), "Semi-peripheral financialisation: the case of Portugal", *Review of International Political Economy*, vol. 23, N° 3, Abingdon, Routledge.
- Rude, C. (2009), "The role of financial discipline in imperial strategy", *American Empire and the Political Economy of Global Finance*, L. Panitch y M. Konings (eds.), Basingstoke, Palgrave Macmillan.
- Seo, H.J., H.S. Kim y Y.C. Kim (2012), "Financialization and the slowdown in Korean firms' R&D investment", *Asian Economic Papers*, vol. 11, N° 3, Cambridge, The MIT Press.
- Sokol, M. (2017), "Financialisation, financial chains and uneven geographical development: towards a research agenda", *Research in International Business and Finance*, vol. 39, Amsterdam, Elsevier, enero.
- Stockhammer, E. (2010), "Financialization and the global economy", *Working Paper series*, N° 240, Amherst, Universidad de Massachusetts, noviembre.
- \_\_\_\_ (2004), "Financialisation and the slowdown of accumulation", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, N° 5, Oxford, Oxford University Press, septiembre.
- Strange, S. (1971), *Sterling and British Policy: A Political Study of an International Currency in Decline*, Oxford, Oxford University Press.
- Vernengo, M. (2006), "Technology, finance and dependency: Latin American radical political economy in retrospect", *Review of Radical Political Economics*, vol. 38, N° 4, Thousand Oaks, SAGE Publishing.
- Yuk, P. (2012), "The rise of emerging markets ETFs", *Financial Times*, Londres, 18 de octubre [en línea] <http://blogs.ft.com/beyond-brics/2012/10/18/the-rise-and-rise-of-emerging-markets-etfs>.



## Capítulo II

# **¿Existe un régimen de acumulación financierizado en América Latina? Un análisis desde la escuela de la regulación**

*Egidio Luis Miotti*<sup>1</sup>

### **Introducción**

La crisis global de 2008 y su impacto negativo en América Latina abrieron el debate en la región acerca de la presunta financierización de su modelo de desarrollo. Este debate se enmarca en un volumen relativamente importante de producción académica que hace uso del concepto de financierización para referirse a la existencia generalizada de regímenes de acumulación sobredeterminados por las finanzas. Sin embargo, así como el régimen fordista de los “30 años gloriosos” no se generalizó a los países en desarrollo (y mucho menos a América Latina), el régimen financierizado (o patrimonial en el concepto de Aglietta (1998a)) que caracterizó a algunos pocos países del mundo desarrollado tampoco se hace presente en la región. Esa es la tesis principal de este capítulo, en que se plantea que, si bien ciertas instituciones pueden haber convergido hacia formas propias de un régimen financierizado,

---

<sup>1</sup> Universidad Sorbonne Paris Cité, Observatorio de Ciencias y Tecnología (OST). El autor agradece los comentarios de Martín Abeles, Sebastián Valdecantos, Fernando Porta, Edgardo Torija Zane y Jorge Carrera y de los participantes del Seminario-taller “Estructura productiva, instituciones y dinámica macroeconómica en América Latina”, de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Buenos Aires, 1 y 2 de septiembre de 2016.

la dinámica que exhiben la acumulación de capital y la distribución del ingreso no permite ubicar a los países latinoamericanos en esta categoría. Esto no quiere decir que —según la definición que se adopte para el concepto de financierización— América Latina esté al margen del fenómeno. En efecto, si se toma un concepto amplio que incorpore desde el rol que cumplen los actores del mundo de las finanzas en la economía hasta la influencia que ejercen sobre el poder político (Alonso y Fernández, 2012), América Latina aparecería claramente financierizada. De la misma manera, la financierización en la región puede aludir al impacto que tienen los mercados financieros mundiales y la percepción del riesgo en el crecimiento de América Latina (Levy-Yeyati y Cohan, 2011; Levy-Yeyati, Castro y Cohan, 2012; Lautier y Miotti, 2016).

El objetivo del presente capítulo es analizar, desde el punto de vista de la escuela de la regulación, la pertinencia de la aplicación para América Latina del concepto de régimen de acumulación financierizado o patrimonial. Para ello, se analiza en las secciones siguientes la sucesión de regímenes de acumulación que tuvo lugar en algunos de los países centrales desde la segunda posguerra. Así, en la sección A se estudian las características y el funcionamiento del régimen de acumulación fordista. Luego de analizar su crisis estructural en la sección B, en la sección C se tratan el renacimiento de las finanzas y el proceso de globalización. En la sección D se introducen las modificaciones que se dan en el seno del régimen de acumulación dominante, para terminar, en la sección E, con una síntesis de las discusiones que ocurrieron en la escuela de la regulación en lo concerniente a la estabilidad dinámica de dicho régimen y a la posibilidad de su difusión a otras economías desarrolladas y en desarrollo. Finalmente, en la sección F se examina si en América Latina aparecen las formas institucionales centrales para el funcionamiento del régimen financierizado. Es justamente la ausencia de estas características, constitutivas del régimen de acumulación financierizado, la que permite descartar la aplicación del concepto para los países latinoamericanos.

## **A. El círculo virtuoso de crecimiento de la posguerra, el Fordismo**

Un conjunto de fenómenos, constituido sobre todo por las luchas sociales de principios del siglo XX, las innovaciones tecnológicas y organizacionales en el proceso de producción y las turbulencias producidas por la crisis de 1930 y las grandes guerras mundiales, engendró formas institucionales que configuraron un modo de regulación muy particular<sup>2</sup>. Este modo de regulación monopolista, al que se denominó fordista, se caracterizó por ser

---

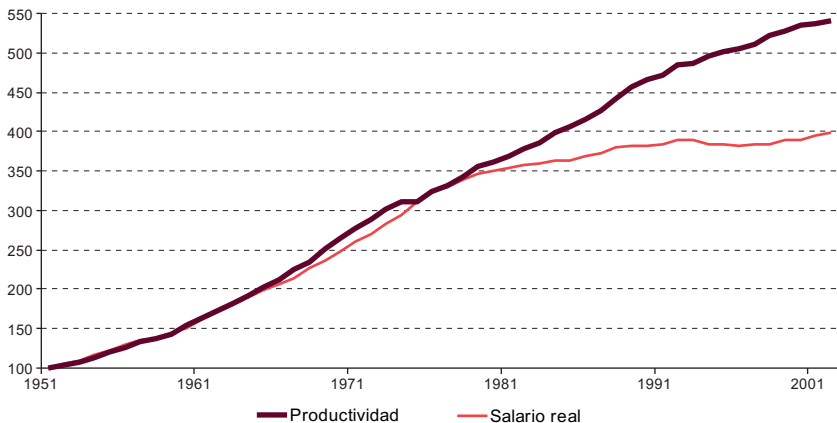
<sup>2</sup> Las expresiones modo de regulación y régimen de acumulación remiten a conceptos que son propios de la escuela de la regulación francesa. Para una lectura detallada de estos conceptos, véase Boyer (1986).



un régimen de acumulación intensiva, centrado en la producción en masa y la organización taylorista del proceso productivo. El fordismo identificó al crecimiento de la posguerra en un conjunto más o menos limitado de países desarrollados.

El período conocido como los 30 años gloriosos, en los que los Estados Unidos y el continente europeo lograron sostener tasas de crecimiento muy elevadas, se distingue por una relación particular entre el crecimiento de la productividad y los salarios, que se sustentó en un acuerdo entre los sindicatos, los empresarios y el Estado, de manera tal que dichas ganancias de productividad se repartían de forma equitativa. La consecuencia de este acuerdo fue que el nivel del salario real aumentó, validando posteriormente los aumentos de producción. Este compromiso entre el capital y el trabajo, arbitrado por el Estado, se basaba en la aceptación de los ritmos de trabajo exigidos por la organización científica del trabajo (taylorismo) y la línea de montaje destinada a obtener ganancias de productividad sostenidas en el tiempo. Como contrapartida, esas ganancias de productividad se repartían entre los asalariados como un incentivo a la aceptación de las exigencias que implicaba el trabajo en la fábrica bajo el modelo taylorista.

**Gráfico II.1**  
**Francia: evolución de la productividad y los salarios reales**  
(Índice base 1951=100)

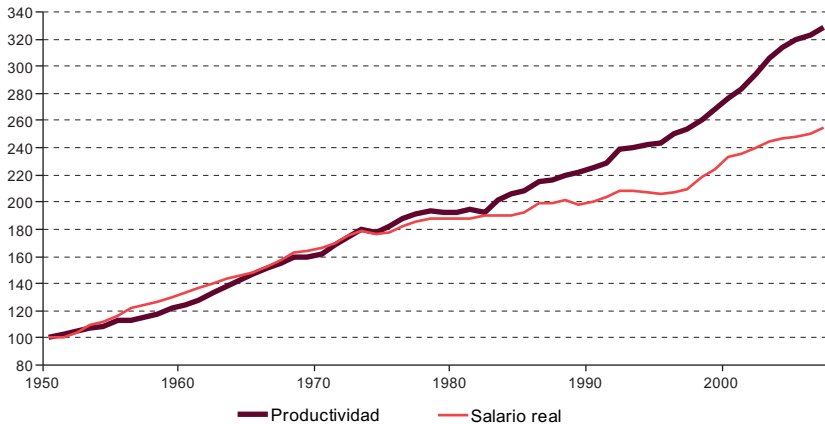


**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de datos del Instituto Nacional de Estadística y Estudios Económicos (INSEE).

Tomando como ejemplo el caso de Francia (véase el gráfico II.1), se observa que en el período 1950-1975 tanto el salario real como la productividad crecieron alrededor de 3,5 veces, lo que indica claramente que el conflicto distributivo estaba relativamente contenido: ni los asalariados aumentaban sus salarios por encima del crecimiento de la productividad comprimiendo

la tasa de ganancias de las empresas, ni las empresas estrangulaban a los trabajadores absorbiendo la totalidad del aumento de la productividad de la mano de obra. En los Estados Unidos también se replica esta paridad en el ritmo de crecimiento de la productividad y el salario real durante el período 1950-1975 (véase el gráfico II.2).

**Gráfico II.2**  
**Estados Unidos: evolución de la productividad y los salarios reales**  
(Índice base 1950=100)

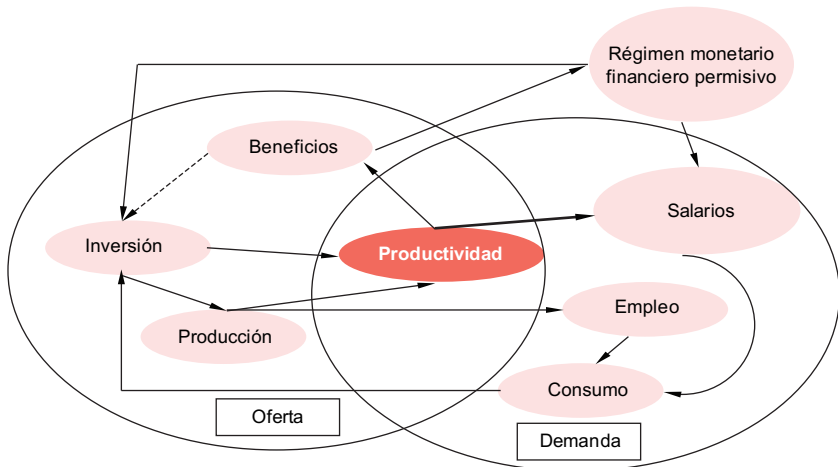


**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de datos de la Oficina de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos.

El diagrama II.1 sintetiza el particular funcionamiento de un régimen de acumulación fordista. Por un lado, el aumento del consumo, empujado por los salarios, impulsaba la inversión productiva. Estas relaciones pueden ser denominadas “intuiciones keynesianas”. El aumento de la inversión, por su parte, determinaba un primer aumento de la productividad (“intuiciones salterianas”) y un aumento de la producción, que a su vez también repercutía positivamente en la productividad a través de las economías de escala (“intuiciones kaldorianas”). En otras palabras, el diagrama II.1 muestra una conjunción de dos círculos virtuosos, uno por el lado de la oferta y el otro por el lado de la demanda, que permitió sobrepasar los límites del régimen de acumulación que restringían el crecimiento con anterioridad a la Segunda Guerra Mundial<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Estos límites del régimen de acumulación previo refieren al desequilibrio generado por una producción en masa resultante de las innovaciones de procesos productivos (organización científica del trabajo taylorista más la línea de montaje) que no encontraba validación en el consumo de masas, situación que desembocó en la crisis de 1929.

Diagrama II.1

**Funcionamiento del régimen de acumulación fordista durante los 30 años gloriosos**

Fuente: Elaboración propia.

En lo que respecta al papel que desempeñan el dinero y las finanzas, en este régimen de acumulación la oferta monetaria se ajustaba validando los aumentos del salario y de la inversión. El sistema bancario se encontraba bajo restricción reglamentaria extrema (incluso en varios países del mundo desarrollado, los bancos estaban nacionalizados) y la tasa de interés estaba regulada por el Estado. El mercado de capitales también estaba muy regulado y las instituciones que actualmente configuran el mercado financiero internacional eran casi inexistentes, debido a tres hechos fundamentales: la Ley Glass-Steagall de 1933 (que decretó la separación de actividades bancarias de intermediación de aquellas ligadas a la gestión de fondos especulativa y fijación de la tasa de interés), la disrupción que significó la Segunda Guerra Mundial y la entrada en vigencia de los acuerdos de Bretton Woods, que fijaron normas internacionales para los movimientos de capitales financieros (incluidos aquellos destinados al financiamiento del desarrollo<sup>4</sup>).

<sup>4</sup> Esencialmente, estas normas establecían que el financiamiento de corto plazo quedaba a cargo del Fondo Monetario Internacional (FMI), mientras que el financiamiento de largo plazo recaía sobre el Banco Mundial.

## **B. La crisis estructural del régimen de acumulación fordista**

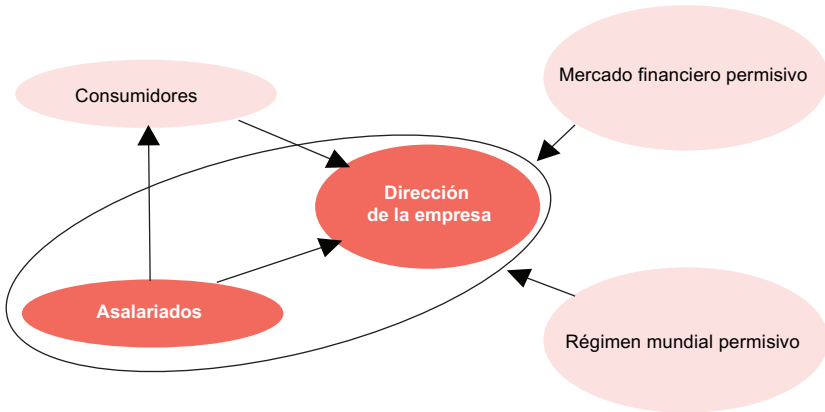
Mucho se ha escrito sobre los procesos que condujeron al agotamiento del régimen fordista. A modo de síntesis, cabe mencionar una serie de factores, entre los que se encuentran la madurez alcanzada por la demanda de bienes durables y la aparición de demandas de productos diferenciados; el surgimiento de métodos de producción flexibles sobre la base del modelo japonés, que entraron en franca competencia con la rigidez del modelo estadounidense; los conflictos sociales ligados a la resistencia creciente frente a la organización científica del trabajo (a veces canalizados en forma de un ausentismo al alza en los puestos de la cadena de producción); las reivindicaciones salariales conseguidas por el sector asalariado no compensadas por un aumento de la productividad, y los aumentos de los costos del Estado de bienestar (salarios indirectos).

A estos procesos, que impactaron directa o indirectamente en la tasa de ganancia, se agregó un episodio decisivo: la crisis petrolera de 1973, que desequilibró las balanzas de pagos de las principales economías del mundo. Esos desequilibrios provocaron el abandono definitivo de los acuerdos de Bretton Woods en materia de régimen de cambios, que pasaron del tipo de cambio fijo al flotante. En este marco de procesos endógenos y exógenos se configuró un escenario de crisis estructural. Ninguno de los mecanismos que hacían funcionar a la economía podía reactivar la acumulación de capital. Incluso las políticas keynesianas resultaron impotentes ante el fenómeno novedoso de la estanflación, que conjugaba una elevada tasa de inflación con la persistencia de un escenario recesivo. La crisis estructural devino inflacionista y no deflacionista como en 1929.

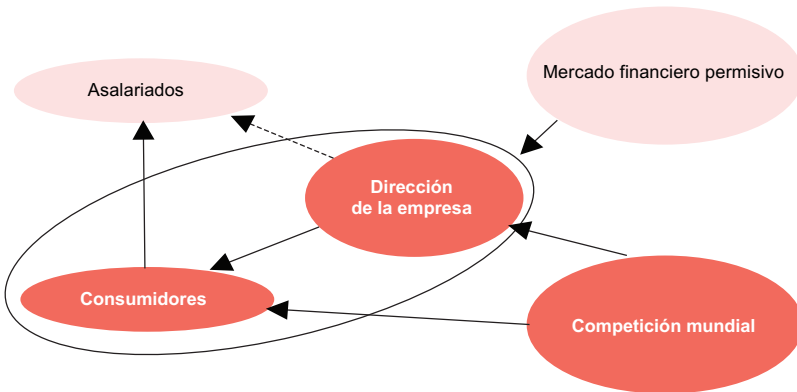
El tipo de crisis estructural que tuvo lugar con el agotamiento del modelo fordista fue diferente en cada región del mundo desarrollado: en los Estados Unidos se produjo una crisis de la regulación y de la acumulación; en cambio, Europa experimentó únicamente una crisis de la regulación, aunque el régimen de acumulación se sostuvo con dificultades. En el caso de los Estados Unidos, el posfordismo tomó la forma de una acumulación de tipo extensiva y la baja registrada en la tasa de ganancias generó la necesidad de su recomposición a partir de una búsqueda de costos bajos. De esa manera, se aceleró un fuerte proceso de deslocalizaciones que fue acompañado por crecientes presiones a favor de una mayor apertura comercial. Este tipo de cambios en la regulación funcionaba como un mecanismo de disciplina de los asalariados. Así, si durante la vigencia del régimen fordista el núcleo de los compromisos explícitos (o implícitos) se encontraba en la relación entre el capital y el trabajo (véase el diagrama II.2), la crisis del régimen desplaza esos compromisos a la relación entre el capital y los consumidores: ganancias para estos últimos, derivadas de la baja de precios inducida por el comercio exterior, y aumentos de los beneficios para las empresas, al presionar a la moderación salarial, erosionando fuertemente el viejo compromiso distributivo.

**Diagrama II.2**  
**Relación entre el capital y el trabajo**

A. Del compromiso entre el capital y el trabajo durante los 30 años gloriosos



B. Al compromiso posterior entre el capital y los consumidores durante los años ochenta



**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de R. Boyer, “Some steps towards a political economy of financial crises”, documento presentado en la conferencia “Political Economy and the Outlook for Capitalism”, París, Asociación Francesa de Economía Política (AFEP)/ Iniciativa Internacional para la Promoción de la Economía Política (IIPPE)/Asociación para la Economía Heterodoxa (AHE), 5 a 7 de julio de 2012.

### **C. El renacimiento de las finanzas internacionales y el proceso de globalización**

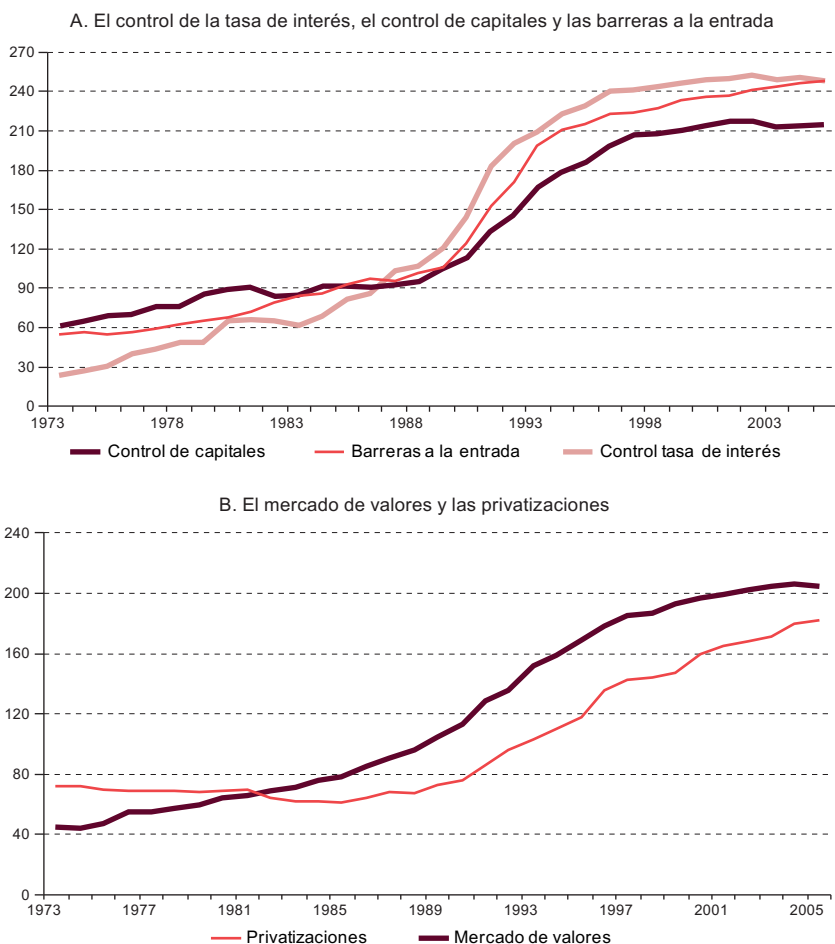
Después de la crisis estructural que determinó el fin del régimen de acumulación fordista, las finanzas continuaron durante un cierto período siendo permisivas y pacientes. Ello obedeció en buena medida a la enorme masa de capitales disponibles en los bancos occidentales, resultado del reciclaje de los petrodólares. En efecto, una de las consecuencias de las crisis petroleras de 1973 y 1980 (que redundaron en la multiplicación del precio del barril por 4 y por 3, respectivamente) fue la aparición de un excedente

monetario en los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), que colocaban estos fondos en los bancos estadounidenses y europeos. Dado el contexto recesivo que caracterizaba a los países centrales, los capitales buscaron destinos alternativos para rentabilizar los pasivos resultantes de los depósitos. De esta manera reapareció el crédito privado internacional, que encontró fácil colocación en el mundo en desarrollo. Las regiones emergentes del mundo capitalista estaban ávidas de financiamiento sin condicionalidad dado que, por la crisis de los años treinta, la Segunda Guerra Mundial (incluido como consecuencia de esta el vasto proceso de descolonización) y los acuerdos de Bretton Woods, el financiamiento internacional había prácticamente desaparecido (junto con el mercado internacional de capitales). Nació entonces una (primera) regulación privada de las finanzas internacionales, en la que los bancos internacionales ocuparon el lugar dejado vacante por el abandono de la institucionalidad monetaria internacional acordada en la Conferencia de Bretton Woods, transformándose en los recolectores y distribuidores de la liquidez mundial. Para ello resultó esencial la apertura prácticamente indiscriminada de las economías periféricas a los flujos internacionales de capital.

La incapacidad de los bancos de administrar el sistema así definido, sumada a la ausencia notoria de una regulación supranacional (por la casi desaparición del rol de reguladores que cumplieron el FMI y el Banco Mundial durante la vigencia del sistema de Bretton Woods) y a un cambio drástico de la política monetaria estadounidense (que tuvo lugar durante la gestión de Paul Volcker en la Reserva Federal), precipitó en América Latina la crisis de la deuda de los años ochenta. En este contexto, la desregulación de la banca se extendió desde los Estados Unidos hasta Europa continental (en virtud del Acta Única Europea de 1987 y la Segunda Directiva Bancaria de 1989) y también a los países en desarrollo, que se vieron obligados a reformar su sector bancario a raíz de sus crisis. En paralelo con el avance de la liberalización financiera, aparecieron y se generalizaron rápidamente los mercados de valores en los países emergentes, con un importante crecimiento de los segmentos en divisas. Este hecho estuvo muy correlacionado con la ola de privatizaciones registrada en los países emergentes, que se efectuaron sobre todo a través de estos segmentos del mercado. A su vez, estos mercados interactuaban con los mercados de los países centrales (las grandes bolsas estadounidenses y europeas), consolidando la globalización financiera.

El gráfico II.3 muestra la aceleración de la liberalización financiera a partir de mediados de la década de 1980. Se observa la evolución de índices sintéticos —para una muestra de 90 países— representativos del grado de liberalización financiera (cada indicador está codificado entre 1, que representa restricciones totales, y 4, que indica liberalización completa). Este impulso que experimentó la globalización financiera cambió radicalmente el funcionamiento de la producción y de la distribución.

**Gráfico II.3**  
**Indicadores de evolución de las reformas financieras: el camino**  
**a la globalización financiera**



**Fuente:** A. Abiad, E. Detragiache y T. Tressel, "A New Database of Financial Reforms", *IMF Working Paper*, N° 08/266, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), 2008.

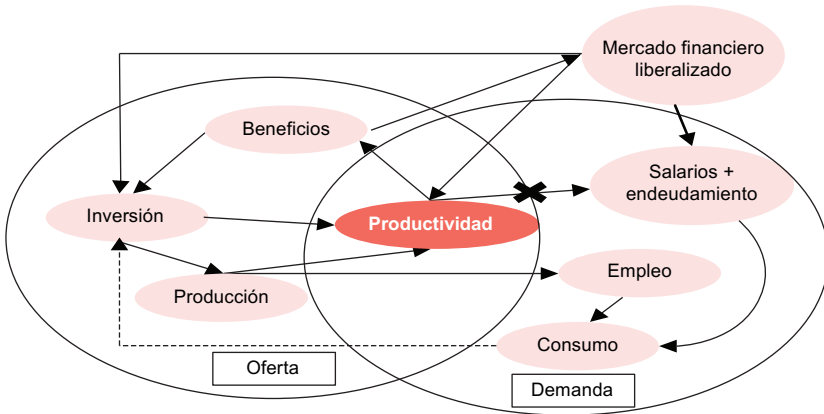
## D. El crecimiento inestable bajo la regulación de las finanzas

El avance de la globalización financiera trajo aparejada una modificación en la jerarquía de las formas institucionales que regulan el régimen de acumulación. El cambio fundamental estuvo determinado por la preeminencia que adquirieron las finanzas durante este período sobre otras formas institucionales, particularmente sobre el Estado y la relación salarial. En

consecuencia, el panorama actual es muy distinto del existente durante la vigencia del modelo de crecimiento que funcionaba con un reparto de las ganancias de productividad entre los empresarios y los asalariados y una distribución equitativa del ingreso.

El diagrama II.3 muestra las modificaciones que se introdujeron con el aumento de la influencia de las finanzas. En este nuevo esquema el crecimiento de la productividad de la mano de obra induce un aumento de los beneficios de los empresarios y por lo tanto redundando en un aumento de la inversión y de la producción de bienes. Una diferencia fundamental con respecto al fordismo de los 30 años gloriosos es que la función de inversión resulta mucho más dependiente de la tasa de ganancia que del efecto acelerador. Por consiguiente, desaparece el aumento del salario ligado a los avances de la productividad, institución clave en el régimen de acumulación de la posguerra.

**Diagrama II.3**  
**Funcionamiento del régimen de acumulación financierizado, 1985-2008**



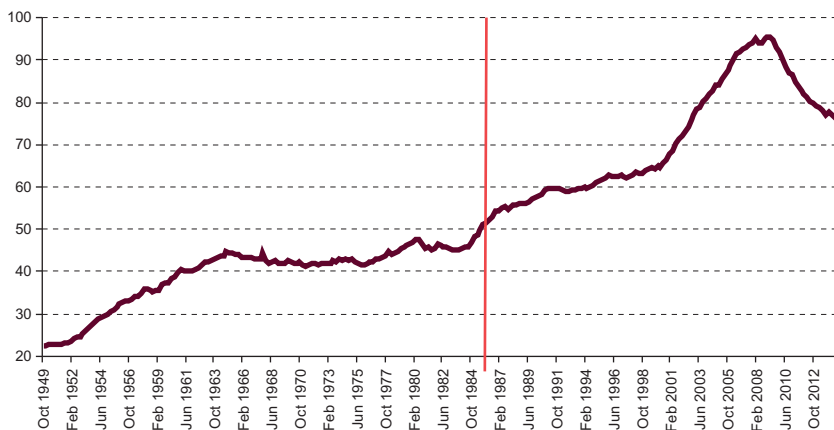
Fuente: Elaboración propia.

Durante el régimen fordista, el crecimiento de los salarios reales junto con el crecimiento de la productividad dinamizaban la actividad económica sosteniendo el ritmo de expansión de la demanda agregada. Ante la ruptura de la relación entre productividad y salarios reales, el consumo pasa a financiarse con endeudamiento de los asalariados. De esta manera, el endeudamiento adquiere un rol central en el nuevo régimen de acumulación, ya que permite el aumento de la producción, del empleo y de la masa salarial, y la generación de más consumo a pesar del virtual estancamiento de los salarios reales. En este contexto, la capacidad de los consumidores para amortizar sus deudas resulta de crucial importancia para la estabilidad del sistema, ya que los riesgos del modelo son elevados si sobreviene una crisis de solvencia, como la llamada crisis de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*) de 2008. En efecto,



como sugiere el gráfico II.4, en esta crisis la burbuja hipotecaria colapsó ante la situación de ingresos congelados y endeudamiento que enfrentaba el sector asalariado, trasladándose luego la crisis al conjunto de los actores del sistema (bancos, hogares, Estado y mercados de capitales).

**Gráfico II.4**  
**Estados Unidos: endeudamiento de las familias, 1947-2014**  
 (En porcentajes del PIB)



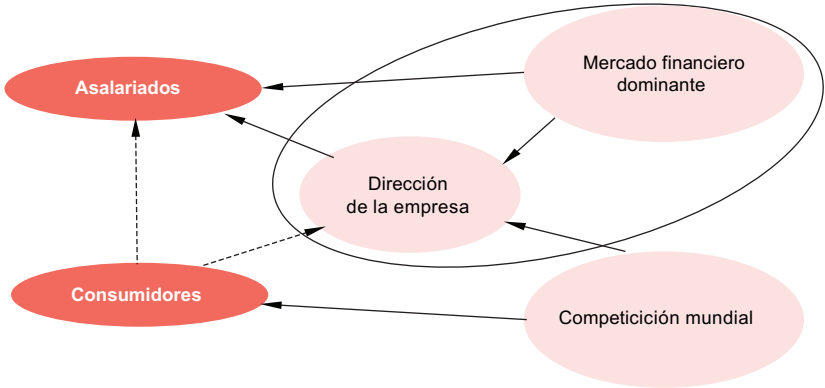
**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de datos de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

El mercado financiero liberalizado se erige entonces como la institución dominante en este nuevo régimen de acumulación. En ese sentido, al no concretarse la distribución de los aumentos de productividad entre empresarios y asalariados, cabe preguntarse cuáles son los estímulos que reciben los asalariados para convalidar un aumento en la productividad. La respuesta está en la flexibilización del mercado de trabajo. El mercado financiero determina entonces tanto la productividad de las empresas como el nivel del salario, utilizando para este último dos herramientas bien distintas: una incitación negativa, el desempleo, y una incitación positiva, la distribución de acciones y bonos entre una cierta clase de asalariados, generalmente cuadros de dirección (véase el diagrama II.4).

La variable central de este nuevo modelo es la cotización bursátil, observada simultáneamente por: las empresas en su elección del modo de gobernanza y de las decisiones de inversión (y por ende de la gestión de la productividad y rentabilidad); los asalariados en la gestión de sus ahorros, de las decisiones de endeudamiento de largo plazo (con garantía de la cartera de acciones) y del consumo (por el efecto riqueza); el banco central, cuya función es impedir la entrada del régimen en una zona de inestabilidad (del tipo de cambio, de los precios, del tipo de interés y, evidentemente, de

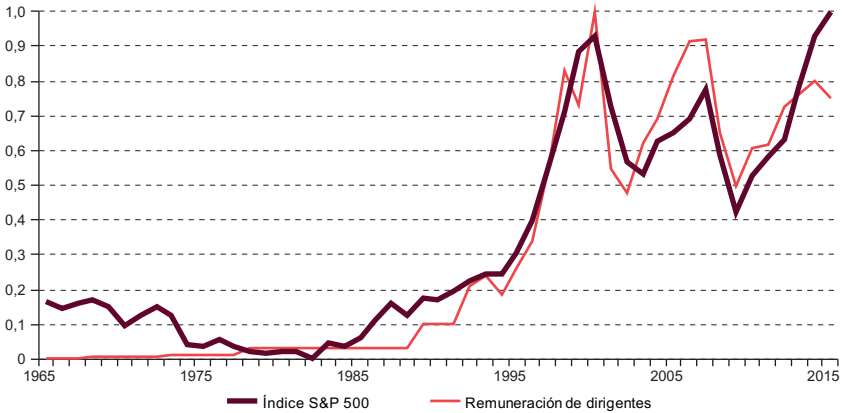
impactos sobre el valor de las acciones), y por el Tesoro, si se considera la cotización de la deuda (percepción de riesgos, influenciados por la medición de las agencias calificadoras de riesgo). El gráfico II.5 muestra claramente cómo, desde la segunda mitad de los años ochenta, la remuneración de los gerentes en los Estados Unidos está estrechamente relacionada con la evolución de la cotización bursátil.

**Diagrama II.4**  
**El compromiso entre el capital productivo y el capital financiero desde los años noventa**



Fuente: Elaboración propia.

**Gráfico II.5**  
**Estados Unidos: la remuneración de los dirigentes como incitación en la nueva gobernanza**  
*(En dólares constantes de 2015, datos normalizados)*

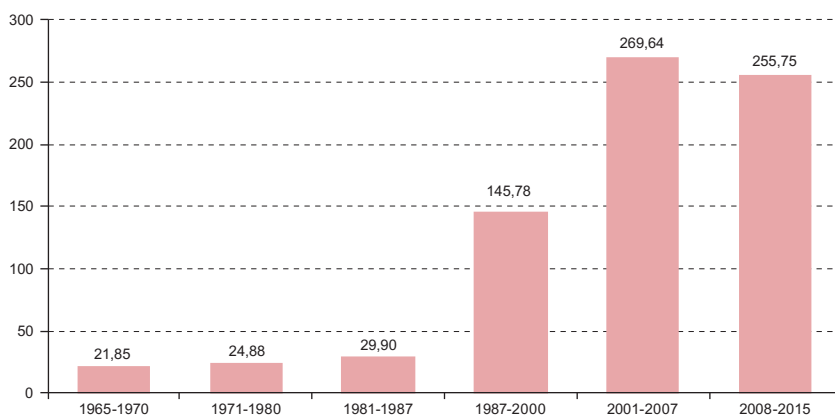


Fuente: Instituto de Política Económica (EPI), "CEO compensation, CEO-to-worker compensation ratio, and stock prices, 1965–2015 (2015 dollars)", Washington, D.C., 2016 [en línea] <http://www.epi.org/chart/ceopay2016-table-1-ceo-compensation-ceo-to-worker-compensation-ratio-and-stock-prices-1965-2015-2015-dollars/>.

Al mismo tiempo, la brecha entre la remuneración que perciben los dirigentes de las empresas y la de los asalariados crece de manera considerable, como se constata en el gráfico II.6, y por consiguiente se deteriora mucho la distribución del ingreso.

Así, en contraste con el modelo fordista, el consumo local está estrechamente relacionado con la riqueza financiera, ya que parte de los ingresos de los consumidores se obtiene a través del sistema financiero (aquellos cuyos ingresos aumentan cuando se incrementa el precio de los activos financieros) y a su vez el mercado financiero permite sostener el consumo mediante el endeudamiento de los consumidores, aun cuando sus salarios reales estén estancados o en proceso de deterioro. Esto puede dar lugar a una situación en apariencia paradójica, donde un período de austeridad salarial puede traer aparejado un aumento tal de los beneficios que el aumento resultante de los precios de las acciones termine generando un aumento del gasto del consumidor. Por lo tanto, ese escenario constituye la antítesis de los modelos de inspiración kaleckiana o kaldoriana con dos propensiones a ahorrar: una correspondiente a los salarios y la otra a los beneficios (Boyer, 2009).

**Gráfico II.6**  
**Estados Unidos: relación entre la remuneración de los dirigentes**  
**y el ingreso promedio de los asalariados**



**Fuente:** Instituto de Política Económica (EPI), "CEO compensation, CEO-to-worker compensation ratio, and stock prices, 1965–2015 (2015 dollars)", Washington, D.C., 2016 [en línea] <http://www.epi.org/chart/ceopay2016-table-1-ceo-compensation-ceo-to-worker-compensation-ratio-and-stock-prices-1965-2015-2015-dollars/>.

Tanto la magnitud como la dirección de las inversiones de las empresas no financieras están sumamente guiadas por la rentabilidad deseada por los accionistas. El conjunto de alternativas de inversión (reales y financieras) de la empresa se construye sobre la base del criterio que busca la maximización del

valor de las acciones de la firma. Esto impacta, a su vez, sobre su organización interna y su estrategia en materia de producción, localización, empleo y productividad. En lo que respecta a la inversión estrictamente productiva, si bien el efecto acelerador sigue vigente, su intensidad es muy inferior a la observada en los tiempos del modelo fordista (Boyer, 2009; Ertuk y otros, 2008).

En resumen, en la globalización contemporánea los salarios ya no son acordados de forma conjunta entre empresas y sindicatos. La remuneración de los trabajadores ya no se actualiza ni por el costo de vida ni por la productividad. El Estado no arbitra más (o arbitra poco) el conflicto entre el capital y el trabajo, y el ideal monetario es que el banco central sea independiente. El sistema financiero está bajo restricción reglamentaria mínima.

## E. Las condiciones de estabilidad dinámica del régimen financierizado y su potencial generalización

Aglietta (1998a) es el primero de los regulacionistas en describir no solo la dinámica sino también en considerar que dicho régimen, que él considera sucesor del fordismo y del que se diferencia término a término, resulta coherente de manera endógena. En el cuadro II.1 se sintetizan las diferencias entre ambos regímenes. Al mismo tiempo, este autor reconoce que ciertos encadenamientos resultan problemáticos: la regulación salarial y la vulnerabilidad frente a la inestabilidad financiera.

**Cuadro II.1**  
**Comparación de los regímenes de crecimiento**

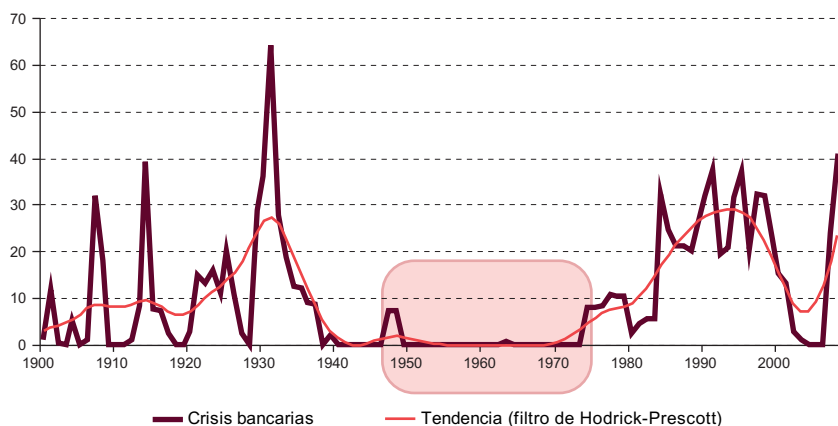
Características	Fordismo	Patrimonial
Producción y tecnología	Inversión intensiva en capital Metalmeccánica Aumento de la productividad del trabajo	Inversión informacional intensiva en trabajo Aumento de la productividad del capital
Gobernanza	Control interno y búsqueda de soluciones	Accionariado institucional
Criterio de desempeño	Crecimiento de la empresa Partes de mercado	Beneficio por acción
Objetivo intermediario	Autofinanciamiento	Dividendo
Salarios	Patrón-salario nacional por convenciones colectivas	Minimización del costo salarial bajo la restricción de precios
Precios	Costo de producción y tasa de margen normal	Patrón internacional y tasa de cambio
Demanda	Consumo de masa crece regularmente y favorece los rendimientos dinámicos crecientes	Consumo de diversidad versátil que favorece las rentas temporarias de la innovación de productos

**Fuente:** M. Aglietta, "Les transformations du capitalisme contemporain", *Capitalisme et socialisme en perspective. Évolution et transformation des systèmes économiques*, B. Chavance y otros (coords.), París, La Découverte, 1999.

En este régimen de crecimiento el mercado bursátil se convierte en el lugar donde se validan socialmente las apuestas de las empresas. El aumento de las cotizaciones bursátiles incrementa la riqueza neta de los hogares que poseen acciones a un ritmo más veloz que el que permite el ingreso corriente. El enriquecimiento de los hogares y la presión de la competencia sobre el precio de los bienes se combinan para estimular un consumo cada vez más diversificado. Esta demanda estimula la innovación en los productos y permite que las empresas obtengan rentas por sus innovaciones. El beneficio resultante valida la rentabilidad de los fondos propios exigidos por los inversores institucionales (Aglietta, 1999).

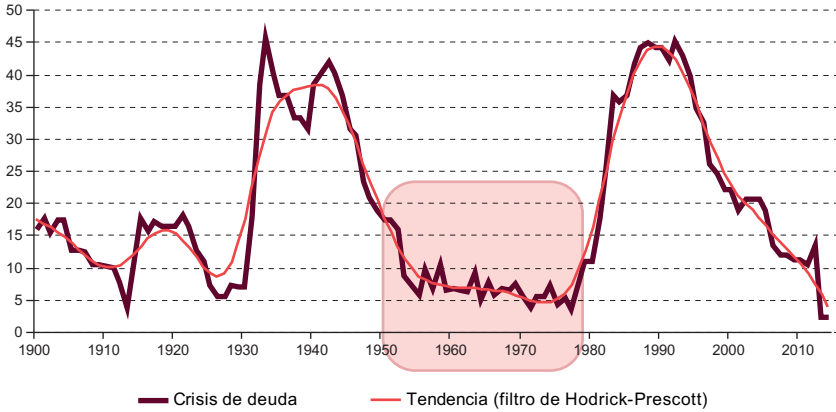
En un régimen internacional dominado por las finanzas, la inestabilidad del crecimiento mundial deviene la norma. El gráfico II.7 muestra una fuerte concentración de las crisis bancarias en el período en que la globalización financiera se acelera, debido a la generalización de los procesos de liberalización. Esa concentración de crisis financieras solo es comparable a la situación de la economía mundial antes de la Segunda Guerra Mundial. Una imagen similar se observa en el gráfico II.8, que ilustra la evolución del porcentaje de países con crisis de deuda (sean cesaciones de pago o renegociaciones). La ausencia de crisis que se advierte durante los 30 años gloriosos fue el resultado de las restricciones mayores que limitaban el libre desenvolvimiento de las finanzas (nacionales e internacionales). Como se expresó antes, estas restricciones se debían a la Ley Glass-Steagall de 1933, la disrupción que significó la Segunda Guerra Mundial y los acuerdos de Bretton Woods (1944).

**Gráfico II.7**  
**Países con crisis bancarias, 1900-2008**  
(En porcentajes)



**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de C. Reinhart, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, Princeton University Press, 2009 [en línea] <http://www.carmenreinhardt.com/this-time-is-different/>.

**Gráfico II.8**  
**Países con crisis de endeudamiento, 1900-2014**  
(En porcentajes)



**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de C. Reinhart, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, Princeton University Press, 2009 [en línea] <http://www.carmenreinhart.com/this-time-is-different/>.

Si las finanzas generan un marco de inestabilidad mundial, es lícito preguntarse si un régimen de acumulación financierizado puede, en esas condiciones, ser estable. En efecto, uno de los problemas teóricos mayores que presenta la propuesta de Aglietta radica en la identificación de las condiciones que permiten la estabilidad dinámica de este nuevo régimen de acumulación. En otras palabras, el principal desafío está dado por la identificación de las condiciones que debe cumplir el régimen de acumulación y su modo de regulación para ser capaz de asegurar una progresión general y relativamente coherente de la acumulación de capital y, al mismo tiempo, de reabsorber o de desplazar en el tiempo las distorsiones y los desequilibrios inmanentes al proceso. Sin embargo, no hay que perder de vista que la estabilidad dinámica no está necesariamente garantizada en el largo plazo porque la progresiva dominación y la profundización de un régimen de acumulación producen, con el correr del tiempo, una nueva forma de crisis estructural. Esta crisis puede tener su origen en la regulación y terminar por desestabilizar el régimen de acumulación o, por el contrario, puede que la crisis del régimen de acumulación se vuelva contra la regulación (Boyer, 1986).

De acuerdo con Boyer (2009), el régimen se mostró estable en un período de tiempo más o menos corto, fundamentalmente durante la década de 1990. Mientras que durante el régimen fordista era la lógica de la creación de valor la que dominaba, en el modelo financierizado la lógica dominante es la anticipación de la riqueza futura medida por el mercado de valores. Esta lógica es la que desencadena el proceso de producción. De esta manera, las expectativas y la confianza en las finanzas son centrales en las condiciones de estabilidad de un régimen de este tipo.

Un modelo calibrado muestra que las condiciones de estabilidad podrían haber sido satisfechas en la economía de los Estados Unidos de la década de 1990 (Boyer, 2000). Estas condiciones son: la importancia del patrimonio financiero de los hogares; una gran parte de los ingresos disponibles en relación con las ganancias de capital; la posesión de una parte significativa del patrimonio en forma de acciones y bonos, ya sea directa o indirectamente a través de fondos de pensiones; la presencia de tasas de interés bajas; un efecto riqueza superior al efecto ingreso en el consumo de los hogares; un acelerador financiero superior al acelerador real (modelo de inversión clásico que supera al acelerador keynesiano), y la capacidad del sistema para absorber “pequeñas crisis”.

Ahora bien, el régimen financierizado presenta contradicciones que permiten sostener la idea de que una crisis estructural puede presentarse y bloquear severamente el crecimiento. Boyer (2000) sostenía con anterioridad a la crisis global de 2008 que la viabilidad y la deseabilidad de un régimen de crecimiento liderado por las finanzas primero debe evaluarse en relación con la evidencia histórica sobre los regímenes alternativos que se han propuesto como sucesores del fordismo. Luego, se construye un modelo puramente teórico con un conjunto de hipótesis derivadas de la observación de las principales tendencias de la economía estadounidense. La imposición de normas financieras, como la preeminencia de los accionistas por sobre la gerencia, requiere de una nueva y coherente arquitectura de gobernanza de las firmas, de las formas de competencia, del nexo entre salario y trabajo, y de los objetivos de las políticas monetaria y fiscal. De acuerdo con el modelo, cualquier requerimiento de mayores beneficios tiene un impacto macroeconómico variable en los salarios y en la actividad económica de acuerdo con el tamaño del efecto acelerador y según la distribución funcional del ingreso. La estabilidad de un régimen basado en el patrimonio (financierizado) depende de la política monetaria, que controla la formación de burbujas financieras, y por tanto la difusión de las finanzas puede empujar a la economía hacia una zona de inestabilidad estructural. La próxima gran crisis financiera puede generarse en los Estados Unidos, cuya economía más se asemeja al modelo. En la misma línea, Quemia (2001) advertía que la problemática regulacionista sugiere que la crisis estructural debe producirse en el corazón del sistema más avanzado en la constitución de un régimen económico gobernado por las finanzas.

Chesnais (2001), desde una posición marxista por fuera de la escuela de la regulación, llega a las mismas conclusiones, al tiempo que no acepta la posibilidad de que exista una estabilidad dinámica. De acuerdo con Chesnais, el régimen de acumulación financierizado presenta procesos circulares y acumulativos nuevos en los que se perciben rasgos sistémicos. No es cierto, sin embargo, que este conjunto de elementos nos sitúe frente a un régimen de acumulación viable, dotado de cierta estabilidad y susceptible de arraigarse fuera de los países en los que ese régimen ha surgido, o incluso en ellos. Es

posible, y hasta probable, que derive próximamente una crisis cuyo epicentro estará situado en los Estados Unidos. Las consecuencias políticas mundiales serán, sin duda, graves. En otra ocasión, Chesnais manifestaba que la duda que permanece sin resolver radica en la intensidad de los sobresaltos que se necesitarían para que la hipótesis de la “reversibilidad” de la mundialización financiera se concrete y para que se avance hacia la construcción, socialmente controlable, de un régimen de acumulación diferente del régimen dominado por lo financiero (Chesnais, 2001).

En lo que respecta a la posibilidad de su generalización, existe una cierta homogeneidad en las posturas de los principales teóricos de la escuela de la regulación: el régimen no es generalizable (Boyer, 2002 y 2009; Chesnais, 2001; Clevenot, 2006). En este sentido, Boyer (2002) sostenía que solo el Reino Unido se aproxima a la configuración estadounidense. De hecho, para todos los demás países, especialmente el Japón, Alemania y Francia, la lógica productivista de creación de valor agregado en la empresa no financiera prevalece sobre la maximización del valor de las acciones.

## **F. ¿Y América Latina? ¿Convergencia o hibridación parcial?**

La inserción subordinada de América Latina en la globalización comercial y financiera determinó que la región incorporara parcialmente una serie de formas institucionales presentes en el régimen de acumulación financierizado. Estas formas institucionales configuraron un modo de regulación que se combina y superpone a la regulación de regímenes de acumulación rentísticos<sup>5</sup>. De hecho, la forma institucional dominante en América Latina (con matices según los países) es el modo de adhesión al régimen internacional y no necesariamente la moneda y las finanzas. Se configuró de esta manera un proceso de hibridación, en el que la región adoptó algunas de las características institucionales de los regímenes financierizados manteniendo otras propias de los regímenes predominantemente rentísticos. El cuadro II.2, tomado de Quemia (2001), presenta una síntesis de las fortalezas y las fragilidades que resultan de esta modalidad de adhesión al régimen internacional financierizado.

---

<sup>5</sup> Un régimen de acumulación rentístico puede definirse rápidamente como aquel donde el ritmo de la acumulación está determinado por el volumen de la renta de los recursos naturales (que financian por otra parte la importación de bienes de capital), la forma institucional dominante es el modo de adhesión al régimen internacional y el conflicto de repartición no se encuentra solo en la relación entre el capital y el trabajo sino que es tripartito (si el Estado es propietario de la fuente de la renta) o cuatripartito (si la renta proviene de la propiedad privada de los recursos naturales). Este conflicto de repartición puede bloquear la aparición de actividades productivas diferentes de la explotación de recursos naturales. Véanse Lanzarotti (1992) y Talha (1994, 1995 y 2001).



**Cuadro II.2**  
**Las consecuencias de la financierización: menos restricciones a corto plazo,**  
**pero con crisis más profundas**

Fuerzas	Fragilidades
- Atracción de inversiones y de organizaciones situadas en la frontera tecnológica	- Destrucción de los conocimientos especializados incorporados en las ramas tradicionales con la apertura externa
- Posibilidad de aumentar (transitoriamente) la tasa de inversión nacional más allá del ahorro interno	- Probabilidad de auges especulativos y, luego de ajustes excesivos durante las recesiones, tanto más marcados cuanto el sistema bancario y financiero es frágil y mal supervisado. El auge del crédito a corto plazo puede ocultar la insostenibilidad del desarrollo a largo plazo
- Fomentar la aplicación de reformas estructurales ambiciosas, reduciendo tanto los comportamientos rentistas como proteccionistas	- Posibilidad de adoptar regímenes cambiarios (por ejemplo, régimen de convertibilidad, tipo de cambio fijo) o fiscales (sin impuesto sobre el capital), cuya viabilidad a largo plazo es problemática <sup>a</sup>
- Sumisión de políticas monetarias y presupuestarias a un imperativo de credibilidad, disciplinando el comportamiento oportunista de los gobiernos	- Posibles cambios repentinos de confianza, en el contexto de una economía mundial altamente financierizada y volátil

**Fuente:** M. Quemia, "Théorie de la Régulation et développement: trajectoires latino-américaines", *L'année de la Régulation: Économie, Institutions, Pouvoir*, N° 5, París, Presses de Sciences Po, 2001.

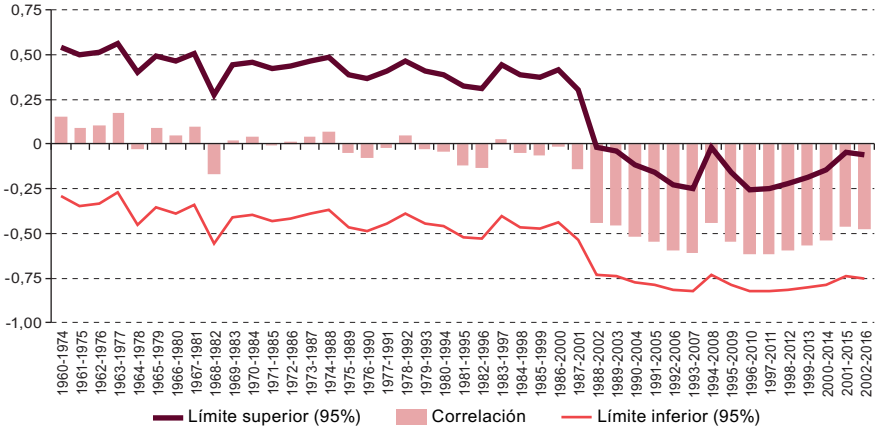
<sup>a</sup> Hay que tener en cuenta que el cuadro fue escrito a fines de 1990. Lo que proliferan hoy son regímenes de metas de inflación con flotación cambiaria relativamente libre en contextos de apertura financiera casi total, que no son menos problemáticos que los regímenes de tipo de cambio fijo o los regímenes de convertibilidad, en la medida en que fluctúan en términos de rendimientos financieros y, en consecuencia, resultan altamente volátiles.

Respecto de la integración financiera latinoamericana, Quemia (2001) advertía que está en la naturaleza de este régimen conducir a una crisis de confianza que precipita una fuerte retirada de la inversión de cartera, lo cual deriva generalmente en una recesión vinculada en particular a la necesidad de políticas económicas restrictivas dirigidas a la restauración de la confianza. En términos generales, la financierización impulsa reformas institucionales en un principio favorables a la acumulación y al crecimiento pero, simultáneamente, eliminando la restricción a corto plazo sobre la balanza de pagos, engendra la posibilidad de la aparición de burbujas financieras que a la larga llevan a crisis tanto más profundas cuanto más intensa y duradera haya sido la fase de especulación.

En la misma línea, el gráfico II.9 pone en evidencia que la penetración de la globalización financiera en la región repercutió sobre el desempeño económico de las economías latinoamericanas a partir de la década de 1980. La evolución de la correlación entre la inestabilidad de los mercados financieros medida por la volatilidad del índice (el índice S&P 500 de los Estados Unidos) y la tasa de crecimiento de América Latina muestra una correlación inexistente hasta fines de los años ochenta y principios de los noventa. A

partir de entonces, la correlación es fuertemente negativa y significativa<sup>6</sup>. En otras palabras, a partir de la década de 1990 un aumento de la volatilidad en el valor de las acciones en el mercado estadounidense, que refleja un aumento en la percepción del riesgo y una concomitante disminución de la confianza de los inversores globales, impacta negativamente en el crecimiento de América Latina. En consecuencia, la adopción —incluso parcial— por parte de los países de la región de formas institucionales asociadas a los regímenes financierizados y su hibridación con regímenes de acumulación nacionales aumentaron la fragilidad de sus economías.

**Gráfico II.9**  
**La volatilidad del índice S&P 500 y el crecimiento de América Latina<sup>a</sup>**  
*(Correlaciones móviles de 15 años e intervalos de confianza)*



**Fuente:** M. Lautier y L. Miotti, “Gone with the wind: emerging growth in global tailwinds and headwinds”, París, Centro de Economía de la Universidad París Nord (CEPN), inédito, 2016.

<sup>a</sup> La volatilidad del índice S&P 500 está medida como el máximo anual del cociente entre el desvío estándar del valor diario del índice sobre el promedio mensual. La correlación utiliza el coeficiente de correlación de Pearson y los intervalos de confianza se calculan a partir de la transformación de Fisher.

Ahora bien, esta hibridación no genera las características fundamentales que se encuentran en el corazón de un régimen financierizado. El cuadro II.3 presenta el nivel de endeudamiento de las empresas y de los hogares. En este cuadro puede observarse que los grandes países de América Latina tienen indicadores que se ubican a distancia considerable de los que registra un conjunto

<sup>6</sup> La correlación puede interpretarse como el resultado de una ecuación reducida de un modelo donde un cierto número de variables e instituciones median entre el nerviosismo de la Bolsa de los Estados Unidos y el crecimiento de América Latina. Por ejemplo, la función de reacción de la Reserva Federal de los Estados Unidos ante la “exuberancia de los mercados”, expresada en el manejo de los tipos de interés, que impactan los movimientos de capitales produciendo el fenómeno de interrupción súbita (*sudden stop*) bien conocido (Reinhart, Calvo y Leiderman, 1993; Calvo y otros, 2001).

de países desarrollados. La deuda de los hogares, por ejemplo, no parece tener el tamaño suficiente para dinamizar el consumo corriente ni para hacerlo en el mercado inmobiliario. El endeudamiento no juega entonces el rol de complemento importante del ingreso asalariado o el de sustituto dinámico de capacidad de compra. En lo que respecta al endeudamiento de las empresas, el panorama es similar ya que, con la excepción de Chile, que tiene un nivel comparable al de los países desarrollados, los niveles relativos son extremadamente bajos.

**Cuadro II.3**  
**El endeudamiento de las empresas y las familias, 2014-2015**  
(En porcentajes del PIB)

	Deuda de los hogares	Deuda de las empresas
Argentina	6,9	27,1
México	15,6	18,0
Brasil	25,5	24,8
Chile	40,3	98,4
Italia	42,5	56,3
Austria	51,4	83,0
Alemania	53,6	58,1
Francia	56,5	97,7
Bélgica	59,5	104,7
Japón	65,9	123,6
España	67,5	73,0
Portugal	77,4	82,5
Estados Unidos	79,2	64,0
Reino Unido	87,3	74,1
República de Corea	88,4	89,9
Países Bajos	111,0	133,1
Australia	124,3	68,0

**Fuente:** Banco de Pagos Internacionales (BPI).

Tal como se vio, un régimen de acumulación financierizado se define por: i) un mercado de capitales desarrollado, ii) un acceso de la población, directo o indirecto, a la posesión de títulos cotizados en ese mercado y iii) un acceso importante de la población al sistema de crédito. Estas características están sintetizadas en Boyer (2000), quien sostiene que en un régimen financierizado los asalariados tienen acceso a ganancias financieras, a través de la posesión de acciones o, más frecuentemente, a través de la intermediación de los fondos de pensión. Como consecuencia, la perspectiva de ganancias en los mercados financieros tiene una influencia directa en las decisiones de ahorro y consumo. Por esta razón, el sistema puede ser descrito como patrimonial ya que la riqueza, medida con los criterios de los mercados financieros, tiende a convertirse en un factor importante en la evolución del consumo de los bienes durables e incluso en las transacciones de inmuebles y los niveles de endeudamiento con los bancos.

No obstante, estas características concretas no se advierten en la región. El gráfico II.10 presenta la proyección sobre dos ejes factoriales de un cierto número de variables que pueden considerarse variables indirectas de las tres características enunciadas. El eje horizontal asocia fundamentalmente variables ligadas al acceso al sistema financiero (porcentaje de la población mayor de 15 años que tiene cuenta corriente, ahorros y tarjetas de crédito), mientras que el eje vertical asocia variables ligadas al mercado financiero (capitalización bursátil, participación de las acciones y títulos en porcentaje del ahorro). Es interesante constatar que el acceso al crédito está asociado mucho más a variables del mercado de valores que a las otras variables de acceso al sistema financiero.

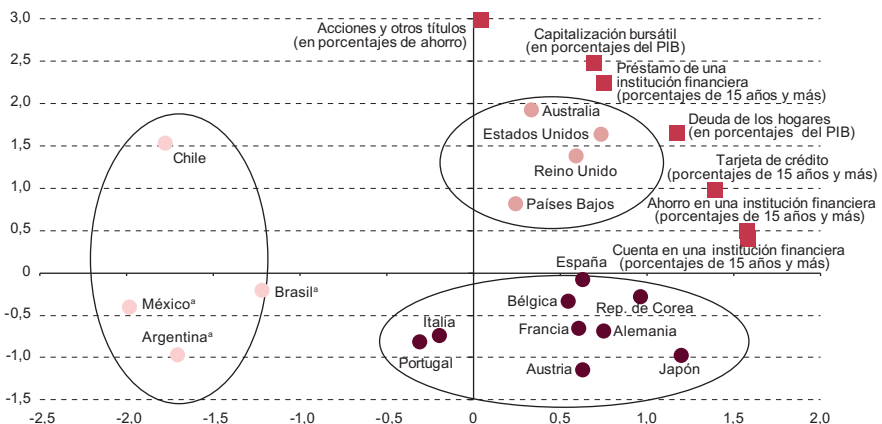
El gráfico permite observar tres grupos de países bien diferenciados. El primer grupo está constituido por los Estados Unidos y Gran Bretaña, donde el régimen de acumulación financierizado aparece como dominante, a los que se agregan Australia y los Países Bajos. Este grupo combina un desarrollo muy notable del mercado de valores, asociado con un fuerte endeudamiento de la población (eje vertical), con un acceso importante al sistema financiero en su conjunto (eje horizontal). El grupo 2 se conforma por un grupo numeroso de países europeos (Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Italia y Portugal), a los que se agregan el Japón y la República de Corea, que se caracterizan por un acceso significativo al sistema financiero (eje horizontal) pero que presentan valores relativamente menos elevados en materia de mercado de valores y de endeudamiento de los hogares (eje vertical). Los países de América Latina conforman el tercer grupo, cuyas poblaciones tienen un bajo acceso al sistema financiero (eje horizontal) y cuyos niveles de endeudamiento y desarrollo del mercado de capitales son relativamente bajos o muy bajos (con la excepción de Chile).

En definitiva, ni el acceso al sistema financiero ni el desarrollo del mercado de capitales permiten caracterizar a los regímenes de acumulación latinoamericanos como financierizados. En efecto, es necesario no confundir régimen de acumulación financierizado con hibridación parcial, cuyos principales rasgos son: i) la adopción parcial de un conjunto institucional propio de los regímenes financierizados (bancos centrales independientes en algunos casos; fondos de pensión); ii) la ausencia manifiesta de control de la productividad y de la relación salarial; iii) la importancia relativa de la intermediación en comparación con el financiamiento directo (tamaño reducido del mercado de capitales); iv) la ausencia muy probable de control del consumo por las finanzas (bajo nivel de endeudamiento de los hogares, bajo acceso al sistema bancario y muy débil efecto riqueza); v) la débil presencia de complementos de remuneración del tipo opción de compra de acciones y la inexistencia de mecanismos de participación en las ganancias (primas anuales bajo la forma de acciones) para los asalariados; vi) un tipo de

cambio que se determina en función de rendimientos financieros y resulta volátil, y vii) la importancia de la tasa de interés en el financiamiento de los déficits públicos.

En suma, el modo de adhesión al régimen internacional donde las finanzas juegan un rol fundamental es una fuente de inestabilidad, pero no parece verificarse una convergencia hacia un régimen financierizado en el sentido planteado por la escuela francesa de la regulación. En este sentido, Boyer (2000) sostiene que es una falacia de composición pretender impulsar una política de desarrollo mediante la adopción de algunas de las características institucionales de los países centrales. Según este autor, fuera de los Estados Unidos, muchos gobiernos pueden verse tentados de importar rápidamente el núcleo institucional de una economía financierizada, lo que a su vez requiere de la adopción de un conjunto de instituciones típicas de un capitalismo liderado por el mercado. Por supuesto, estas economías están lideradas por el mercado y fuertemente especializadas en la intermediación financiera internacional, pero el rol asimétrico que cumplen en estos mercados no puede reproducirse por la simple importación de las políticas de flexibilización del mercado de trabajo y el recorte del gasto público y de la protección social. Básicamente, la economía estadounidense, hasta la actualidad, se beneficia de esta asimetría, que no puede replicarse automáticamente en otras regiones.

**Gráfico II.10**  
**Finanzas y acceso al sistema bancario: análisis factorial**  
**en componentes principales, 2014-2015**



**Fuente:** Banco Mundial, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) y Banco de Pagos Internacionales (BPI).

<sup>a</sup> Las acciones en poder de los hogares de la Argentina, el Brasil y México fueron estimadas (algoritmo NIPALS).

## G. Conclusión

El régimen de acumulación financierizado caracteriza a un muy reducido número de economías desarrolladas, fundamentalmente aquellas que configuran los centros financieros mundiales (particularmente los Estados Unidos y Gran Bretaña). Los principales rasgos de este régimen son: un mercado de capitales desarrollado, un acceso de la población, directo o indirecto, a la posesión de títulos cotizados en ese mercado y un acceso importante de la población al sistema de crédito. Es este acceso al crédito el que permite sostener los niveles de consumo —y por tanto el crecimiento— en un escenario de persistente deterioro distributivo que resultó de la ruptura del compromiso entre el capital y el trabajo que rigió a los países avanzados hasta finales de la década de 1970. Si bien el régimen de crecimiento financierizado pudo ser estable por un período muy corto de tiempo, generó una fuerte inestabilidad mundial al exportar un cierto número de formas institucionales que configuran lo que se denominó globalización financiera.

La forma en la que América Latina se insertó en la globalización financiera se caracterizó por una adopción parcial de las instituciones que configuran el régimen financierizado estadounidense (banco central independiente, surgimiento de fondos de pensión, entre otras). Pese a la decisiva influencia que tuvo la globalización financiera sobre el desempeño de la región, un análisis rápido de los regímenes de acumulación latinoamericanos permite concluir que no se presentan las características inherentes al régimen de acumulación financierizado anteriormente mencionadas. Ni el mercado de capitales alcanzó el nivel de desarrollo suficiente para dinamizar la actividad económica en torno de sí, ni los hogares gozaron de un acceso al crédito sobre el cual sostener los niveles de consumo en un contexto de deterioro distributivo.

Por el contrario, de acuerdo a un análisis histórico institucional, se puede afirmar que en los países latinoamericanos se ha producido una hibridación entre formas institucionales características de los países financierizados y otras formas institucionales propias. Sin embargo, el proceso de hibridación no genera las condiciones para la mutación de un régimen de acumulación, en general rentista, hacia un régimen financierizado.

## Bibliografía

- Abiad, A., E. Detragiache y T. Tressel (2008), "A new Database of Financial Reforms", *IMF Working Paper*, N° 08/266, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), diciembre.
- Aglietta, M. (2008), *La crise: pourquoi en est-on arrivé là? Comment en sortir?*, París, Michalon.
- (1999), "Les transformations du capitalisme contemporain", *Capitalisme et socialisme en perspective. Évolution et transformation des systèmes économiques*, B. Chavance y otros (coords.), París, La Découverte.
- (1998a), "L'avenir du capitalisme", *Notes de la Fondation Saint-Simon*, N° 101, París, Fundación Saint-Simon, noviembre.
- (1998b), "Le capitalisme de demain", *Notes de la Fondation Saint-Simon*, N° 101, París, Fundación Saint-Simon, noviembre.
- Aglietta, M. y A. Reberieux (2004), *Dérives du capitalisme financier*, París, Albin Michel.
- Alonso, L. y C. Fernández (2012), *La financierización de las relaciones salariales: una perspectiva internacional*, Madrid, Los libros de la Catarata.
- Boyer, R. (2012), "Some steps towards a political economy of financial crises", documento presentado en la conferencia "Political Economy and the Outlook for Capitalism", París, Asociación Francesa de Economía Política (AFEP)/ Iniciativa Internacional para la Promoción de la Economía Política (IIPPE)/ Asociación para la Economía Heterodoxa (AHE), 5 a 7 de julio.
- (2009), "Feu le régime d'accumulation tiré par la finance: La crise des subprimes en perspective historique", *Revue de la Régulation*, vol. 5, París [en línea] <https://regulation.revues.org/7367>.
- (2002), *La croissance, début de siècle. De l'octet au gène*, París, Albin Michel.
- (2000), "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis", *Economy and Society*, vol. 29, N° 1, Abingdon, Routledge.
- (1986), *La théorie de la régulation: une analyse critique*, París, La Découverte.
- Boyer, R. y M. Juillard (1995), "Les Etats-Unis: adieu au fordisme!", *Théorie de la régulation. L'état des savoirs*, París, La Découverte.
- Calvo, G. y otros (2001), "The growth-interest rate cycle in the United States and its consequences for emerging markets", *Working Paper*, N° 458, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Chesnais, F. (2001), "La théorie du régime d'accumulation financiarisé: contenu, portée et interrogations", documento preparado para el "Forum de la Régulation", París, 11 a 12 de octubre [en línea] [https://rechercheregulation.files.wordpress.com/2012/12/03\\_chesnais.pdf](https://rechercheregulation.files.wordpress.com/2012/12/03_chesnais.pdf).
- Clevenot, M. (2006), "Financiarisation, régime d'accumulation mode de régulation. Peut-on appliquer le 'modèle' américain à l'économie française?", París, Universidad de París XIII [en línea] <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-00120886/document>.
- Coriat, B. (2004), "Du fordisme à l'hypothèse du régime d'accumulation 'tiré par la finance' la TR face aux mutations du capitalisme contemporain", documento preparado para el simposio internacional "Où en est la théorie de la régulation?", París, 28 a 29 de junio.
- (1994), "La théorie de la régulation. Origines, spécificité et perspectives", *Futur Antérieur*, París, L'Harmattan.
- Ertuk, I. y otros (2008), *Financialization at Work: Key Texts and Commentary*, Londres, Routledge.
- Lanzarotti, M. (1992), *La Corée du Sud: une sortie du sous-développement*, París, Prensas Universitarias de Francia (PUF).

- Lautier, M. y L. Miotti (2016), "Gone with the wind: emerging growth in global tailwinds and headwinds", París, Centro de Economía de la Universidad París Nord (CEPN), inédito.
- Levy-Yeyati, E., L. Castro y L. Cohan (2012), *Latin American Economic Perspectives. All Together Now: The Challenge of Regional Integration*, Washington, D.C., Brookings, abril.
- Levy-Yeyati, E. y L. Cohan (2011), *Latin American Economic Perspectives: Innocent Bystanders in a Brave New World*, Washington, D.C., Brookings, noviembre.
- Quemia, M. (2001), "Théorie de la Régulation et développement: trajectoires latino-américaines", *L'année de la Régulation: Économie, Institutions, Pouvoir*, N° 5, París, Presses de Sciences Po.
- Reinhart, C., G. Calvo y L. Leiderman (1993), "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors", *Staff Papers*, vol. 40, N° 1, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), marzo.
- Talha, L. (2001), "Le régime rentier à l'épreuve de la transition institutionnelle: l'économie algérienne au milieu du gué", *Où va l'Algérie?*, A. Mahiou y J. R. Henry (eds.), París, Karthala.
- \_\_\_\_\_(1995), "Théorie de la régulation et développement", *Théorie de la régulation: L'état des savoirs*, R. Boyer y Y. Saillard (eds.), París, La Découverte.
- \_\_\_\_\_(1994), "Accumulation et crises dans les économies maghrébines: l'apport de l'approche en termes de régulation", *Annales marocaines de l'économie*, vol. 3, N° 6, Rabat, Asociación de Economistas Marroquíes (AEM).



## Capítulo III

# Efectos de la financierización en el cambio tecnológico en América Latina

*Pablo Ignacio Chena<sup>1</sup>*  
*Maria Emilia Buccella<sup>2</sup>*  
*Carolina Bosnic<sup>3</sup>*

## Introducción

Desde mediados de los años setenta, la economía mundial se caracteriza por el hecho estilizado de la liberalización financiera. A nivel teórico, este proceso tuvo en la corriente de pensamiento mayoritaria defensores y críticos. Mientras que los primeros sostuvieron que las crisis financieras desatadas durante este período se debían a inconsistencias exógenas del propio sistema o a su carácter incompleto, los últimos reconocieron fallas endógenas en los mercados financieros.

En forma paralela, la corriente heterodoxa condensó en el concepto de financierización una crítica extensa a la liberalización financiera, aunque con significados disímiles en función de su propia evolución y de la teoría económica de base. Así, el concepto puede referirse a un incremento desproporcionado

---

<sup>1</sup> Laboratorio de Estudios en Sociología y Economía del Trabajo (LESET), Instituto de Investigaciones en Humanidades y Ciencias Sociales (IdIHCS), Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET).

<sup>2</sup> Centro de Estudios e Investigaciones Laborales (CEIL), CONICET.

<sup>3</sup> Universidad Nacional de La Plata (UNLP).

del sistema financiero o bancario, a un aumento desmedido del ingreso del rentista financiero e incluso a una nueva etapa del capitalismo, que modifica en forma definitiva sus instituciones para imponer la supremacía de las finanzas.

En este capítulo se procura aportar a ese debate, no para generar nuevas caracterizaciones o complejidades, sino para examinar sus consecuencias en el cambio tecnológico en América Latina, un tema relevante aunque poco abordado en la literatura. El trabajo se divide en siete secciones, incluida esta introducción. En la segunda se revisa el concepto de financierización desde una perspectiva histórico-conceptual, que sirve de base para los desarrollos posteriores. En la tercera se destacan sus consecuencias económicas tradicionales en la estabilidad financiera, el consumo, la distribución del ingreso y la inversión. En la cuarta sección se desarrolla la hipótesis central del trabajo: los efectos negativos de la financierización en el cambio tecnológico. En la quinta se presenta un abordaje empírico del análisis previo, aplicado a cuatro países de la región (la Argentina, el Brasil, México y Colombia). En la sexta sección se recogen estudios que muestran la importancia del Estado en la innovación, para elaborar una propuesta que permita mejorar la dinámica innovadora en América Latina, y, por último, se exponen las principales conclusiones del capítulo.

## **A. Sobre el concepto de financierización**

Los efectos positivos y negativos de la liberalización financiera y, posteriormente, de la financierización fomentaron amplios debates en la literatura económica. Desde un punto de vista positivo, McKinnon (1973) y Shaw (1973) fueron pioneros en esbozar la hipótesis de que la fijación de la tasa de interés mediante el libre juego de la oferta y la demanda permite generar señales correctas de precios a los inversionistas, de manera que un sistema financiero sin regulación permite —bajo el supuesto subyacente de que el ahorro es sensible a la tasa de interés— una asignación eficiente del capital que se traduce en crecimiento y desarrollo. Sobre la base de esta contribución inicial, se realizaron numerosos estudios teóricos y empíricos acerca de la “represión financiera” y el papel de la tasa de interés en el crecimiento. King y Levine (1993), De Gregorio y Guidotti (1995) y Levine (1997) apoyan la visión de McKinnon y Shaw, con el argumento de que un sistema financiero ampliamente desarrollado —que solo se obtiene con la concurrencia de mercados libres— constituye un factor esencial para promover el desarrollo.

Campbell y Mankiw (1990) y Ostry y Reinhart (1992) cuestionaron algunos de los supuestos implícitos de McKinnon y Shaw, al plantear que no todos los hogares tienen libre acceso a los mercados de crédito y que la sensibilidad del ahorro a las tasas de interés reales está condicionada por el ingreso permanente y el consumo de subsistencia. Los autores relativizan

la idea de McKinnon (1973) y Shaw (1973) de que el incremento de las tasas de interés reales estimula un aumento generalizado del ahorro, al plantear que la capacidad de moderar el consumo a lo largo del tiempo se hace más manifiesta en los hogares con menores restricciones de liquidez, cuyo consumo no se limita a la subsistencia.

Por último, Giovannini (1985) y Bandiera y otros (2000) mostraron una débil respuesta del ahorro a las variaciones en la tasa de interés real e incluso una relación ambigua entre ambas variables. Se observa un patrón similar en la relación entre la liberalización financiera y las tasas de ahorro, pues en diversos estudios se encuentra que la liberalización parece conducir a una disminución del ahorro (Koskela, Loikkanen y Virén, 1992; Bayoumi, 1993; Japelli y Pagano, 1994; Loayza, Schmidt-Hebbel y Servén, 2000).

Por otra parte, las crisis de la balanza de pagos registradas en la década de 1990 en los países que liberalizaron financieramente sus economías dieron lugar a una literatura crítica dentro de la corriente de pensamiento mayoritaria, basada en el reconocimiento de fallas endógenas dentro del sistema financiero. Una parte de la literatura se sintetizó en los denominados modelos de primera generación (Krugman, 1979; Flood y Garber, 1984), que atribuyen las crisis a los esfuerzos de un banco central para mantener fija una determinada paridad cambiaria, usando su dotación de reservas internacionales en un contexto de monetización recurrente de déficits públicos cada vez mayores. Los modelos de segunda generación (Obstfeld, 1986; Eichengreen y otros, 1995) explican las crisis basándose en el supuesto de que en toda economía existe una interacción entre las expectativas de los agentes y las decisiones del Gobierno. El ataque especulativo y la consiguiente devaluación de la moneda sobrevienen conforme aumentan las expectativas de devaluación de los agentes privados. Los modelos de tercera generación (McKinnon y Pill, 1999; Corsetti y otros, 1999) retoman elementos de las dos vertientes anteriores pero hacen hincapié en la relación entre los problemas del sistema bancario y las dificultades de la balanza de pagos. Los problemas de información asimétrica conforman la base de estos modelos para explicar la interacción entre el sector público y privado.

Sin embargo, los efectos negativos de la liberalización financiera ya habían sido señalados mucho tiempo antes por Keynes (1965):

*“No obstante, a medida que mejora la organización sobre los mercados de inversión, el riesgo del predominio de la especulación aumenta ... Los especuladores pueden no hacer daño cuando sólo son burbujas en una corriente firme de espíritu de empresa; pero la situación es seria cuando la empresa se convierte en burbuja dentro de una vorágine de especulación. Cuando el desarrollo del capital en un país se convierte en subproducto de las actividades propias de un casino, es probable que aquél se realice mal” (Keynes, 1965, págs. 144-145).*

Inspirado en Keynes, Minsky (1992) avanzó en el estudio del papel de las relaciones financieras en los procesos de estabilidad e inestabilidad de las economías capitalistas y formuló la hipótesis de la inestabilidad financiera. Con ella postula que la propia evolución de la estructura y los mecanismos financieros convierte una economía financieramente sana en un sistema inestable, transformando un largo período de bonanza económica en un escenario fuertemente especulativo. Según Minsky (1992), las transformaciones del sector financiero surgen en respuesta a la lógica búsqueda de mayor rentabilidad por parte del empresariado, mediante la innovación en productos y servicios, y a la búsqueda de mayores beneficios por parte de las entidades financieras, mediante la financiación de la actividad económica y de otros intermediarios financieros.

De esa manera, la economía pasa de un escenario en que las unidades económicas pueden cubrir sus compromisos financieros (financiación cubierta) a otro en el cual deben renegociar sus compromisos (financiación especulativa), para luego tener que recurrir a un mayor endeudamiento para cubrir la deuda ya contraída (financiación Ponzi). Por medio de sus aportes, el autor se convirtió en uno de los precursores de los análisis más recientes del sector financiero.

Estas y otras críticas de las corrientes heterodoxas a la creciente influencia de las finanzas en la economía real se condensaron posteriormente en el concepto de financierización. El origen del término se remonta a mediados del siglo pasado, pero no fue hasta los años noventa que ganó notoriedad. Si bien su popularización generó una multiplicidad de estudios de diversa procedencia teórica, no existe una definición comúnmente aceptada del término (Epstein, 2005b; Mateo, 2015). Según el criterio de clasificación de Stockhammer (2004), es posible abordar el concepto de financierización conforme tres grandes vertientes.

La primera se centra en el análisis de las fuentes de financiamiento de la inversión. En este debate se omite el uso del término “financierización” y se hace hincapié en las ventajas y desventajas relativas de los sistemas financieros basados en los bancos con respecto a aquellos basados en el mercado, como sistemas óptimos para asegurar el crecimiento (Stockhammer, 2004). La visión basada en la banca se centra en las virtudes de los bancos para identificar buenos proyectos de inversión, movilizar capital y gestionar el riesgo y en su mayor eficacia para promover el desarrollo industrial (Gerschenkron, 1962; Stiglitz, 1985; Aoki y Patrick, 1994). Quienes defienden el financiamiento de mercado destacan la reducción de los costos de información, el mayor control corporativo, la asignación más eficiente del capital (mediante señales correctas de precios) y el mayor estímulo al crecimiento (Boyd y Prescott,

1986; Scharfstein, 1988; Rajan y Zingales, 2001). De acuerdo con una tercera postura, más reciente, no se trata de sistemas mutuamente excluyentes, por lo que se debe crear un marco institucional o jurídico que garantice que tanto los bancos como los mercados financieros puedan operar eficazmente a fin de garantizar el crecimiento (Levine, 2002; Chakraborty y Ray, 2003; Sawyer, 2014).

La segunda vertiente se aboca, con una mirada crítica, al estudio microeconómico de la estrategia empresarial y las relaciones laborales dentro de las corporaciones no financieras. En este marco, el fenómeno de la financierización se define como el incremento del poder de los accionistas sobre la dirección y, en consecuencia, la reconfiguración de los objetivos de las corporaciones no financieras para favorecer sus intereses (Crotty, 1990; Lavoie, 1992; Froud y otros, 2000; Lazonick y O'Sullivan, 2000; Stockhammer, 2004). La maximización del valor de los activos de la empresa se convierte en el principal objetivo en los procesos de financierización, no solo de los accionistas sino también de la gobernanza empresarial (Froud y otros, 2000; Crotty, 2005; Palley, 2007).

El tercer enfoque se orienta al estudio de los cambios en la dinámica macroeconómica a partir de la década de 1970, bajo el predominio de los mercados financieros. El concepto de financierización se basa en una puja entre el capital productivo y el capital financiero y en la imposición de este último en la mayoría de los ámbitos de la actividad y las relaciones económicas (Plihon, 2001; Duménil y Lévy, 2011; Hein, 2013a y 2013b). En esta línea, Epstein (2005b) sostiene que el concepto de financierización se refiere a la creciente importancia de los intereses financieros, los mercados financieros y los agentes e instituciones financieras en el funcionamiento de las economías nacionales e internacionales (Epstein, 2005b, pág. 3). Boyer (2000) se refiere a la financierización como un régimen de crecimiento encabezado por las finanzas, en el que el papel central del sector financiero y la imposición de sus propias normas tiene su correlato en la regulación del mercado laboral, los salarios y la actividad económica.

Lapavitsas (2010), por su parte, pone el énfasis en la expansión del sector bancario en los mercados financieros, así como en el mayor otorgamiento de préstamos a los hogares y su participación cada vez mayor en el ámbito de las finanzas como deudores o tenedores de activos. Por último, Chesnais (1994) caracteriza el mayor predominio del capital financiero como "una dictadura de los acreedores". De acuerdo con esta visión, el poderío creciente de las finanzas logra que las medidas de política económica se tomen cada vez más de acuerdo con sus intereses, que muchas veces son totalmente contrarios a los del capital productivo (Mateo, 2015).

## **B. Efectos económicos tradicionales**

Los efectos del proceso de financierización en diferentes aspectos del sistema económico se han abordado ampliamente en la literatura especializada. En esta sección se ordena parte de esta discusión en cuatro canales macroeconómicos comúnmente aceptados: la estabilidad financiera, el consumo, la distribución del ingreso y la inversión.

### **1. El canal de la estabilidad-inestabilidad financiera**

*“Con la separación entre la propiedad y la dirección que priva hoy, y con el desarrollo de mercados de inversión organizados, ha entrado en juego un nuevo factor de gran importancia, que algunas veces facilita la inversión, pero también contribuye a veces a aumentar mucho la inestabilidad del sistema. Cuando faltan los mercados de valores no tiene objeto intentar revaluar con frecuencia una inversión en la cual nos hemos comprometido. Pero la bolsa revalúa muchas inversiones todos los días y estas revaluaciones dan frecuentes oportunidades a los individuos (aunque no a la comunidad en conjunto) para revisar sus compromisos” (Keynes, 1965, pág. 138).*

Así, Keynes explica la manera en que el sistema económico capitalista crea instituciones que permiten a los agentes tomar decisiones de asignación de recursos en el marco de un futuro incierto y de la búsqueda de una revalorización constante de sus activos. En última instancia, esto puede desencadenar burbujas especulativas. Como se señaló previamente, Minsky (1992) también examinó este efecto y formuló su hipótesis de la inestabilidad financiera: conforme un sistema estable avanza en el tiempo, las condiciones financieras que operan en las sombras comienzan a incrementar el riesgo de inestabilidad. El colapso del sistema obedece a una inestabilidad endógena, derivada de la dinámica interna propia del sistema financiero. En la misma línea, pero desde una visión marxista, Chesnais (2008) atribuye la inestabilidad a la formación de activos financieros a gran escala —que el autor denomina capital ficticio— y a la acumulación de capital-dinero. De acuerdo con Duménil y Lévy (2011), el auge de los mecanismos financieros, la mayor desregulación del sistema financiero y las decisiones equivocadas de los encargados de la formulación de políticas, son algunos de los factores explicativos de las recurrentes crisis económicas de un sistema capitalista financierizado.

### **2. El canal del consumo**

Las repercusiones de la financierización en el consumo mediante el efecto riqueza y el endeudamiento de los hogares han sido objeto de numerosos estudios en el campo de la macroeconomía. Dutt (2006), por ejemplo, afirma que desde la década de 1980 las innovaciones financieras han aumentado

la oferta de préstamos a los consumidores<sup>4</sup>. Si bien esto tiene un efecto económico expansivo a corto plazo debido al aumento del consumo, a la mayor utilización de la capacidad instalada y al incremento de la tasa de acumulación del capital, el mayor endeudamiento de los consumidores tiene un efecto ambiguo a largo plazo, pues redistribuye los ingresos hacia los sectores más ricos, que tienen una mayor propensión a ahorrar. Según Dutt, los efectos en el crecimiento y la distribución del ingreso serán negativos si el producto de la tasa de ahorro de los ricos por la tasa de interés supera la tasa de acumulación del capital. En esta línea, Palley (1994 y 1996) es aún más pesimista y llega a la conclusión de que a largo plazo sobreviene la contracción de la demanda agregada, pues se produce una transferencia de poder adquisitivo desde los hogares con bajos niveles de ingreso y mayor propensión marginal a consumir hacia los hogares con altos niveles de ingreso y baja propensión marginal a consumir.

Con un modelo alternativo, Boyer (2000) habla de la existencia de un doble juego: en un esquema de revalorización permanente de los activos aumenta la incertidumbre con respecto al nivel salarial, que los accionistas toman como variable de ajuste, según la discrepancia que exista entre los rendimientos reales y esperados<sup>5</sup>. Por otra parte, crece el efecto riqueza de los hogares debido a su mayor acceso a ganancias financieras, ya sea en forma directa —mediante la tenencia de activos— o indirecta, mediante los fondos de pensión. Boyer asegura que, si bien el ingreso procedente del empleo es más incierto, el efecto riqueza es el que determina en última instancia las decisiones de consumo y ahorro de los hogares. En esta línea, sobre la base de un estudio empírico, Davis y Palumbo (2001) concluyen que el excepcional crecimiento del mercado de valores estadounidense a partir de la década de 1990 se traduce en el apoyo a largo plazo de un efecto riqueza, cuya expansión va en consonancia con la del gasto en consumo de los hogares<sup>6</sup>.

### 3. El canal distributivo

En las últimas décadas proliferaron los estudios teóricos y empíricos que muestran la creciente desigualdad de ingresos que se registra a partir de la década de 1970. Los trabajos de Power, Epstein y Abrena (2003) y Palley (2007) evidencian un marcado sesgo en la distribución del ingreso, tanto en

---

<sup>4</sup> Con innovaciones financieras, el autor hace referencia a cambios institucionales en el sector financiero, incluidos el mayor acceso a préstamos con garantía hipotecaria, la titulización y los cambios tecnológicos en los informes de crédito.

<sup>5</sup> En algunos estudios empíricos se examina el retroceso salarial observado en países desarrollados a partir de la década de 1980. Véanse Stockhammer, Onaran y Ederer (2009) y Álvarez y Luengo (2011) para el caso de Europa y Álvarez y Buendía (2009) para el de los Estados Unidos.

<sup>6</sup> Los autores señalan que la acumulación de riqueza puede aumentar por dos canales: i) la utilización por parte de los hogares del ingreso disponible para invertir en activos (ya sean tangibles o financieros) en lugar de consumir o ii) activos que ya son prioridad de los hogares (adquiridos mediante inversiones previas).

los Estados Unidos como en otros países miembros de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE). Siguiendo la misma línea, Hein (2013b) concluye que la financierización ha contribuido, desde la década de 1980, a una reducción en la participación del ingreso laboral en el producto y a una redistribución regresiva del ingreso mediante tres canales: i) el cambio en la composición sectorial de la economía, ii) los incrementos salariales de la dirección y la mayor demanda de beneficios por parte de los accionistas y iii) el debilitamiento del poder sindical. En este sentido, Gordon y Dew-Becker (2007) incorporan otros dos canales para explicar el crecimiento de la desigualdad: iv) la tendencia decreciente del salario real y v) los requisitos más rigurosos con respecto a la calificación del personal en respuesta al cambio tecnológico constante.

Por otra parte, Levy y Temin (2007) sostienen que, desde hace cuatro décadas, los incrementos de la productividad no se derraman sobre el ingreso promedio de los trabajadores estadounidenses, que paradójicamente ha registrado un lento crecimiento<sup>7</sup>. Los autores subrayan el papel de las instituciones como respuesta al aumento de la desigualdad, al sostener que el mayor predominio de las finanzas conllevó un cambio en la esfera política, que se tradujo en el colapso de las bases institucionales del estado de bienestar.

#### **4. El canal de la inversión**

Este canal invita a pensar la financierización como un cambio en el régimen de acumulación. Su impacto negativo en la inversión en activos reales se ha expresado dentro de las corporaciones no financieras a través de dos grandes canales: el flujo de fondos que dichas corporaciones obtienen debido a su inversión en activos financieros y la cantidad cada vez mayor de recursos destinados a los mercados financieros mediante el pago de intereses y dividendos y la recompra de activos.

En este apartado se describen dos grandes vías por las cuales la financierización influye en la predisposición de las empresas productivas a invertir: a) el acortamiento de los plazos requeridos de retorno y b) las formas de financiamiento de la inversión.

##### **a) Acortamiento de los plazos**

Como antecedente importante, Keynes (1965) señala que la creciente expansión del mercado de capitales estimula la escisión entre propiedad y control dentro de la empresa, modificando los tiempos en los que se realiza una inversión productiva. El “*espíritu animal*” (*animal spirits*), según lo denomina Keynes, de los inversionistas (basada en la búsqueda de beneficios

---

<sup>7</sup> Los autores muestran que la compensación media de los trabajadores de tiempo completo (o índice de poder de negociación) pasó de 0,6 en 1980 a 0,53 en 1990 y a 0,43 en 2005.



a largo plazo) es reemplazada por una inversión de tipo especulativo, a fin de obtener una mayor rentabilidad a corto plazo.

Más recientemente, la cuestión del cortoplacismo ha sido abordada por numerosos autores, que proponen la hipótesis de que las transformaciones institucionales que han tenido lugar, como la liberalización de las tasas de interés, la menor sindicalización del trabajo y el aumento de los rendimientos de las inversiones financieras, estimularon un incremento exponencial del ingreso de los rentistas (Patnaik, 2003; Crotty y Epstein, 1996; Stiglitz, 2002)<sup>8</sup>. El mayor poder económico que estos adquirieron les permitió aumentar su capacidad de presión en las decisiones de política —tanto a nivel nacional como internacional— para favorecer sus intereses personales. Así, la desregulación financiera se ha intensificado en respuesta a las necesidades de los rentistas de acortar los plazos para maximizar sus beneficios (Epstein y Jayadev, 2005; Epstein y Power, 2003). En este sentido, Demir (2009) sostiene que la ola de liberalización financiera sesgó las decisiones de cartera de las empresas privadas del sector no financiero. El contexto de mayor riesgo e incertidumbre, la rigidez de los mercados nacionales y el aumento de las tasas de rendimiento en los mercados financieros alentaron el desplazamiento de los proyectos de inversión de capital fijo, canalizando los ahorros del sector real hacia inversiones financieras a corto plazo.

Medialdea (2010) comparte el enfoque de la cartera de inversiones y postula que la pulsión por reducir el plazo en el cual se obtienen los beneficios conlleva la realización de colocaciones cada vez más líquidas. A su vez, la mayor liquidez de los mercados fomenta una mayor especulación mediante el arbitraje entre distintos activos financieros. Así, según la autora, la lógica financierizada estimula la función especulativa (financiera) del ahorro, impulsando la rotación cada vez mayor de activos financieros y acortando el tiempo en que los propietarios mantienen las acciones en sus carteras.

### **b) El efecto de la estructura financiera en la inversión de las corporaciones no financieras**

El teorema de Modigliani y Miller (1958) da lugar a una discusión teórica interesante acerca de los efectos de la estructura financiera de las empresas en las decisiones de inversión. Según ese teorema, el valor de mercado de una empresa no se verá alterado, cualquiera sea la forma de financiamiento elegida (fondos propios o emisión de bonos o acciones). Jorgenson (1971) avanzó en el estudio empírico de este tipo de modelos y se concentró en la búsqueda de simultaneidades entre la determinación de la inversión real, el costo del capital y los planes de financiación de las empresas. Su estudio concluye que tanto las variables de flujo de efectivo

<sup>8</sup> Conforme Epstein y Power (2003), se define al rentista como aquella persona que obtiene la mayoría de sus ingresos a partir de la tenencia de activos financieros, en lugar de obtener una remuneración a cambio de su trabajo o por ser propietaria de activos físicos.

como las de beneficios no son significativas para explicar el comportamiento de la inversión empresarial, proporcionando así soporte empírico a la teoría inicial de Modigliani y Miller.

Las críticas posteriores al teorema debido a sus supuestos restrictivos llevaron a Modigliani y Miller (1963) a reformularlo considerando la existencia de impuestos<sup>9</sup>. De acuerdo con esta segunda versión, en un mundo con impuestos, el valor de mercado de la empresa es mayor cuanto más apalancada se encuentre, pues la inclusión de los gastos financieros en el estado de resultados determina una menor carga impositiva para la empresa. Este segundo trabajo contradice sus primeras conclusiones, al dejar en evidencia que las decisiones de inversión sí dependen de las formas de financiamiento elegidas. Sin embargo, Coen (1971) y Klein y Taubman (1971) encuentran una relación inversa a la anterior, que muestra que la inversión depende positivamente del flujo de fondos generados en forma interna. En la misma línea, Tempel (2011) y Sajid, Tahir y Sabir (2015) presentan estudios empíricos de empresas danesas y pakistaníes, respectivamente, y concluyen que el apalancamiento y la inversión se mueven en sentido contrario, pues a mayores razones de deuda las empresas deben soportar mayores costos financieros, con el consecuente riesgo de impago.

Otra serie de críticas al teorema original de Modigliani y Miller (1958) se basa en la teoría del principal y el agente, planteada por Jensen y Meckling (1976). Esta supone que pueden existir problemas de agencia entre accionistas con distinto grado de propiedad o entre los accionistas y la dirección de las empresas. Según este enfoque, la dirección puede intentar quedarse, por ejemplo, con parte de las ganancias de la empresa o utilizar el capital de la empresa en su propio beneficio y en perjuicio de los accionistas. Dichos conflictos afectan la elección de la estructura de capital (el ejemplo más claro son los costos de supervisión en los que podría incurrirse cuando se acude al financiamiento externo mediante acciones ordinarias). En este sentido, Jensen (1986) y Stultz (1990) muestran que, en el caso de las empresas que carecen de buenas oportunidades de inversión, el financiamiento con deuda permite reducir los costos de supervisión ocasionados por ciertas decisiones arbitrarias de la gerencia. Por el contrario, Jung, Kim y Stulz (1996) sostienen que, cuando las empresas poseen buenas oportunidades de inversión y la dirección persigue objetivos claros de crecimiento, la financiación con acciones es la forma más conveniente.

En otros enfoques el financiamiento mediante fuentes externas (especialmente endeudamiento) se aborda en un contexto de asimetría de información. En estos casos, la dirección tiene más conocimientos que los accionistas con respecto a los riesgos y beneficios de las oportunidades de

---

<sup>9</sup> El teorema inicialmente suponía la ausencia de impuestos, costos de quiebra y asimetrías de información.

crédito e inversión, lo cual impide evaluar con claridad la calidad de los proyectos (Stiglitz y Weiss, 1981). Esto generó incertidumbre sobre los costos de financiamiento y planteó la necesidad de costos de supervisión. En esta línea, Myers (1984) postula que las empresas se deben financiar de acuerdo con un determinado orden jerárquico, a fin de minimizar los costos causados por las asimetrías de información. Para ello se deben financiar en primera instancia con fondos generados internamente y, en una etapa posterior, recurrir al financiamiento externo. En este último caso, deben hacerlo en primer lugar mediante deuda y luego mediante la emisión de acciones.

En este contexto, se espera que las empresas más rentables hagan menor uso de la financiación externa en comparación con las menos rentables, debido a la mayor disponibilidad de recursos propios generados internamente. La disponibilidad de efectivo, activos líquidos y capacidad de endeudamiento permite a la empresa aprovechar oportunidades de inversión con valor presente positivo sin recurrir a la financiación externa. Así, la jerarquía en el uso de las fuentes de financiación tiene lugar en presencia de una mayor holgura financiera (Myers y Majluf, 1984). La contracara de esto es que los inversionistas demandarán una mayor tasa de rentabilidad frente al financiamiento con recursos propios, al ser esta una fuente más riesgosa que la toma de deuda (Ferrer y Tresierra, 2009).

### **C. Los efectos de la financierización en el cambio tecnológico**

Schumpeter (1957 y 1996) destaca la competencia entre empresas por la creación de nuevos productos y métodos como el principal impulso en la producción capitalista. El autor describe la esencia de este proceso como “destrucción creadora” y la caracteriza como un “proceso de mutación industrial... que revoluciona incesantemente la estructura económica desde dentro, destruyendo ininterrumpidamente lo antiguo y creando continuamente elementos nuevos” (Schumpeter, 1996, pág. 121). Desde esta perspectiva, la verdadera palanca para incrementar la producción y rebajar los precios es la competencia por las innovaciones y no la tradicional competencia por precios desarrollada en un contexto en que los métodos de producción y las formas de organización industrial se suponen estáticas.

Según su planteo, para comprender y evaluar correctamente el proceso de cambio tecnológico hay que tener en cuenta dos elementos. En primer lugar, sus efectos no se pueden medir correctamente a corto plazo, sino que se perciben después de décadas. En segundo lugar, no se lo debe enfocar en forma fragmentada o individual (a nivel de cada empresa), sino que debe comprenderse en un contexto dinámico, caracterizado por “el vendaval perenne de la destrucción creadora” (Schumpeter, 1996, pág. 121).

En este contexto, el empresario cumple la función especial de revolucionar el sistema con nuevas combinaciones productivas para reemplazar los antiguos métodos, incorporar productos alternativos y explorar nuevas fuentes de provisión de insumos o mercados. Esto es lo que distingue al empresario del buen gerente, que hace funcionar negocios establecidos en forma eficiente utilizando el mejor método de producción entre aquellos probados empíricamente, y también de los capitalistas, que son los propietarios del dinero, los medios de producción o ambos y buscan ganar dinero asumiendo riesgos.

“El riesgo recae siempre indudablemente sobre el propietario de los medios de producción o del capital dinero que se pagó por ellos ... nunca sobre el empresario como tal ... los accionistas no son nunca empresarios per se, sino meramente capitalistas, que participan en las ganancias por exponerse a pérdidas determinadas” (Schumpeter, 1957, pág. 85).

En este sentido, el autor observa que el empresario encuentra fuertes resistencias externas para desarrollar su función, primero en los grupos amenazados por la innovación y luego en las instituciones de crédito encargadas del financiamiento<sup>10</sup>. De esta forma destaca que el desarrollo capitalista amenaza la función del empresario, y con ello la de toda la burguesía, mediante un proceso de evolución del progreso técnico que tiende a despersonalizarse, automatizarse y burocratizarse en grandes corporaciones, donde el trabajo de oficina tiende a reemplazar la acción empresarial.

“Si la evolución capitalista —el “progreso”— deja de existir o se automatiza por completo, la base económica de la burguesía industrial se reducirá en definitiva a salarios análogos a los que se pagan por el trabajo administrativo corriente, a excepción de los residuos de cuasi-rentas y ganancias monopoloides, que es de esperar que se prolonguen, si bien decreciendo, durante algún tiempo. Como la empresa capitalista tiende, en virtud de sus propias prestaciones, a automatizar el progreso, concluimos de ello que tiende a hacerse a sí misma superflua, a saltar en pedazos bajo la presión de su propio éxito. La unidad industrial gigante, perfectamente burocratizada, no solamente desaloja a la empresa pequeña y de volumen medio y “expropia” a sus propietarios, sino que termina también por desalojar al empresario y por expropiar a la burguesía como clase, que en este proceso está en peligro de perder no sólo su renta, sino también, lo que es infinitamente más importante, su función.” (Schumpeter, 1996, pág. 184).

---

<sup>10</sup> Los grupos amenazados serían aquellos que perderían mercado o cuyo capital se depreciaría a raíz de la innovación.

Sin embargo, y a diferencia de Keynes (1965), para Schumpeter puede que dicho proceso de “expropiación” no tenga consecuencias negativas en la evolución del progreso técnico global, si este queda en manos de “grupos de especialistas capacitados que producen lo que se les pide y cuyos métodos les permiten prever los resultados prácticos de sus investigaciones” (Schumpeter, 1996, pág. 182). Esta afirmación supone aceptar, de manera acrítica, que pueden calcularse con exactitud los rendimientos futuros de las innovaciones y que dichas innovaciones se dirigen (piden) a través de un mecanismo desconocido<sup>11</sup>. En otras palabras, no está claro cuál sería el origen de las innovaciones si desaparece la intuición empresarial.

Keynes (1965) realiza una advertencia similar con respecto a este proceso de expropiación del empresario, pero en el marco de un proceso de financierización, al destacar que la separación cada vez mayor entre la propiedad de la empresa y su dirección, generada por el desarrollo creciente del mercado de capitales, fomenta el predominio de la inversión especulativa (basada en la previsión de la psicología del mercado para ganar dinero a corto plazo) sobre el “espíritu de empresa” (concentrado en estimar los rendimientos de una inversión productiva a largo plazo). Esto tiene como consecuencia un proceso de acumulación de capital inestable y deficiente.

De esta forma, Keynes adelanta los efectos negativos de lo que hoy se denomina financierización, al señalar que el crecimiento de los mercados de capitales conduce a que la mayoría de las inversiones se rijan por “el promedio de las expectativas de quienes trafican en la bolsa de valores, tal como se manifiesta en el precio de las acciones, más bien que por las expectativas genuinas del empresario profesional” (Keynes, 1965, pág. 138). Esto trae como consecuencia una distorsión económica tan grande que: “Finalmente es el inversionista a largo plazo, aquel que más promueve el interés público, quien en la práctica levanta contra sí mayor crítica, dondequiera que los fondos de inversión sean manejados por comités, o consejos, o bancos; porque la esencia de esta conducta es la de que deba ser excéntrica, sin convencionalismos y temeraria a los ojos de la opinión media. Si tiene éxito, eso únicamente confirmará la creencia general en su temeridad; y si fracasa en corto plazo, lo que es muy probable, no habrá mucha compasión para la víctima” (Keynes, 1965, págs. 143-144).

Como se puede observar, Keynes presenta una diferencia fundamental con respecto a Schumpeter, pues no cree que un cálculo preciso de técnicos profesionales pueda reemplazar “el espíritu animal” que empuja a los empresarios a invertir en innovaciones. Esto se debe a que, para este autor, las

---

<sup>11</sup> Sobre la posibilidad de calcular con exactitud los rendimientos futuros de las innovaciones, al referirse a la función empresarial, el autor afirma que “cuanto mayor sea la perfección con que puedan calcularse las cosas, con tiempo y racionalización progresiva, y en forma rápida y segura, tanto más decrece la importancia de dicha función” (Schumpeter, 1957, pág. 95).

decisiones económicas se toman en un escenario de incertidumbre respecto del futuro, caracterizado por la inexistencia de bases objetivas para realizar dichos cálculos matemáticos. “De este modo, si la fogosidad se enfría y el optimismo espontáneo vacila, dejando como única base de sustentación la previsión matemática, la “empresa” se marchita y muere” (Keynes, 1963, pág. 147).

Por lo tanto, en este contexto incierto descrito por Keynes, la mayoría de los inversionistas “profesionales” no se dedica a realizar previsiones del rendimiento probable de una inversión a largo plazo, sino que, por el contrario, pone sus energías en prever anticipadamente los posibles cambios en las bases convencionales de evaluación de los activos financieros a corto plazo.

El análisis de los trabajos de ambos referentes en la temática revela que existe un punto de acuerdo entre ellos, con respecto a que el desarrollo del capitalismo amenaza la función empresarial al reemplazarla por la labor de técnicos profesionales. Sin embargo, al pensar en el “desarrollo del capitalista”, el primero hace hincapié en su tendencia a la concentración en grandes empresas y el segundo en su financierización. En este aspecto existe una diferencia fundamental entre ambos: mientras Schumpeter es optimista y considera que dicha “expropiación” no afectará de manera significativa la dinámica del cambio tecnológico, para Keynes esto tiene un efecto determinante en la inversión a largo plazo en la economía real (incluida la innovación), debido a que dicho proceso distorsiona las decisiones de inversión. En este trabajo se entiende que, como se verá más adelante, esta diferencia esconde dos concepciones antagónicas respecto del futuro: como riesgo en el primer caso y como incertidumbre en el segundo.

## 1. La innovación y el crédito

“El crédito es esencialmente la creación de poder de compra con el propósito de transferirlo al empresario, pero no simplemente la transferencia del poder de compra existente. La creación del poder de compra caracteriza, en principio, el método por el cual se realiza el desenvolvimiento en un sistema de propiedad privada y división del trabajo. Por el crédito los empresarios obtienen acceso a la corriente social de bienes, antes de adquirir sus derechos normales a dicha corriente” (Schumpeter, 1957, pág. 115).

La definición precedente destaca que, en el esquema de Schumpeter, el crédito es esencial para la innovación y, por lo tanto, el empresario es deudor por naturaleza. Esto se debe a que, a diferencia de aquellos que participan regularmente en el flujo circular de la renta, el poder de compra necesario para llevar adelante una innovación no proviene de los ingresos por concepto de ventas generados en el período anterior<sup>12</sup>. Para el empresario, su

---

<sup>12</sup> De no ser así, no se debe a la función de empresario sino a la de productor.

transformación en deudor surge necesariamente del caso, y no es anormal, ni un accidente que deba ser explicado por circunstancias particulares. “Lo que precisa primeramente es crédito. Requiere poder adquisitivo antes de necesitar cualquier clase de bienes. Es el deudor típico en la sociedad capitalista” (Schumpeter, 1957, pág. 111).

El resto de los agentes económicos no está obligado a contraer deudas para consumir o producir regularmente, ni para mantener un negocio en funcionamiento. En estos casos se trata de agentes que participan regularmente en el flujo circular de la renta y, por lo tanto, tienen derecho al flujo de ingresos generados en el pasado. Esto no significa que en la corriente circular de la renta no se concedan créditos regularmente, sino que el proceso puede representarse en forma global, como si se financiara con ingresos de períodos anteriores. En este aspecto, la concepción de Schumpeter coincide con la mirada tradicional sobre la conveniencia de dejar de lado el crédito para analizar mejor el proceso económico de la corriente circular de la renta, donde se cumple la ley de Say<sup>13</sup>.

Sin embargo, para el autor, el proceso de desarrollo de las innovaciones es la excepción al cumplimiento de la ley de Say. En este caso, el empresario no participa en los derechos que genera el flujo circular de la renta y, por lo tanto, es el prestamista quien debe cubrir las demandas de poder adquisitivo del empresario innovador, que solo a través del crédito puede impulsar el cambio tecnológico en el contexto del flujo circular de la renta.

En este sentido, tanto Schumpeter como Keynes sostienen que el sistema financiero es más proclive a financiar el crédito corriente (al consumo y a la producción) que el crédito a la innovación. En el primer caso, porque conlleva menos riesgos y, en el segundo, porque la innovación supone, por su propia definición, romper la convención tradicional de los mercados financieros de asumir que la situación económica actual continuará por tiempo indefinido hasta que surjan razones concretas para esperar su modificación.

En resumen, hay al menos dos fenómenos, señalados por ambos autores, que desaceleran el cambio tecnológico y se potencian en períodos de financierización de la economía. Por una parte, la extinción del espíritu empresarial, de la mano de los accionistas y los gerentes de las grandes corporaciones<sup>14</sup>. Por otra, la tendencia a destinar el crédito al flujo circular de la renta en desmedro de la innovación.

Por último, conforme la definición de capital de Schumpeter como “la suma de medios de pago disponibles en cualquier momento para transferencia a los empresarios” (Schumpeter, 1957, pág. 129), el crédito a la innovación es

<sup>13</sup> En el sentido de que quien compra lo hace porque vendió previamente bienes de igual valor y, además, siempre se producen los mismos bienes.

<sup>14</sup> Aunque, como ya se mencionó, en el caso de Schumpeter este podría ser reemplazado por técnicos especializados.

un aspecto esencial en la acumulación de capital necesaria para el desarrollo económico. Sin embargo, este no tiene sentido en la corriente circular de la renta, que es su principal destino en el proceso de financierización de la economía.

En la sección siguiente se profundiza el análisis de los efectos de la aplicación del método financiero de evaluación económica (como valor presente de un flujo de ingresos netos futuros ajustados por riesgo) a los procesos de innovación productiva.

## **2. Del crédito a la financierización: ¿riesgo o incertidumbre?**

Es probable que la diferencia fundamental entre el concepto ortodoxo de liberalización financiera y el concepto heterodoxo de financierización se deba a que cada uno de ellos responde a dos premisas contextuales irreconciliables entre sí: el riesgo y la incertidumbre. En una primera aproximación, Lavoie (2014) define el riesgo como un escenario en el que cada opción presenta un conjunto de resultados posibles, cuyos valores son conocidos y que pueden asociarse a una probabilidad matemática. Los escenarios de incertidumbre, por el contrario, se caracterizan porque las opciones posibles son desconocidas, así como sus resultados y probabilidades de ocurrencia. Según dicho autor, el cambio tecnológico puede considerarse un caso paradigmático de contexto de incertidumbre ya que es imposible saber cuáles serán las novedades, cuando surgirán y qué nivel de impacto tendrán en la sociedad (Lavoie, 2014, pág. 74).

La teoría económica neoclásica comenzó por negar la incertidumbre, al diseñar modelos de decisión de mercado con previsión perfecta, en los que la opción óptima (racional) deriva del proceso de maximización de la utilidad o los beneficios. Luego surgieron posturas más flexibles, como el escenario de riesgo, al aceptar como verdad universal la existencia de una realidad predeterminada que puede describirse completamente mediante funciones de probabilidad condicionales, objetivas e inmutables (Davidson, 1996, pág. 479). En otras palabras, un escenario de decisión donde el futuro puede pronosticarse a partir de datos del presente y del pasado. En este contexto, se propuso adaptar el cálculo de probabilidades a escenarios de incertidumbre mediante el principio de la razón insuficiente, que consiste en imputar probabilidades iguales a todos los estados posibles.

Sin embargo, Knight (1921) rechaza esta opción y subraya la importancia de distinguir el riesgo de la incertidumbre<sup>15</sup>. Al respecto el autor señala que: en el primer caso (riesgo), la distribución de los resultados en un grupo de instancias es conocida (ya sea a través del cálculo a priori o sobre la base de estadísticas de experiencias pasadas), mientras que en el caso de la

---

<sup>15</sup> Keynes (1965) también la rechaza por llegar a resultados absurdos.



incertidumbre esto no es cierto. La razón es que por lo general es imposible formar un grupo de opciones, porque la situación es en gran medida única (Knight, 1921, pág. 233). En ese sentido, Keynes fue categórico al señalar que “las decisiones humanas que afectan el futuro, ya sean personales, políticas o económicas, no pueden depender de la expectativa matemática estricta, desde el momento que las bases para realizar semejante cálculo no existen” (Keynes, 1965, pág. 148).

En otro intento por incorporar la incertidumbre, algunos autores de la corriente de pensamiento mayoritaria propusieron modelizarla como un choque exógeno imprevisible, representado mediante un término de error no correlacionado (Bianchi, 1990)<sup>16</sup>. La ventaja de dicha modificación es que no afecta fundamentalmente el proceso tradicional de búsqueda de la opción óptima, a través de la maximización característica de esta corriente de pensamiento.

Sin embargo, la opción de reducir la incertidumbre a un caso particular en un contexto de riesgo también fue rechazada por Keynes (1965) y sus seguidores poskeynesianos, que la consideraron incompleta. Para esta corriente de pensamiento heterodoxo, ambos contextos son totalmente distintos y, por lo tanto, llevan a lógicas de comportamiento diferentes e irreconciliables. Por ejemplo, mientras que los escenarios de riesgo gobiernan las expectativas de producción y consumo a corto plazo, la incertidumbre rige las expectativas de inversión a largo plazo (Fontana y Gerrard, 2004). En el caso particular de las inversiones en innovación, en este trabajo se considera que el significado que Davidson (1996) atribuye a la incertidumbre, sobre la base de Keynes, es probablemente el más adecuado. Dicho autor clasifica la forma de entender la realidad económica en dos grandes paradigmas teóricos: según el primero, esta es predeterminada, inmutable y ergódica (riesgosa) y, de acuerdo con el segundo, es desconocida, transmutable y no ergódica (incierta).

Aquí, el criterio de ergodicidad (o riesgo) se refiere a la presunción de un sistema preprogramado estable y conservador, donde las realidades pasada, presente y futura están predeterminadas, ya sea el sistema estocástico o no (Davidson, 1996, págs. 480-481). Por consiguiente, los datos pasados pueden tratarse como si fueran una muestra tomada del futuro (Davidson, 1996, pág. 481). En este contexto, la sociedad no tiene la libertad de modificar su futuro económico a largo plazo, que está determinado de manera inmutable por los elementos fundamentales estructurales del sistema. Por lo tanto, no hay lugar para la creatividad del emprendedor schumpeteriano.

Sin embargo, el requisito de no estacionariedad de las series es, por sí solo, condición suficiente para la no ergodicidad del contexto (incertidumbre). Con esta nueva realidad, menos restrictiva en términos de axiomas, el futuro

---

<sup>16</sup> Véanse más detalles en Lavoie (2014) y Davidson (1996).

es una construcción que resultará de las decisiones que los hombres libres tomarán para crearlo o transformarlo, algo imposible de anticipar conforme series de tiempo del pasado. De esta forma, se ingresa a un mundo incierto, transmutable y creativo (Davidson, 1996).

El futuro incierto de Keynes supone una realidad económica creativa, en el sentido de que la naturaleza y la sustancia del futuro pueden ser permanentemente cambiadas por la acción de individuos, grupos (por ejemplo sindicatos y carteles) y gobiernos, a menudo de forma no completamente previsible por los creadores del cambio (Davidson, 1996, pág. 482).

En esta realidad no ergódica, en que el futuro debe construirse, el emprendedor schumpeteriano tiene el papel fundamental de generar una gran destrucción de capital en el presente, para provocar una revolución tecnológica capaz de cambiar las formas productivas del futuro. Así se llega a la pregunta central de la siguiente sección: ¿cómo incide el criterio de evaluación financiera, característico de la financierización y propio del análisis en contextos ergódicos, en los procesos de innovación por destrucción creadora?

### **3. La relación entre el criterio del valor financiero y la innovación**

El cambio más importante en el pasaje del riesgo a la incertidumbre se relaciona con las modificaciones en las reglas de comportamiento de los agentes económicos. Como se señaló anteriormente, la regla del *homo economicus* en escenarios de certidumbre o riesgo es la optimización por maximización, mientras que en contextos de incertidumbre esta se reemplaza por otras convenciones, que luego se establecen como reglas y rutinas.

Este hecho fue rápidamente identificado por Keynes (1965), quien observa que las expectativas a largo plazo, en función de las cuales se toman las decisiones de inversión (e innovación), dependen del mejor pronóstico que se pueda realizar sobre el futuro y de la confianza subjetiva que se tenga en dicho pronóstico. En este sentido, destaca como concepto fundamental “la importancia de los argumentos”, que deriva de la valoración del peso relativo de la información disponible con respecto al de aquella que se ignora a la hora de tomar la decisión (Keynes, 1921; Runde, 1990). Como se puede apreciar, la situación de incertidumbre no supone ignorancia total con respecto al futuro, sino la carencia, porque no existe, de información esencial sobre este (Dequech, 1999). Para Keynes, el proceso de formación de expectativas en estos escenarios inciertos se basa en una regla general, simple y racional:

“Al planear nuestras expectativas sería torpe atribuir gran influencia a motivos que sean muy inciertos. Por tanto, es razonable dejarse guiar principalmente por los hechos que nos inspiren cierta confianza, aunque

tengan una importancia menos decisiva para nuestros fines, que por otros poco y vagamente conocidos. Por este motivo, los hechos propios de la situación presente entran, desproporcionadamente en cierto sentido, en la formación de nuestras expectativas a largo plazo, siendo nuestra costumbre fijarnos en la situación actual para proyectarla en el futuro, modificándola únicamente según los motivos más o menos definidos que tengamos para esperar una variación” (Keynes, 1965, págs. 135-136).

De este principio general deriva luego la principal convención que se aplica a los valores financieros, que consiste en suponer que la evaluación actual de los activos financieros es correcta (sobre la base de la información disponible) y que la situación de negocios actual se mantendrá estable por tiempo indefinido, excepto cuando surjan argumentos de peso (confiables) para esperar una modificación. En términos prácticos, este comportamiento convencional transforma un escenario de incertidumbre en uno de riesgo.

“Porque si existen mercados organizados para la inversión y si podemos confiar en que la convención no variará, un inversionista puede legítimamente animarse con la idea de que el único riesgo que corre es el de un cambio real en las condiciones del futuro inmediato...no necesita perder el sueño por el simple hecho de no tener idea de lo que podrá valer diez años más tarde. Así la inversión se vuelve razonablemente “segura” para el inversionista individual en períodos cortos, y, en consecuencia, en una sucesión de los mismos, no importa cuántos, si puede confiar razonablemente en que no se quebrantará la convención...” (Keynes, 1965, págs. 139-140).

Con el desarrollo de estos conceptos es posible contestar a la pregunta sobre el efecto de los procesos de financierización de la economía en el cambio tecnológico de tipo schumpeteriano (destrucción creadora). La respuesta contempla tres premisas propias de las reglas de construcción del valor financiero, proceso que luego la financierización potencia y extiende a toda la economía.

En primer lugar, la forma convencional “keynesiana” de formarse expectativas a largo plazo hace que sucesos del presente (y del pasado), a menudo de poca relevancia, entren en forma “desproporcionada” en nuestras expectativas de ingresos futuros. Esto es particularmente perjudicial para un proceso de innovación que se propone destruir (dejar obsoleto) una buena parte de las reservas de capital presentes, en función de un proceso creativo (innovador) que apuesta a un cambio estructural respecto del pasado con resultados inciertos.

A esto se agrega que la regla de evaluación del capital, como un flujo de fondos futuro descontado por una tasa de interés compuesta (que suma a una tasa de certeza una prima de riesgo), supone un proceso humano de pronóstico de eventos desconocidos e inciertos que se anticipan bajo

la influencia desproporcionada del presente (Fisher, 1930). Dicho ejercicio en contextos no ergódicos o, como señala O'Donnell (1991), de dominio indeterminado tiene un alto grado de discrecionalidad y arbitrariedad por los motivos ya señalados.

Por último, como bien señaló Schumpeter, el proceso innovador se desarrolla fuera del flujo circular de la renta y, como condición necesaria, requiere del crédito para concretarse. Sin embargo, si los potenciales prestamistas de fondos para este tipo de inversiones (accionistas, acreedores privados y públicos o ambos) aplican las herramientas del cálculo del valor financiero tradicional —propio de la financierización— a este tipo de proceso creador de valor, el resultado puede ser un freno a la innovación schumpeteriana por falta de financiamiento<sup>17</sup>. A continuación se aborda empíricamente esta hipótesis de una relación negativa entre el grado de financierización y el cambio tecnológico schumpeteriano.

#### **D. Evidencia empírica de los efectos de la financierización en la innovación**

La relación entre financierización e inversión en investigación y desarrollo (I+D) se ha abordado ampliamente en la literatura empírica, aunque con resultados muchas veces disímiles. La hipótesis de “miopía institucional” planteada a principios de los años noventa hace referencia a una subinversión en proyectos a largo plazo —sobre todo en proyectos intangibles como la inversión en I+D— debido a la búsqueda de una maximización permanente del valor de las acciones a corto plazo (Hansen y Hill, 1991; Porter, 1992).

Bange y De Bondt (1998) evaluaron empíricamente esta hipótesis mediante el estudio de 100 empresas estadounidenses con grandes presupuestos de I+D en el período 1977-1986. Los autores encuentran que la brecha entre los ingresos percibidos y las ganancias pronosticadas a corto plazo se corrige mediante la reducción de los gastos en I+D, lo que se explica, según estos, por asimetría de información e incentivos de la gerencia a valorizar el precio actual de las acciones (miopía institucional). Dichos autores sostienen que el alineamiento de los intereses cortoplacistas entre los inversionistas institucionales y la dirección se evidencia en un mayor cierre de la brecha en las empresas con acciones de precios volátiles y altos volúmenes de intercambio. Shimada (2013) adopta un enfoque similar, basándose en el estudio de 4.280 firmas japonesas con gran participación en actividades de I+D en el período 2002-2006. Su trabajo apoya el estudio de Bange y De Bondt, al mostrar que los gastos en investigación y desarrollo resultan sensibles al desempeño de los ingresos rezagados con respecto al objetivo de ingresos.

---

<sup>17</sup> Las herramientas del cálculo del valor financiero tradicional fueron desarrolladas para el estudio de las variaciones incrementales de los flujos existentes dentro del circuito circular.

Un interesante estudio llevado a cabo por Bhojraj y Libby (2005) también avala la teoría de la “miopía institucional”. En el marco de este trabajo, se solicitó a un grupo de gerentes que eligieran entre dos proyectos de inversión, en un entorno experimental en el que se manipulaban el grado de presión de mercado que enfrentaba la dirección de la empresa (alta y baja probabilidad de emisión de acciones), la frecuencia de los informes externos obligatorios (semestrales o trimestrales) y el patrón de ganancias generado por proyectos de inversión alternativos. La muestra constaba de 89 gerentes financieros de 19 empresas públicas, que debían optar entre un proyecto con un flujo de efectivo más alto pero menores ganancias a corto plazo y otro con un flujo de efectivo más bajo pero mayores ganancias a corto plazo. Luego de controlar las fricciones que pueden existir entre la dirección y los accionistas, el estudio concuerda con Stein (1989) y Bar-Gill y Bebchuk (2003) en que, ante la presión del mercado bursátil, la mayoría de los gerentes opta por “proyectos miopes”. Es decir, en respuesta a una emisión de acciones pendiente, se inclinan con mayor frecuencia por proyectos que estiman maximizarán las ganancias y el precio a corto plazo.

Por otra parte, Montalban y Sakinç (2013) analizaron los modelos productivos de algunas empresas de los sectores farmacéutico y biofarmacéutico y mostraron que, en un esfuerzo por maximizar el valor de las acciones, las grandes empresas farmacéuticas adoptan lo que los autores denominan el modelo *blockbuster*<sup>18</sup>. Dicho estudio se basó en datos de las 50 empresas farmacéuticas más grandes (según el nivel de ventas) de países miembros de la OCDE, relativos al período 1999-2010. En este se concluye que el modelo *blockbuster*, como modelo productivo dominante, es insostenible a largo plazo, pues la reducción de la I+D y las dificultades para ampliar el mercado mediante nuevos descubrimientos encarecen y obstaculizan la innovación. En la misma línea, Revest y Sapio (2013) argumentan que la financierización —entendida como un acceso mayor y más fácil de las pequeñas y medianas empresas al mercado financiero— no ha tenido efectos significativos en su tamaño y productividad (generación de mayor valor agregado). Para ello, tomaron como referencia el período 1997-2008 y compararon todas las empresas británicas incluidas en el Mercado de inversión alternativa (AIM) (un segmento de la Bolsa de Valores de Londres) con empresas idiosincráticamente semejantes pero con acceso a financiamiento privado.

Como contrapartida, diversos autores han desafiado la hipótesis de la “miopía institucional” al sostener que el proceso de financierización permitió que los inversionistas institucionales —en función de su mayor participación como propietarios de capital— desempeñen un papel fundamental al presionar a la dirección de la empresa en la búsqueda de proyectos de inversión a

<sup>18</sup> Con este concepto los autores hacen referencia al modelo productivo que se consolidó como dominante en la industria farmacéutica en la década de 1990. Su objetivo es explotar el entorno institucional y las oportunidades tecnológicas para generar grandes masas de ganancia y maximizar el valor de los accionistas.

largo plazo (Aoki, 1984; Hansen y Hill, 1991; Useem, 1993). En esta línea, Majumdar y Nagarajan (1997), sobre la base de datos de una muestra aleatoria de 112 empresas relativos a la década de 1980, muestran que el cambio a gran escala de la estructura de la propiedad empresarial en los Estados Unidos tuvo un impacto significativo en los gastos en I+D y capital fijo.

Mediante un estudio empírico similar de 2.500 empresas estadounidenses en el período 1988-1994, Wahal y McConnell (2000) también contradicen la teoría de la “miopía institucional”, argumentando que la figura del inversionista institucional frena la impaciencia que el accionista transmite a la dirección y permite a esta última redirigir las decisiones de inversión hacia proyectos de largo plazo. Esto se basa en la correlación positiva encontrada entre los gastos en I+D, plantas y equipos (activos físicos) y la proporción de activos que son propiedad de inversionistas institucionales. En forma análoga, Aghion, Van Reenen y Zingales (2009) demuestran empíricamente que los inversionistas institucionales aumentan los incentivos de la dirección a innovar, mediante la mayor estabilidad institucional que deriva de una mayor oferta de proyectos de innovación de menor riesgo. Los autores basan su afirmación en un estudio de 803 empresas estadounidenses en el período 1991-1999. Por último, Brossard, Lavigne y Sakinç (2013) llevaron a cabo un estudio empírico de 324 empresas europeas de alto nivel innovador en el período 2002-2009, en el cual analizan los diferentes tipos de inversionistas y su comportamiento con respecto a la I+D. Los autores encontraron que la mayor presencia de inversionistas institucionales como propietarios de capital, a expensas de lo que denominan “inversionistas estratégicos” (familias, Estados o corporaciones industriales), tuvo un efecto positivo en la inversión en I+D, con la salvedad de que esto se cumple siempre y cuando los fondos de cobertura y los fondos de pensión —que los autores denominan “inversionistas impacientes” debido a su comportamiento cortoplacista— no posean grandes bloques accionarios.

## 1. El caso de América Latina

Para observar esta relación en América Latina se optó por examinar la relación a largo plazo entre el gasto en I+D y el grado de financierización en cuatro países importantes de la región, aplicando una metodología similar a la desarrollada por Bhaduri, Raghavendra y Guttal (2015). Para esto se utilizan como precedentes los trabajos de Wahal y McConnell (2000) y Montalban y Sakinç (2013), que toman la evolución del valor de las acciones negociadas, corregidas por el producto interno bruto (PIB), como indicador de la financierización.

Al linealizar la función de gasto mediante logaritmos se obtiene la siguiente expresión:

$$g_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{pib}_{it} + \beta_2 \text{pa}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Donde  $g_{it}$  es el gasto en I+D, tanto público como privado, del país  $i$  en el año  $t$ ;  $pib_{it}$  representa el producto interno bruto del país  $i$  en el año  $t$  y  $pa_{it}$  representa el precio de las acciones del país  $i$  en el año  $t$ . Las series utilizadas son anuales y se refieren al período 1980-2014 en la Argentina, el Brasil, México y Colombia (véase el cuadro III.A1.1).

Para evaluar la relación a largo plazo entre las variables mencionadas se utiliza la técnica econométrica de cointegración, implementada en dos etapas. En primera instancia se analiza cada variable por separado, para determinar su orden de integración mediante la prueba de Dickey-Fuller aumentada. Los resultados obtenidos mostraron una estacionariedad de grado uno en cada una de las series analizadas (véase el cuadro III.A2.1). En una segunda instancia se analiza si la combinación lineal de las variables es estacionaria o, en otras palabras, si se encuentran cointegradas. Con este objetivo se evaluó la función de gasto en I+D (1) en cada país en forma individual (véase el cuadro III.A3.1).

Luego de estimar el modelo de autorregresión vectorial y verificar su robustez, se evaluó la posible existencia de relaciones estables a largo plazo entre las variables. Para esto se utilizó la prueba de rango reducido de Johansen (1988) y Johansen y Juselius (1990). Dicha técnica de cointegración contrasta, como hipótesis nula, el número de relaciones de cointegración de acuerdo con las pruebas de la traza y del autovalor máximo.

En todos los casos, los resultados alcanzados con ambos métodos permiten rechazar la hipótesis nula de ausencia de cointegración (contra la alternativa de que existe por lo menos un vector de cointegración con un nivel de significación del 5%) (véase el anexo III.A4).

Los resultados permiten concluir que las variables  $g_{it}$ ,  $pib_{it}$  y  $pa_{it}$  están cointegradas en todos los países de la muestra y que existe al menos una combinación entre ellas que es estacionaria. En el cuadro III.1 se pueden observar, mediante el análisis del modelo de vectores de corrección del error, las relaciones a largo plazo entre las variables.

**Cuadro III.1**  
**Modelo de corrección del error con  $g_{it}$  como variable dependiente**

	Argentina	Brasil	México	Colombia
$Pib_{it}$	0,893032	6,065951	3,502129	7,631806
	(0,14215)	(0,190530)	(0,84345)	(0,67302)
	[-6,28242]	[-3,18372]	[-4,15215]	[-4,24349]
$Pa_{it}$	-0,028481	-3,382632	-1,607633	-6,008224
	(0,01393)	(0,109812)	(0,423397)	(0,89076)
	[2,04391]	[3,08039]	[3,79699]	[5,36487]

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de datos de IHS Markit, EViews 8.

De acuerdo con lo expuesto en el cuadro III.1, tanto *pibit* como *pait* son estadísticamente significativas en la Argentina, el Brasil, México y Colombia. El PIB tiene signo positivo en todos los casos, según lo esperado por la teoría económica tradicional, mientras que la variable *pait* presenta signo negativo, también en todos los casos. Los resultados muestran, entonces, una relación inversa entre el precio de las acciones y las erogaciones realizadas en I+D, corregidas por el efecto que el propio crecimiento del PIB puede tener en el valor de dichas acciones.

Cabe destacar que se analizó la robustez del modelo relajando el supuesto de rezago óptimo y se observó que los resultados más robustos se obtuvieron en los casos de la Argentina y México, mientras que el Brasil y Colombia evidenciaron resultados dispares (véase el cuadro III.A3.3).

Las conclusiones a las que se llega están en línea con los hallazgos de Montalban y Sakiñç (2013) sobre la sustentabilidad del modelo *blockbuster*. Asimismo, desde una perspectiva más general, Stockhammer (2004) destaca un comportamiento de los accionistas en empresas de Alemania, Francia, el Reino Unido y los Estados Unidos en el período 1960-1990, que genera una compensación entre sus ganancias y su crecimiento y deriva en una menor inversión productiva en general (y en I+D en particular). Por otra parte, Demir (2009) analiza las decisiones de inversión de empresas en la Argentina, México y los Estados Unidos entre 1991 y 2002 y concluye que las empresas en estos países optan por inversiones financieras a corto plazo, por lo que sugiere reorganizar el sistema financiero local para redirigir el ahorro interno y externo hacia inversiones productivas.

## **E. Sobre la financierización y el cambio tecnológico en América Latina**

Schumpeter (1996) divide el proceso de destrucción creadora en dos grandes fases: la creación innovadora y su absorción generalizada. Para el autor, ambas etapas producen una dinámica cíclica de prosperidad, debido a que la innovación es “el impulso fundamental que da la tonifica general a la economía”, seguida por depresiones generadas por “la eliminación de los elementos anticuados de la estructura industrial” (Schumpeter, 1996, pág. 103).

Sobre esta base, Arrighi y Drangel (1986) y Arrighi, Silver y Brewer (2003) proponen pensar el ciclo schumpeteriano en términos espaciales. Es decir, en la simultaneidad entre las regiones que tienden a la prosperidad (países centrales) y las que tienden a la depresión (países periféricos), polarizando los ingresos a nivel global. Para esto, los autores retoman el modelo schumpeteriano de Vernon (1966), que relaciona el ciclo del producto con el comercio internacional y la inversión extranjera (Arrighi, Silver y



Brewer, 2003). En dicho modelo, la innovación comienza por lo general en los países centrales, que producen para el mercado interno y la exportación (en particular los Estados Unidos)<sup>19</sup>. En una segunda fase (de maduración), el producto comienza a producirse en otros países avanzados, que lo exportan a los países periféricos. En la tercera etapa, el bien se estandariza y aumenta la competencia por precios, que impulsa su producción en los países periféricos, donde el bajo costo de la mano de obra se combina con el capital extranjero en un proceso de sustitución de importaciones. Por último, los países más avanzados importan el producto desde los periféricos a precios relativamente bajos. Esta dinámica cíclica hace que los países centrales se apropien de gran parte de las rentas tecnológicas y trasladen parte de los costos de las fases destructivas de la innovación a los países periféricos, incrementando la brecha de ingresos (Arrighi, Silver y Brewer, 2003)<sup>20</sup>.

Visto desde una posición periférica, el estructuralismo latinoamericano destacó la importancia de la forma de incorporación del progreso técnico en la dinámica económica y social de la región. En este sentido, Di Filippo y Jadue (1976) señalan que el poder para apropiarse del ingreso en América Latina no está definido sobre todo por la propiedad de los medios de producción o la productividad marginal de los factores, sino por el control sobre la introducción del progreso técnico originado en los países centrales. “Es en las modalidades de introducción del progreso técnico, y en la naturaleza de las fuerzas y grupos sociales que controlan dicha introducción, donde radican la configuración estructural del desarrollo latinoamericano y las orientaciones básicas de sus futuras transformaciones” (Di Filippo y Jadue, 1976, pág. 173).

Para estos autores, las grandes escalas operativas —generalmente asociadas a la incorporación de nuevas tecnologías— permiten establecer posiciones oligopólicas en los mercados nacionales y apropiarse de ingresos extraordinarios mediante el manejo discrecional de los precios de venta. En este sentido, los trabajadores y los empresarios vinculados a los sectores “modernos” se benefician de este tipo de rentas. Por otra parte, e independientemente del poder de mercado que brinda la escala productiva, los elevados niveles de productividad laboral relativa de la fuerza de trabajo ocupada en las empresas que importan tecnologías de última generación permiten disminuir las tensiones laborales, a través de mejoras absolutas y relativas en las condiciones de vida de estos trabajadores con respecto a los ocupados en los sectores de media y baja productividad.

---

<sup>19</sup> Producto de los elevados ingresos de los consumidores, los altos costos laborales, el crédito barato y abundante a la innovación y el ambiente propenso a la innovación que existen en los Estados Unidos (Vernon, 1966).

<sup>20</sup> Schumpeter define las rentas tecnológicas como “premios espectaculares, mucho mayores de lo que habría sido necesario para atraer al esfuerzo particular a una pequeña minoría de ganadores afortunados” (Schumpeter, 1996, pág. 109).

Sobre este fenómeno, Prebisch destaca que la incorporación de tecnología ahorradora de mano de obra importada desde los países centrales es una de las causas de la “insuficiencia dinámica” del capitalismo periférico (Prebisch, 1963), entendida como la incapacidad del sistema de acumular capital al ritmo necesario para absorber a los trabajadores de las ramas atrasadas en los sectores de elevada productividad. Para Prebisch, “la penetración desigual de la tecnología contemporánea ha dejado sustraída a ella una considerable proporción de la población activa. El problema del desarrollo consiste esencialmente en crear las condiciones propicias para que asimile con celeridad esa tecnología” (Estay, 1990, pág.19).

Por último, con respecto a la forma de transmisión de tecnología de los países centrales a los periféricos, Sunkel (1978) pone el acento en las grandes empresas transnacionales y señala que el proceso de integración transnacional de América Latina —que surge con la llegada del capital extranjero— genera polos de acumulación de capital que rompen las relaciones sociales existentes y desintegran un conjunto de actividades locales, provocando altos niveles de subempleo, desempleo abierto y distribución desigual de los ingresos en la región.

“Esta interacción dialéctica entre el proceso transnacional que se difunde entre los diversos países y las estructuras económicas, sociales, políticas y de la cultura local antes existentes, genera ese cuadro extraordinariamente heterogéneo de estructuras socioeconómicas y políticas” (Sunkel, 1978, pág. 10).

Para este autor, el subdesarrollo es producto de un sistema económico, social y político que gira en torno al desarrollo del sector transnacional (moderno), en desmedro de los sectores nacionales (medio y primitivo). La consecuencia lógica de este proceso de desarrollo-subdesarrollo, que consiste en promocionar al sector transnacional (orientado a las necesidades de las economías desarrolladas) extrayendo recursos de los demás sectores, es el incremento de la innovación tecnológica y el ingreso per cápita de una parte de la sociedad, mientras que la otra queda desarticulada y sin capacidad para generar las políticas necesarias para su dinamismo (Sunkel, 1978). En este contexto, se destaca la importancia del papel que desempeña el Estado para evitar la consolidación del subdesarrollo.

En resumen, la incorporación de innovaciones tecnológicas en la región se caracterizó por la incorporación tardía en el ciclo del producto (cuando este ya está estandarizado) y por el uso de la inversión extranjera directa como principal canal de transmisión, con las consecuencias económicas y sociales señaladas por el estructuralismo latinoamericano. Estos antecedentes llevan a pensar en el papel que desempeñan hoy las cadenas globales de valor en el proceso innovador de América Latina, como eje de la incorporación tecnológica.

## 1. Las cadenas globales de valor y el cambio tecnológico en América Latina

Una de las características de la globalización es que la economía mundial se estructura cada vez más en torno a cadenas globales de valor (Gereffi, Humphrey y Sturgeon, 2005; Gereffi y Fernandez-Stark, 2016). En consecuencia, la fragmentación geográfica de los procesos productivos debido a la inserción en estas cadenas propicia una división internacional de tareas entre países desarrollados y subdesarrollados, determinada por la asimetría tecnológica en los procesos productivos (Bianchi y Szpak, 2013).

Existen posturas contrapuestas con respecto a los beneficios de la participación en dichas cadenas para el proceso innovador de los países periféricos. Por una parte, algunos autores hacen hincapié en el dinamismo de las cadenas globales de valor, pues las empresas pueden unirse o desplazarse fácilmente entre sus nodos o entre distintas cadenas para incrementar su participación, rentabilidad o ambas. Esta participación presenta oportunidades y desafíos y posibilita la incorporación de conocimientos, tecnología y capacidades para innovar y ascender en la cadena de valor (*upgrade*).

En este sentido, Hernández y Pedersen (2017) sostienen que los países subdesarrollados pueden potenciar sus procesos de mejora, aprendiendo de las principales empresas a nivel mundial y adquiriendo los conocimientos necesarios para pasar del desarrollo de actividades con escaso valor agregado a actividades con mayor valor (Pananond, 2013). La diferencia de intereses entre los países centrales y periféricos impulsará a estos últimos a desplegar capacidades que les permitan competir con sus rivales.

Sin embargo, Alcácer y Oxley (2014) tienen reservas sobre las virtudes de las cadenas globales de valor cuando existen problemas estructurales en la periferia que impiden la transmisión tecnológica por parte de los demandantes globales. Si bien reconocen que gracias a las cadenas globales de valor las empresas de los países periféricos pueden insertarse en mercados a los que de otra forma no hubieran podido ingresar, la mayoría lo hace uniéndose a cadenas cuasijerárquicas. Este tipo de gobernanza promueve una rápida mejora para los productores locales en lo que respecta al proceso productivo, pero reduce la posibilidad de que estas empresas realicen actividades de mayor valor agregado (pues su mayor participación relativa implicaría el desplazamiento de los países centrales).

Por otra parte, dicho proceso de mejora depende, en gran medida, del tipo de empresa que forme parte de la cadena y de su capacidad para invertir en tecnología, personal, sistemas de organización y coordinación. En este aspecto, Humphrey y Schmitz (2001 y 2002) destacan la importancia de diversificar los mercados de venta para no quedar a merced de un único comprador global. Según los autores, cuanto mayor sea la brecha tecnológica,

más importante será para las empresas periféricas desarrollar fuentes locales y nacionales de innovación para poder subir en la escala de valor agregado (Humphrey y Schmitz, 2001 y 2002).

Medeiros y Trebat (2017) se concentran en el tipo de cadenas globales de valor que conciernen a América Latina y postulan que la estructura jerárquica ha creado una polarización muy fuerte dentro de cada cadena, que da lugar a una competencia salvaje dentro de cada uno de los respectivos polos. En los países periféricos, donde se localizan los segmentos de producción de bajo valor agregado (actividades no esenciales), la competencia se basa en la reducción cada vez mayor de los salarios. En el otro extremo de la cadena, radicado fundamentalmente en los países centrales, la competencia se concentra en las habilidades de supervisión y control de los derechos de propiedad relacionados con la innovación, las finanzas y la comercialización (actividades básicas). En esta línea, Serfati (2008) y Milberg y Winkler (2013), destacan que las empresas multinacionales de gran envergadura, que son las que deslocalizan la producción no esencial en América Latina, muestran a su vez un alto nivel de financierización. Según Auvray y Rabinovich (2017), a esto se suma la existencia de una relación negativa entre financierización e inversión en capital físico, en el caso de las empresas que deslocalizan actividades no esenciales.

Por último, en la literatura heterodoxa subyace la idea de que la convergencia de la brecha tecnológica centro-periferia en el marco de este mecanismo de inserción internacional es imposible. La distribución desigual del valor agregado entre las empresas transnacionales y los productores de los países subdesarrollados a lo largo de la cadena global de valor conduce a un comercio internacional desigual que reproduce la brecha tecnológica entre los países del norte y los del sur (Somel, 2004). Según esta concepción, las empresas líderes, que actúan como coordinadoras de las actividades dispersas geográficamente y de sus estructuras de gobernanza (Gereffi, 1994 y 1996), pueden inhibir la mejora y limitar el flujo de conocimientos a través de la cadena (Schmitz y Knorringa, 2000). Así, las empresas globales forjan una restricción estructural a la innovación mediante el control de las actividades estratégicas, que subordina a los países periféricos a realizar actividades de menor valor e inhibe su capacidad de desarrollar estrategias productivas más complejas que les permitan acercarse a los estándares de los principales actores a nivel mundial (Dolan y Humphrey, 2000; Gibbon, 2001).

## **2. La importancia del Estado en la innovación**

Diversos autores señalan que, para promover la desfinancierización e impulsar el cambio tecnológico en los países periféricos, se necesita la participación activa de los Estados. Se destaca el trabajo de Kolhi (2004), quien luego de analizar los procesos de desarrollo industrial del Brasil, Nigeria, la India y

la República de Corea, subraya la importancia del Estado como elemento central para explicar el éxito relativo de los dos últimos casos. Para este autor, la importancia de los emprendedores nacionales (en los que suelen concentrarse las teorías tradicionales) es una consecuencia del grado de desarrollo económico de cada país y no la causa.

En la misma línea, Amsden (2001) señala la importancia de fomentar un proceso de cambio tecnológico relativamente autónomo de los países centrales. El autor muestra que la habilidad de países como la India para insertarse en la economía global se explica por la construcción de un sistema relativamente autónomo de conocimiento científico-tecnológico, con baja dependencia del capital y la tecnología extranjera. Respecto de este mismo caso, Kolhi (2004) muestra que el desarrollo relativamente autárquico de la India determinó un proceso de industrialización que comenzó en forma lenta e ineficiente (comparado con el Brasil), pero la fuerte inversión a largo plazo en educación y tecnología nacional aceleró su dinámica en la década de 1980 y evitó la trampa de la deuda externa. En este sentido, el autor propone como herramienta para el desarrollo un Estado que denomina “cohesivo-capitalista”, caracterizado por una alianza con el sector privado en la que el Estado fija una cantidad limitada de objetivos y áreas prioritarias en las cuales luego se canalizarán los flujos de inversiones privadas.

En estudios recientes, como el de Mazzucato (2014), también se revaloriza la importancia del “Estado emprendedor” para impulsar los procesos de crecimiento liderados por la tecnología (*innovation-led growth*). Para la autora, el Gobierno no debe simplemente corregir las fallas del mercado, sino crear en forma activa mercados de nuevas tecnologías que permitan generar innovaciones radicales, pues la incertidumbre knightiana es tan grande en las primeras fases del proceso innovador que ni siquiera los capitales de riesgo invierten. En este contexto, solo el Estado puede impulsar las innovaciones con éxito porque esquivada la lógica del cálculo financiero tradicional:

“A pesar de que en el mundo de las finanzas suele afirmarse que existe una relación entre riesgo y beneficio, esto no es aplicable al juego de la innovación. La asunción de riesgos ha sido un esfuerzo colectivo, mientras que los beneficios se han distribuido de forma mucho menos colectiva. A menudo, el único beneficio que obtiene el Estado por sus inversiones arriesgadas es el beneficio indirecto de mayores ingresos fiscales, que resultan del crecimiento generado por dichas inversiones” (Mazzucato, 2014, pág. 271).

La autora destaca que, en el caso del proceso innovador, el principio de que el accionista es quien asume los riesgos de la inversión (y que sus ingresos serían un residuo luego de pagar al resto de los factores productivos) es falso. En cambio, son el Estado (que invierte capital) y los trabajadores (que invierten su esfuerzo) quienes no tienen garantizado ningún tipo de rendimiento. Por este motivo, recomienda crear instituciones sociales capaces

de asumir los riesgos y de cosechar los frutos de la innovación para acelerar el proceso innovador.

En resumen, la mirada crítica del estructuralismo latinoamericano a la incorporación directa de tecnología desde los países centrales, a través de empresas transnacionales, es congruente con la visión del proceso global de cambio tecnológico de Arrighi y Drangel (1986) y Arrighi, Silver y Brewer (2003). Si bien por otros motivos, los autores especializados en cadenas globales de valor también comparten esta preocupación.

En este contexto surge, cada vez con más fuerza, la propuesta de que el Estado desempeñe un papel protagónico en la promoción del cambio tecnológico en los países periféricos. Dicha propuesta parte del supuesto fundamental de que este no se rige por el esquema del cálculo financiero tradicional, propio de las cadenas globales de valor, a la hora de invertir en innovación y, por lo tanto, puede lidiar mejor con la incertidumbre fundamental inherente a las innovaciones radicales.

Esta propuesta se refuerza porque incluso las innovaciones menores son radicales en los países periféricos, en el sentido de que no se realizarían si primaran los criterios de decisión basados en el valor financiero. Sin embargo, para que los Estados latinoamericanos puedan efectivamente ser emprendedores de la innovación deben evitar los procesos de endeudamiento que condicionan su soberanía. De no ser así, el criterio del valor financiero, propio de la financierización, pasa a gobernar las finanzas públicas y, por lo tanto, las estrategias públicas de innovación.

## **F. Reflexiones finales**

En el presente trabajo se destaca el carácter irreconciliable del concepto de financierización con el de liberalización financiera. Mientras este último responde a una idea de futuro como escenario de riesgo, el primero obedece a un contexto de incertidumbre, que supone cambios radicales en las formas de comportamiento de los agentes económicos. Más concretamente, la regla de optimización por maximización, propia del *homo economicus* en escenarios de certidumbre o riesgo, se reemplaza por otras convenciones, que luego se establecen como reglas y rutinas.

Al respecto, en este capítulo se muestra que afrontar los escenarios de incertidumbre con herramientas diseñadas para minimizar los riesgos tiene efectos perjudiciales en las decisiones de innovación de tipo schumpeteriano (destrucción creadora) y su financiamiento, por tres grandes motivos.

En primer lugar, las reglas tradicionales de creación de expectativas a largo plazo en escenarios de incertidumbre tienden a sobreestimar la importancia del presente en un futuro imprevisible (Keynes, 1965). Esto es

particularmente perjudicial para un proceso de innovación que se propone destruir (dejar obsoleto) una buena parte de las reservas de capital presentes, en función de un proceso creativo (innovador) que apuesta a un cambio estructural respecto del pasado con resultados inciertos.

Por otra parte, el proceso de financierización se caracteriza por relegar a un segundo plano las teorías tradicionales del valor económico —objetiva (basada en el trabajo) y subjetiva (basada en la utilidad del consumo)— para dar supremacía a la evaluación que realiza el inversionista financiero. Esta regla del “valor financiero” (o valor fundamental), como un flujo de fondos futuro descontado por una tasa de interés compuesta (que incluye una tasa de certeza y una prima de riesgo), obliga a pronosticar eventos futuros desconocidos, a partir de la proyección de escenarios presentes. Por los motivos señalados en el párrafo anterior, esta metodología, aplicada a contextos inciertos, se traduce en asignaciones de recursos que perjudican el proceso de destrucción creadora.

A esto se suma que el proceso innovador se desarrolla fuera del flujo circular de la renta y, por lo tanto, requiere del crédito para concretarse (Schumpeter, 1996). En este escenario, si los potenciales prestamistas de fondos para este tipo de inversiones (accionistas, acreedores privados y públicos o ambos) aplican las herramientas del cálculo del valor financiero tradicional al proceso de innovación, aumenta la tendencia a frenar las innovaciones por falta de financiamiento.

En América Latina, el análisis de la evidencia empírica recopilada y la mirada teórica de diversos enfoques heterodoxos —como el schumpeteriano, el estructuralista latinoamericano y la literatura crítica sobre las cadenas globales de valor— coinciden en el peligro de dejar el proceso de cambio tecnológico en la región en manos de grandes capitales extranjeros.

En este contexto surge, cada vez con más fuerza, la propuesta de que el Estado desempeñe un papel protagónico en el cambio tecnológico. Dicha iniciativa parte de la base de que este no se rige por el esquema del cálculo financiero tradicional a la hora de invertir en innovación y, por lo tanto, puede lidiar mejor con la incertidumbre fundamental inherente a las innovaciones radicales.

A esto debemos agregar que en los países periféricos incluso las innovaciones menores son radicales, en el sentido de que no se realizarían si primaran los criterios de decisión basados en el valor financiero. Sin embargo, para que los Estados periféricos puedan efectivamente ser emprendedores de la innovación deben evitar los procesos de endeudamiento que condicionan su soberanía. De no ser así, el criterio del valor financiero pasa a gobernar las finanzas públicas y las estrategias públicas de innovación.

## Bibliografía

- Aghion, P., J. Van Reenen y L. Zingales (2009), "Innovation and institutional ownership", *NBER Working Paper series*, N° 14769, Cambridge, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER), marzo.
- Alcácer, J. y J. Oxley (2014), "Learning by supplying", *Strategic Management Journal*, vol. 35, N° 2, Chicago, Sociedad de Gestión Estratégica (SMS), febrero.
- Álvarez, N. y L. Buendía (2009), "El ajuste salarial en EE.UU. en 1980-2007: ¿la excepción norteamericana?", *Ajuste y salario: las consecuencias del neoliberalismo en América Latina y Estados Unidos*, N. Álvarez y otros (eds.), Madrid, Fondo de Cultura Económica, mayo.
- Álvarez, N. y F. Luengo (2011), "Desde los desequilibrios comerciales a la crisis económica en la Unión Europea", *Economía política de la crisis*, P. Gómez (ed.), Madrid, Editorial Complutense, julio.
- Amsden, A. (2001), *The Rise of "the Rest": Challenges to the West from Late-Industrializing Economies*, Oxford, Oxford University Press.
- Aoki, M. (1984), *The Co-operative Game Theory of the Firm*, Oxford, Clarendon Press.
- Aoki, M. y H. Patrick (1994), *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford, Oxford University Press.
- Arrighi, G. y J. Drangel (1986), "The stratification of the world-economy: an exploration of the semiperipheral zone", *Review (Fernand Braudel Center)*, vol. 10, N° 1, Nueva York, Universidad Estatal de Nueva York.
- Arrighi, G., B. Silver y B. Brewer (2003), "Industrial convergence, globalization, and the persistence of the North-South divide", *Studies in Comparative International Development*, vol. 38, N° 1, Berlín, Springer, marzo.
- Auvray, T. y J. Rabinovich (2017), "The financialisation-offshoring nexus and the capital accumulation of U.S. nonfinancial firms", *CEPN Working Paper*, N° 2017-02, París, Centro de Economía de la Universidad París Nord (CEPN), enero.
- Baldwin, C. y K. Clark (1992), "Capabilities and capital investment: new perspectives on capital budgeting", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 5, N° 2, Hoboken, John Wiley & Sons.
- Bandiera, G. y otros (2000), "Does financial reform raise or reduce saving?", *Review of Economics and Statistics*, vol. 82, N° 2, Cambridge, The MIT Press, mayo.
- Bange, M. y W. De Bondt (1998), "R&D budgets and corporate earnings targets", *Journal of Corporate Finance*, vol. 4, N° 2, Amsterdam, Elsevier, junio.
- Bar-Gill, O. y L. Bebchuk (2003), "Misreporting corporate performance", *Discussion Paper*, N° 400, Cambridge, Universidad de Harvard, junio.
- Bayoumi, T. (1993), "Financial deregulation and household saving", *The Economic Journal*, vol. 103, N° 421, Hoboken, John Wiley & Sons, noviembre.
- Bhaduri, A., S. Raghavendra y V. Guttal (2015), "On the systemic fragility of finance-led growth", *Metroeconomica*, vol. 66, N° 1, Hoboken, John Wiley & Sons, febrero.
- Bhojraj, S. y R. Libby (2005), "Capital market pressure, disclosure frequency-induced earnings/cash flow conflict, and managerial myopia", *The Accounting Review*, vol. 80, N° 1, Lakewood Ranch, Asociación Estadounidense de Contabilidad, enero.
- Bianchi, M. (1990), "The unsatisfactoriness of satisficing: from bounded rationality to innovative rationality", *Review of Political Economy*, vol. 2, N° 2, Abingdon, Taylor & Francis.
- Bianchi, E. y C. Szpak (2013), *Cadenas globales de producción: implicancias para el comercio internacional y su gobernanza*, Buenos Aires, Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO)/Organización Mundial del Comercio (OMC), mayo.



- Boyd, J. y E. Prescott (1986), "Financial intermediary-coalitions", *Journal of Economic Theory*, vol. 38, N° 2, Amsterdam, Elsevier, abril.
- Boyer, R. (2000), "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis", *Economy and Society*, vol. 29, N° 1, Abingdon, Routledge.
- Brossard, O., S. Lavigne y M. Sakiñç (2013), "Ownership structures and R&D in Europe: the good institutional investors, the bad and ugly impatient shareholders", *Industrial and Corporate Change*, vol. 22, N° 4, Oxford, Oxford University Press, agosto.
- Campbell, J. y N. Mankiw (1990), "Permanent income, current income and consumption", *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 8, N° 3, Abingdon, Taylor & Francis, julio.
- Chakraborty, S. y T. Ray (2003), "Bank-based versus market-based financial systems: a growth-theoretic analysis", *Working Paper*, N° 2003-6, Eugene, Universidad de Oregon.
- Chesnais, F. (2008), "El fin de un ciclo: alcance y rumbo de la crisis financiera", *Laberinto*, N° 26-27, Málaga, Universidad de Málaga (UMA).
- \_\_\_\_\_(1994), *La mondialisation du capital*, París, Syros.
- Coen, R. (1971), "The effect of cash flow on the speed of adjustment", *Tax Incentives and Capital Spending*, G. Fromm (ed.), Washington, D.C., Brookings Institution.
- Corsetti, G. y otros (1999), "The Asian crisis: an overview of the empirical evidence and policy debate", *The Asian Financial Crisis: Causes, Contagion and Consequences*, P. R. Agénor y otros (eds.), Cambridge, Cambridge University Press.
- Crotty, J., (2005), "The neoliberal paradox: the impact of destructive product market competition and 'modern' financial markets on nonfinancial corporation performance in the neoliberal era", *Financialization and the World Economy*, G. Epstein (ed.), Northampton, Edward Elgar Publishing.
- \_\_\_\_\_(1990), "Owner-manager conflict and financial theory of investment instability: a critical assessment of Keynes, Tobin, and Minsky", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 12, N° 4, Abingdon, Taylor & Francis.
- Crotty, J. y G. Epstein (1996), "In defence of capital controls", *Socialist Register*, vol. 32, Pontypool, The Merlin Press.
- Davidson, P. (1996), "Reality and economic theory", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 18, N° 4, Abingdon, Taylor & Francis.
- Davis, M. y M. Palumbo (2001), "A primer on the economics and time series econometrics of wealth effects", *Finance and Economics Discussion series*, N° 2001-09, Washington, D.C., Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, enero.
- De Gregorio, J. y P. Guidotti (1995), "Financial development and economic growth", *World Development*, vol. 23, N° 3, Amsterdam, Elsevier, marzo.
- Demir, F. (2009), "Financial liberalization, private investment and portfolio choice: financialization of real sectors in emerging markets", *Journal of Development Economics*, vol. 88, N° 2, Amsterdam, Elsevier, marzo.
- Dequech, D. (1999), "Expectations and confidence under uncertainty", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 21, N° 3, Abingdon, Taylor & Francis.
- Di Filippo, A. y S. Jadue (1976), "La heterogeneidad estructural: concepto y dimensiones", *El Trimestre Económico*, vol. 43, N° 169, Madrid, Fondo de Cultura Económica, enero-marzo.
- Dolan, C. y J. Humphrey (2000), "Governance and trade in fresh vegetables: the impact of UK supermarkets on the African horticulture industry", *Journal of Development Studies*, vol. 37, N° 2, Abingdon, Taylor & Francis.

- Duménil, G. y D. Lévy (2011), *The Crisis of Neoliberalism*, Cambridge, Harvard University Press.
- \_\_\_\_\_(2001), "Costs and benefits of neoliberalism: a class analysis", *Review of International Political Economy*, vol. 8, N° 4, Abingdon, Taylor & Francis.
- Dunning, J. (ed.) (2008), *Economic Analysis and the Multinational Enterprise*, Abingdon, Routledge.
- Dutt, A. (2006), "Maturity, stagnation and consumer debt: a Steindlian approach", *Metroeconomica*, vol. 57, N° 3, Hoboken, John Wiley & Sons, julio.
- Eichengreen, B. y otros (1995), "Exchange market mayhem: the antecedents and aftermath of speculative attacks", *Economic Policy*, vol. 10, N° 21, Hoboken, Blackwell Publishing, octubre.
- Epstein, G. (ed.) (2005a), *Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries*, Northampton, Edward Elgar Publishing.
- \_\_\_\_\_(ed.) (2005b), *Financialization and the World Economy*, Northampton, Edward Elgar Publishing.
- Epstein, G. y A. Jayadev (2005), "The rise of rentier incomes in OECD countries: financialization, central bank policy and labor solidarity", *Financialization and the World Economy*, G. Epstein (ed.), Northampton, Edward Elgar Publishing.
- Epstein, G. y D. Power (2003), "Rentier incomes and financial crises: an empirical examination of trends and cycles in some OECD countries", *PERI Working Paper*, N° 57, Amherst, Universidad de Massachusetts.
- Estay, J. (1990), *La concepción general y los análisis sobre la deuda externa de Raúl Prebisch*, Buenos Aires, Siglo XXI.
- Fernández, V. y M. Trevignani (2015), "Cadenas globales de valor y desarrollo: perspectivas críticas desde el sur global", *DADOS*, vol. 58, N° 2, Río de Janeiro, Universidad del Estado de Río de Janeiro.
- Ferrer, M. y Á. Tresierra (2009), "Las pymes y las teorías modernas sobre estructura de capital", *Compendium*, vol. 12, N° 22, Barquisimeto, Universidad Centroccidental Lisandro Alvarado (UCLA), julio.
- Fisher, I. (1930), *The Theory of Interest*, Nueva York, Macmillan Publishers.
- Flood, R. y P. Garber (1984), "Collapsing exchange-rate regimes: some linear examples", *Journal of International Economics*, vol. 17, N° 1-2, Amsterdam, Elsevier, agosto.
- Fontana, G. y B. Gerrard (2004), "A Post Keynesian theory of decision making under uncertainty", *Journal of Economic Psychology*, vol. 25, N° 5, Amsterdam, Elsevier, octubre.
- Froud, J. y otros (2000), "Shareholder value and financialization: consultancy promises, management moves", *Economy and Society*, vol. 29, N° 1, Abingdon, Taylor & Francis.
- Gereffi, G. (1999), "International trade and industrial upgrading in the apparel commodity chain", *Journal of International Economics*, vol. 48, N° 1, Amsterdam, Elsevier, junio.
- \_\_\_\_\_(1996), "Global commodity chains: new forms of coordination and control among nations and firms in international industries", *Competition and Change*, vol. 1, N° 4, Thousand Oaks, SAGE Publications, diciembre.
- \_\_\_\_\_(1994), "The organization of buyer-driven global commodity chains: how U.S. retailers shape overseas production networks", *Commodity chains and global capitalism*, G. Gereffi y M. Korzeniewicz (eds.), Westport, Praeger.
- Gereffi, G. y K. Fernandez-Stark (2016), *Global Value Chain Analysis: A Primer*, Durham, Universidad Duke, julio.

- Gereffi, G., J. Humphrey y T. Sturgeon (2005), "The governance of global value chains", *Review of International Political Economy*, vol. 12, N° 1, Abingdon, Taylor & Francis.
- Gerschenkron, A. (1962), *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*, Cambridge, Harvard University Press.
- Gibbon, P. (2001), "At the cutting edge: UK clothing retailers and global sourcing", *CDR Working Paper*, N° 01.4, Copenhagen, Centro de Investigaciones para el Desarrollo (CID), agosto.
- Gibbon, P. y S. Ponte (2005), *Trading Down: Africa, Value Chains, and the Global Economy*, Filadelfia, Temple University Press.
- Giovannini, A. (1985), "Saving and the real interest rate in LDCs", *Journal of Development Economics*, vol. 18, N° 2-3, Amsterdam, Elsevier, agosto.
- Gordon, R. y Dew-Becker, I. (2007), "Selected issues in the rise of income inequality", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2007, N° 2, Washington, D.C., The Brookings Institution.
- Gabel, I. (1997), "Savings, investment, and functional efficiency: a comparative examination of national financial complexes", *The Macroeconomics of Saving, Finance, and Investment*, R. Pollin (ed.), Ann Arbor, University of Michigan Press.
- Graves, S. (1988), "Institutional ownership and corporate R&D in the computer industry", *The Academy of Management Journal*, vol. 31, N° 2, Briarcliff Manor, Academy of Management (AOM), junio.
- Hansen, G. y C. Hill (1991), "Are institutional investors myopic? A time-series study of four technology-driven industries", *Strategic Management Journal*, vol. 12, N° 1, Chicago, Sociedad de Gestión Estratégica (SMS), enero.
- Harris, M. y A. Raviv (1991), "The theory of capital structure", *The Journal of Finance*, vol. 46, N° 1, Hoboken, John Wiley & Sons, marzo.
- Hein, E. (2013a), "On the importance of the retention ratio in a Kaleckian distribution and growth model with debt accumulation- a comment on Sasaki and Fujita (2012)", *Metroeconomica*, vol. 64, N° 1, Hoboken, John Wiley & Sons, febrero.
- \_\_\_\_ (2013b), "Finance-dominated capitalism, re-distribution and the financial and economic crises: a European perspective", *Post Keynesian Views of the Great Crises and Its Remedies*, O. Dejuán, E. Febrero y J. Uxó (eds.), Abingdon, Routledge.
- Heinkel, R. (1982), "A theory of capital structure relevance under imperfect information", *The Journal of Finance*, vol. 37, N° 5, Hoboken, John Wiley & Sons, diciembre.
- Hernández, V. y T. Pedersen (2017), "Global value chain configuration: a review and research agenda", *BRQ Business Research Quarterly*, vol. 20, N° 2, Madrid, Asociación Científica de Economía y Dirección de la Empresa (ACEDE), abril-junio.
- Hill, C., M. Hiitt y R. Hoskisson (1988), "Declining U.S. competitiveness: reflections on a crisis", *Academy of Management Executive*, vol. 2, N° 1, Briarcliff Manor, Academy of Management (AOM), febrero.
- Humphrey, J. y H. Schmitz (2002), "How does insertion in global value chains affect upgrading in industrial clusters?", *Regional Studies*, vol. 36, N° 9, Abingdon, Taylor & Francis.
- \_\_\_\_ (2001), "Developing country firms in the world economy: governance and upgrading in global value chains", *INEF Report*, N° 61, Duisburg, Universidad de Duisburg-Essen, noviembre.
- Jappelli, T. y M. Pagano (1994), "Saving, growth and liquidity constraints", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, N° 1, Oxford, Oxford University Press, febrero.

- Jensen, M. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, vol. 76, N° 2, Nashville, Asociación Estadounidense de Economía, mayo.
- Jensen, M. y W. Meckling (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, N° 4, Amsterdam, Elsevier, octubre.
- Johansen, S. (1988), "Statistical analysis of cointegration vectors", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 112, N° 2-3, Amsterdam, Elsevier, junio-septiembre.
- Johansen, S. y K. Juselius (1990), "Maximum likelihood estimation and inference on cointegration —with applications to the demand for money", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 52, N° 2, Hoboken, John Wiley & Sons, mayo.
- Jorgenson, D. (1971), "Econometric studies of investment behaviour: a survey", *Journal of Economic Literature*, vol. 9, N° 4, Nashville, Asociación Estadounidense de Economía.
- Jung, K., Y. C. Kim y R. Stulz (1996), "Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision", *Journal of Financial Economics*, vol. 42, N° 2, Amsterdam, Elsevier, octubre.
- Keynes, J. (1965), *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, Ciudad de México, Fondo de Cultura Económica.
- \_\_\_\_\_(1921), *A Treatise on Probability*, Nueva York, Cosimo.
- King, R. y R. Levine (1993), "Finance and growth: Schumpeter might be right", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, N° 3, Oxford, Oxford University Press, agosto.
- Klein, L. y P. Taubman (1971), "Estimation effects within a complete econometric model", *Tax Incentives and Capital Spending*, G. Fromm (ed.), Washington, D.C., Brookings Institution.
- Knight, F. (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*, Boston/Nueva York, Houghton Mifflin Company.
- Kolhi, A. (2004), *State-directed Development: Political Power and Industrialization in the Global Periphery*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Koskela, E., H. Loikkanen y M. Virén (1992), "House prices, household saving and financial market liberalization in Finland", *European Economic Review*, vol. 36, N° 2-3, Amsterdam, Elsevier, abril.
- Krippner, G. (2005), "The financialization of the American economy", *Socio-Economic Review*, vol. 3, N° 2, Oxford, Oxford University Press, mayo.
- Krugman, P. (1979), "A model of balance-of-payments crises", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 11, N° 3, Columbus, Ohio State University Press, agosto.
- Lapavitsas, C. (2010), "Financialisation and capitalist accumulation: structural accounts of the crisis of 2007-9", *Research on Money and Finance Discussion Paper*, N° 16, Londres, Universidad de Londres, febrero.
- Lavoie, M. (2014), *Post Keynesian Economics: New Foundations*, Aldershot, Edward Elgar Publishing.
- \_\_\_\_\_(1992), *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*, Aldershot, Edward Elgar Publishing.
- Lazonick, W. y M. O'Sullivan (2000), "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance", *Economy and Society*, vol. 29, N° 1, Abingdon, Taylor & Francis.
- Leland, H. y D. Pyle (1977), "Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation", *The Journal of Finance*, vol. 32, N° 2, Hoboken, John Wiley & Sons, mayo.

- Levine, R. (2002), "Bank-based or market-based financial systems: which is better?", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 11, N° 4, Amsterdam, Elsevier, octubre.
- \_\_\_\_\_(1997), "Financial development and economic growth: views and agenda", *Journal of Economic Literature*, vol. 35, N° 2, Nashville, Asociación Estadounidense de Economía, junio.
- Levy, F. y P. Temin (2007), "Inequality and institutions in 20th century America", *NBER Working Paper*, N° 13106, Cambridge, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER), mayo.
- Loayza, N., K. Schmidt-Hebbel y L. Servén (2000), "What drives private saving across the world?", *Review of Economics and Statistics*, vol. 82, N° 2, Cambridge, The MIT Press, mayo.
- Majumdar, S. y A. Nagarajan (1997), "The impact of changing stock ownership patterns in the United States: theoretical implications and some evidence", *Revue d'Économie Industrielle*, vol. 82, N° 1, Louvain-la-Neuve/París, De Boeck Supérieur.
- Marsh, P. (1990), *Short-Termism on Trial*, Londres, Institutional Fund Managers Association.
- Mateo, J. (2015), "La financierización como teoría de la crisis en perspectiva histórica", *Cuadernos de Economía*, vol. 34, N° 64, Bogotá, Universidad Nacional de Colombia.
- Mayer, C. (1988), "New issues in corporate finance", *European Economic Review*, vol. 32, N° 5, Amsterdam, Elsevier, junio.
- Mazzucato, M. (2014), *El Estado emprendedor: mitos del sector público frente al privado*, Barcelona, RBA Libros.
- McKinnon, R. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C., Brookings Institution.
- McKinnon, R. y H. Pill (1999), "Exchange-rate regimes for emerging markets: moral hazard and international overborrowing", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 15, N° 3, Oxford, Oxford University Press, septiembre.
- Medeiros, C. y N. Trebat (2017), "Finance, trade, and income distribution in global value chains: implications for developing economies and Latin America", *Discussion Paper*, N° 002-2017, Río de Janeiro, Universidad Federal de Río de Janeiro, enero [en línea] <http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/discussao/2017/tдие0022017medeirostrebat.pdf>.
- Medialdea, B. (2010), "Subdesarrollo, capital extranjero y financierización: la trampa financiera de la economía brasileña", tesis de doctorado, Madrid, Universidad Complutense de Madrid [en línea] <http://eprints.ucm.es/10632/1/T31749.pdf>.
- Milberg, W. y D. Winkler (2013), *Outsourcing Economics: Global Value Chains in Capitalist Development*, Nueva York, Cambridge University Press.
- Minsky, H. (1992), "The financial instability hypothesis", *Working Paper*, N° 74, Annandale-on-Hudson, Levy Economics Institute, mayo.
- Modigliani, F. y M. Miller (1963), "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction", *American Economic Review*, vol. 53, N° 3, Nashville, Asociación Estadounidense de Economía, junio.
- \_\_\_\_\_(1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review*, vol. 48, N° 3, Nashville, Asociación Estadounidense de Economía, junio.
- Montalban, M. y M. Sakinç (2013), "Financialization and productive models in the pharmaceutical industry", *Industrial and Corporate Change*, vol. 22, N° 4, Oxford, Oxford University Press, agosto.
- Myers, S. (1984), "The capital structure puzzle", *The Journal of Finance*, vol. 39, N° 3, Hoboken, John Wiley & Sons, julio.

- Myers, S. y N. Majluf (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, vol. 13, N° 2, Amsterdam, Elsevier, junio.
- Obstfeld, M. (1986), "Rational and self-fulfilling balance-of-payments crises", *American Economic Review*, vol. 76, N° 1, Nashville, Asociación Estadounidense de Economía, marzo.
- O'Donnell, R. (1991), "Keynes on probability, expectations and uncertainty", *Keynes as Philosopher-Economist*, Londres, Palgrave Macmillan.
- Orhangazi, Ö. (2008), "Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: a theoretical and empirical investigation on the US economy, 1973-2003", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 32, N° 6, Oxford, Oxford University Press, noviembre.
- Ostry, J. y C. Reinhart (1992), "Private saving and terms of trade shocks: evidence from developing countries", *Staff Papers*, vol. 39, N° 3, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), septiembre.
- Palley, T. (2007), "Financialization: what it is and why it matters", *Working Paper*, N° 525, Annandale-on-Hudson, Levy Economics Institute, diciembre.
- (1996), "Inside debt, aggregate demand, and the Cambridge theory of distribution", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 20, N° 4, Oxford, Oxford University Press, julio.
- (1994), "Debt, aggregate demand, and the business cycle: an analysis in the spirit of Kaldor and Minsky", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 16, N° 3, Abingdon, Taylor & Francis.
- Pananond, P. (2013), "Where do we go from here? Globalizing subsidiaries moving up the value chain", *Journal of International Management*, vol. 19, N° 3, Amsterdam, Elsevier, septiembre.
- Patnaik, P. (2003), "Money, finance and contradictions of capitalism", *Work and Well-Being in the Age of Finance*, J. Ghosh y C. Chandrasekhar (eds.), Nueva Delhi, Tulika Books.
- Plihon, D. (2001), "Desequilibrios mundiales e inestabilidad financieras: la responsabilidad de las políticas liberales", *La mundialización financiera: génesis, costos y desafíos*, F. Chesnais (comp.), Buenos Aires, Losada, agosto.
- Porter, M. (1992), "Capital disadvantage: America's failing capital investment system", *Harvard Business Review*, Boston, Harvard Business Publishing, septiembre-octubre.
- Power, D., G. Epstein y M. Abrena (2003), "Trends in the rentier income share in OECD countries, 1960-2000", *PERI Working Paper*, N° 58a, Amherst, Universidad de Massachusetts.
- Prebisch, R. (1963), *Hacia una dinámica del desarrollo latinoamericano*, Ciudad de México, Fondo de Cultura Económica.
- Prochnik, V. (2010), "Perspectivas para a indústria eletrônica brasileira: o caso da produção de bens de instrumentação e controle de processos para a cadeia do petróleo e gás natural", *Revista Econômica*, vol. 12, N° 1, Río de Janeiro, Universidad Federal Fluminense, junio.
- Rajan, R. y L. Zingales (2001), "Financial systems, industrial structure, and growth", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 17, N° 4, Oxford, Oxford University Press.
- Ravid, S. y O. Sarig (1991), "Financial signalling by committing to cash outflows", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 26, N° 2, Cambridge, Cambridge University Press, junio.

- Revest, V. y A. Sapio (2013), "Does the alternative investment market nurture firm growth? A comparison between listed and private companies", *Industrial and Corporate Change*, vol. 22, N° 4, Oxford, Oxford University Press, agosto.
- Ross, S. (1977), "The determination of financial structure: the incentive-signaling approach", *The Bell Journal of Economics*, vol. 8, N° 1, Santa Monica, RAND Corporation.
- Runde, J. (1990), "Keynesian uncertainty and the weight of arguments", *Economics and Philosophy*, vol. 6, N° 2, Cambridge, Cambridge University Press, octubre.
- Sajid, M., S. Tahir y M. Sabir (2015), "Does financial leverage influence investment decisions? Empirical evidence from KSE-30 index of Pakistan", *Handbook on Economics, Finance and Management Outlooks*, vol. 3, Punjab, PAK Publishing Group.
- Sawyer, M. (2014), "Bank-based versus market-based financial systems: a critique of the dichotomy", *Working Paper series*, N° 19, Leeds, Universidad de Leeds, enero.
- Schaberg, M. (1999), *Globalization and the Erosion of National Financial Systems: Is Declining Autonomy Inevitable?*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing.
- Scharfstein, D. (1988), "The disciplinary role of takeovers", *The Review of Economic Studies*, vol. 55, N° 2, Oxford, Oxford University Press, abril.
- Schmitz, H., y P. Knorringa (2000), "Learning from global buyers", *The Journal of Development Studies*, vol. 37, N° 2, Abingdon, Taylor & Francis.
- Schumpeter, J. (1996), *Capitalismo, socialismo y democracia*, Barcelona, Ediciones Folio.
- (1957), *Teoría del desenvolvimiento económico: una investigación sobre ganancias, capital, crédito, interés y ciclo económico*, Ciudad de México, Fondo de Cultura Económica.
- Serfati, C. (2008), "Financial dimensions of transnational corporations, global value chain and technological innovation", *Journal of Innovation Economics and Management*, N° 2, Louvain-la-Neuve/París, De Boeck Supérieur.
- Shaw, E. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Nueva York, Oxford University Press.
- Shimada, Y. (2013), "The managerial earnings manipulation of R&D expenditures to avoid consecutively missing earnings targets: evidence from Japan", documento preparado para la VII Asia Pacific Interdisciplinary Research in Accounting Conference, Kobe, 26 a 28 de julio [en línea] <http://www.apira2013.org/proceedings/pdfs/K213.pdf>.
- Somel, C. (2004), "Commodity chains, unequal exchange and uneven development", *ERC Working Papers in Economics*, N° 04/11, Ankara, Universidad Técnica del Oriente Medio, septiembre.
- Stein, J. (1989), "Efficient capital markets, inefficient firms: a model of myopic corporate behavior", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 104, N° 4, Oxford, Oxford University Press, noviembre.
- Stiglitz, J. (2002), "Capital market liberalization and exchange rate regimes: risk without reward", *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, vol. 579, Filadelfia, Academia Estadounidense de Ciencias Políticas y Sociales, enero.
- (1985), "Credit markets and the control of capital", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 17, N° 2, Columbus, Ohio State University Press, mayo.
- Stiglitz, J. y A. Weiss (1981), "Credit rationing in markets with imperfect information", *American Economic Review*, vol. 71, N° 3, Nashville, Asociación Estadounidense de Economía, junio
- Stockhammer, E. (2004), "Financialisation and the slowdown of accumulation", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, N° 5, Oxford, Oxford University Press, septiembre.

- Stockhammer, E., Ö. Onaran y S. Ederer (2009), "Functional income distribution and aggregate demand in the Euro area", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, N° 1, Oxford, Oxford University Press, enero.
- Stultz, R. (1990), "Managerial discretion and optimal financing policies", *Journal of Financial Economics*, vol. 26, N° 1, Amsterdam, Elsevier, julio.
- Sunkel, O. (1978), "La dependencia y la heterogeneidad estructural", *El Trimestre Económico*, vol. 45, N° 177, Ciudad de México, Fondo de Cultura Económica, enero-marzo.
- Tempel, E. (2011), "The influence of financial leverage on investment. An examination of overinvestment and underinvestment in Danish listed companies", tesis de maestría, Enschede, Universidad de Twente.
- Tornell, A. (1990), "Real vs. financial investment: can Tobin taxes eliminate the irreversibility distortion?", *Journal of Development Economics*, vol. 32, N° 2, Amsterdam, Elsevier, abril.
- Useem, M. (1993), *Executive Defense: Shareholder Power and Corporate Reorganization*, Cambridge, Harvard University Press.
- Vernon, R. (1966), "International investment and international trade in the product cycle", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 80, N° 2, Oxford, Oxford University Press, mayo.
- Wahal, S. y J. McConnell (2000), "Do institutional investors exacerbate managerial myopia?", *Journal of Corporate Finance*, vol. 6, N° 3, Amsterdam, Elsevier, septiembre.
- Whited, T. (1992), "Debt, liquidity constraints, and corporate investment: evidence from panel data", *The Journal of Finance*, vol. 47, N° 4, Hoboken, John Wiley & Sons, septiembre.



## Anexo III.A1

**Cuadro III.A1.1**  
**Descripción de las variables y fuentes utilizadas**

País	Variable	Definición	Fuente	Unidad de medida
Argentina	Gto I+D	Gasto en investigación y desarrollo <sup>a</sup>	Banco Mundial	Porcentaje del PIB
	Pa	Precio de las acciones negociadas: indica el valor total de las acciones negociadas durante el período	Banco Mundial	Porcentaje del PIB
	PIB pc	Producto interno bruto dividido por la población	Banco Mundial	Dólares constantes de 2005
Brasil	Gto I+D	Gasto en investigación y desarrollo <sup>a</sup>	Banco Mundial	Porcentaje del PIB
	Pa	Precio de las acciones negociadas: indica el valor total de las acciones negociadas durante el período	Banco Mundial	Porcentaje del PIB
	PIB pc	Producto interno bruto dividido por la población	Banco Mundial	Dólares constantes de 2005
México	Gto I+D	Gasto en investigación y desarrollo <sup>a</sup>	Banco Mundial	Porcentaje del PIB
	Pa	Precio de las acciones negociadas: indica el valor total de las acciones negociadas durante el período	Banco Mundial	Porcentaje del PIB
	PIB pc	Producto interno bruto dividido por la población	Banco Mundial	Dólares constantes de 2005
Colombia	Gto I+D	Gasto en investigación y desarrollo <sup>a</sup>	Banco Mundial	Porcentaje del PIB
	Pa	Precio de las acciones negociadas: indica el valor total de las acciones negociadas durante el período	Banco Mundial	Porcentaje del PIB
	PIB pc	Producto interno bruto dividido por la población	Banco Mundial	Dólares constantes de 2005

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de Banco Mundial.

<sup>a</sup> Gasto en I+D: gastos corrientes y de capital (público y privado) realizados sistemáticamente para incrementar los conocimientos, incluso los conocimientos sobre la humanidad, la cultura y la sociedad, y el uso de los conocimientos para nuevas aplicaciones. El área de investigación y desarrollo abarca la investigación básica, la investigación aplicada y el desarrollo experimental. Debido a la falta de datos para completar la serie, esta se ha estimado siguiendo la tasa de variación de la solicitud de patentes totales.

## Anexo III.A2

### Pruebas de raíz unitaria — prueba de Dickey-Fuller aumentada

A continuación se presentan las pruebas de raíz unitaria utilizadas para determinar el orden de integración de cada una de las variables en estudio. Antes de calcular la raíz unitaria, es necesario estimar el número óptimo de rezagos ( $k$ ) que se debe aplicar a cada una de las series para evitar una posible autocorrelación entre sus residuos. Para ello se utilizaron los criterios de información de Akaike y de Schwarz-Bayes.

El análisis de significatividad realizado sobre el estadístico  $t$  de la prueba de Dickey-Fuller aumentada permite concluir que todas las series son integradas de primer orden  $I(1)$  y tienen raíces unitarias a un nivel de confianza del 95%. Por lo tanto, es necesario diferenciarlas una vez para convertirlas en estacionarias (véase el cuadro III.A2.1).

**Cuadro III.A2.1**  
**Prueba de raíz unitaria — prueba de Dickey-Fuller aumentada**

Variable	k	Tendencia y constante	Constante	No tendencia no constante
<b>Argentina</b>				
In (Gto I+D)	1	-2 517 267	-2 574 493	-0,824865
Dln (Gto I+D)	0	-7 668 732	-7 767 814	-7 842 576
In (P_acciones)	1	-2 555 916	-1 069 078	-0,946301
Dln (P_acciones)	0	-4 990 240	-5 036 309	-5 102 039
In (PIB)	3	3 713 917	0,660941	-3 604 344
Dln(PIB)	0	-3 452 020	-4 292 456	-4 388 849
<b>Brasil</b>				
In (Gto I+D)	1	-5 631 290	-1 065 434	-1 517 662
Dln (Gto I+D)	0	-3 167 759	-3 205 438	-3 015 169
In (P_acciones)	2	-4 005 191	-1 786 379	0,225861
Dln (P_acciones)	0	-4 389 119	-4 450 211	-4 440 225
In (PIB)	1	-2 036 337	1 095 903	2 027 380
Dln(PIB)	0	-4 927 141	-4 409 408	-2 768 759
<b>México</b>				
In (Gto I+D)	1	-2 849 999	-0,264318	-1 090 628
Dln (Gto I+D)	0	-2 252 170	-2 443 850	-1 982 010
In (P_acciones)	2	-1 872 873	-1 680 100	-0,084606
Dln (P_acciones)	1	-5 574 551	-5 637 239	-5 638 271
In (PIB)	1	-2 383 462	-0,403188	1 230 119
Dln(PIB)	0	-3 528 507	-3 375 812	-5 522 388
<b>Colombia</b>				
In (Gto I+D)	1	-1 940 298	-1 972 490	-1 039 005
Dln (Gto I+D)	0	-6 138 934	-6 214 171	-6 233 598
In (P_acciones)	2	-2 358 763	-1 086 947	-0,907869
Dln (P_acciones)	1	-5 133 931	-5 191 619	-5 244 024
In (PIB)	1	4 039 145	0,607867	-3 580 219
Dln(PIB)	0	-3 532 532	-4 538 873	-4 604 927

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de datos de IHS Markit, EViews 8.

## Anexo III.A3

### Análisis de rezagos y residuos

El método de estimación propuesto requiere, como primer paso, determinar la longitud óptima de los rezagos del modelo de autorregresión vectorial, que garantiza que los residuos sean ruido blanco. En el cuadro III.A3.1 se muestran el número óptimo de rezagos para cada país y los resultados de los análisis de los residuos<sup>21</sup>.

**Cuadro III.A3.1**  
**Análisis de rezagos**

País	Análisis de rezagos óptimos		Análisis de los residuos	
	Criterio	Rezagos	Heterocedasticidad Chi-2	Autocorrelación LM-Est.
Argentina	Error de predicción final de Akaike (FPE) y criterios de información de Schwarz-Bayes (SBC) y Hannan-Quinn (HQ)	1	8 637 596	8 789 230
Brasil	Criterio de información de Schwarz-Bayes (SBC)	1	4 046 405	1 090 855
México	Error de predicción final de Akaike (FPE) y criterios de información de Akaike (AIC), Schwarz-Bayes (SBC) y Hannan-Quinn (HQ)	1	8 121 709	1 233 318
Colombia	Predicción del error final y criterios de información de Akaike, Schwarz y Hannan-Quinn	3	3 473 691	6 211 219

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de datos de IHS Markit, EViews 8.

**Cuadro III.A3.2**  
**Análisis de rezagos alternativos**

País	Criterio	Rezagos	Variables independientes	
			$\text{pib}_t$	$\text{Pa}_t$
Argentina	Criterio de información de Akaike (AIC)	3	0,199868	-0,097870
			(0,03689)	(0,01313)
			[-5,41855]	[ 7,45537]
Brasil	Criterio de información de Akaike (AIC)	4	-0,035173	0,234404
			(0,01065)	(0,04212)
			[ 3,30315]	[-5,56517]
México	Error de predicción final de Akaike (FPE) y criterio de información de Akaike (AIC)	4	0,804456	0,022207
			(0,02861)	(0,02977)
			[-28,1176]	[-0,74601]

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de datos de IHS Markit, EViews 8.

**Cuadro III.A3.3**  
**Análisis de normalidad de los residuos**

Variable	Prueba de Jarque-Bera			
	Argentina	Brasil	Colombia	México
$G_t$	1,70	2,29	2,09	1,61
$\text{Pib}_t$	1,89	1,67	3,70	2,93
$\text{Pa}_t$	2,74	3,29	2,32	2,18

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de datos de IHS Markit, EViews 8.

<sup>21</sup> Se consideró rezago óptimo al sugerido mayor cantidad de veces por los diferentes criterios (FPE, AIC, SBC, HQ). Las pruebas de heterocedasticidad y autocorrelación se muestran en el cuadro III.A3.1 y la de normalidad en el cuadro III.A3.3.

## Anexo III.A4

### Anexo de cointegración

Cuadro III.A4.1

#### Argentina: prueba de rango de cointegración sin restricciones (traza)

Número de ecuaciones de cointegración hipotetizado	Autovalor	Estadística de la traza	Valor crítico 0,05	Probabilidad**
Ninguna*	0.490893	3 255 651	2 979 707	0,0235
Como máximo 1	0.285882	1 095 339	1 549 471	0,2144
Como máximo 2	0.005571	0.178781	3 841 466	0,6724

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de datos de IHS Markit, EViews 8.

**Nota:** La prueba de la traza indica una ecuación de cointegración al nivel de 0,05. \*Denota rechazo de la hipótesis al nivel de 0,05. \*\*Valores p de MacKinnon-Haug-Michelis (1999).

Cuadro III.A4.2

#### Argentina: prueba de rango de cointegración sin restricciones (autovalor máximo)

Número de ecuaciones de cointegración hipotetizado	Autovalor	Estadística de autovalor máximo	Valor crítico 0,05	Probabilidad**
Ninguna*	0,490893	2 160 312	2 113 162	0,0429
Como máximo 1	0,285882	1 077 461	1 426 460	0,1659
Como máximo 2	0,005571	0,178781	3 841 466	0,6724

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de datos de IHS Markit, EViews 8.

**Nota:** La prueba del autovalor máximo indica una ecuación de cointegración al nivel de 0,05. \*Denota rechazo de la hipótesis al nivel de 0,05. \*\*Valores p de MacKinnon-Haug-Michelis (1999).

Cuadro III.A4.3

#### Brasil: prueba de rango de cointegración sin restricciones (traza)

Número de ecuaciones de cointegración hipotetizado	Autovalor	Estadística de la traza	Valor crítico 0,05	Probabilidad**
Ninguna*	0,570454	5 255 478	4 291 525	0,0042
Como máximo 1	0,370914	2 382 387	2 587 211	0,0880
Como máximo 2	0,211178	8 065 311	1 251 798	0,2464

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de datos de IHS Markit, EViews 8.

**Nota:** La prueba de la traza indica una ecuación de cointegración al nivel de 0,05. \*Denota rechazo de la hipótesis al nivel de 0,05. \*\*Valores p de MacKinnon-Haug-Michelis (1999).

Cuadro III.A4.4

#### Brasil: prueba de rango de cointegración sin restricciones (autovalor máximo)

Número de ecuaciones de cointegración hipotetizado	Autovalor	Estadística de autovalor máximo	Valor crítico 0,05	Probabilidad**
Ninguna*	0,570454	2 873 091	2 582 321	0,0201
Como máximo 1	0,370914	1 575 856	1 938 704	0,1559
Como máximo 2	0,211178	8 065 311	1 251 798	0,2464

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de datos de IHS Markit, EViews 8.

**Nota:** La prueba del autovalor máximo indica una ecuación de cointegración al nivel de 0,05. \*Denota rechazo de la hipótesis al nivel de 0,05. \*\*Valores p de MacKinnon-Haug-Michelis (1999).

**Cuadro III.A4.5**  
**México: prueba de rango de cointegración sin restricciones (traza)**

Número de ecuaciones de cointegración hipotetizado	Autovalor	Estadística de la traza	Valor crítico 0,05	Probabilidad**
Ninguna*	0,484219	4 112 723	2 979 707	0,0017
Como máximo 1*	0,410128	1 994 087	1 549 471	0,0100
Como máximo 2	0,090902	3 049 690	3 841 466	0,0807

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de datos de IHS Markit, EViews 8.

**Nota:** La prueba de la traza indica dos ecuaciones de cointegración al nivel de 0,05. \*Denota rechazo de la hipótesis al nivel de 0,05. \*\*Valores p de MacKinnon-Haug-Michelis (1999).

**Cuadro III.A4.6**  
**México: prueba de rango de cointegración sin restricciones (autovalor máximo)**

Número de ecuaciones de cointegración hipotetizado	Autovalor	Estadística de autovalor máximo	Valor crítico 0,05	Probabilidad**
Ninguna*	0,484219	2 118 636	2 113 162	0,0491
Como máximo 1*	0,410128	1 689 118	1 426 460	0,0188
Como máximo 2	0,090902	3 049 690	3 841 466	0,0807

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de datos de IHS Markit, EViews 8.

**Nota:** La prueba del autovalor máximo indica dos ecuaciones de cointegración al nivel de 0,05. \*Denota rechazo de la hipótesis al nivel de 0,05. \*\*Valores p de MacKinnon-Haug-Michelis (1999).

**Cuadro III.A4.7**  
**Colombia: prueba de rango de cointegración sin restricciones (traza)**

Número de ecuaciones de cointegración hipotetizado	Autovalor	Estadística de la traza	Valor crítico 0,05	Probabilidad**
Ninguna*	0,515227	3 146 811	2 979 707	0,0318
Como máximo 1	0,182450	6 849 565	1 549 471	0,5952
Como máximo 2	1,51E-05	0,000515	3 841 466	0,9839

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de datos de IHS Markit, EViews 8.

**Nota:** La prueba de la traza indica una ecuación de cointegración al nivel de 0,05. \*Denota rechazo de la hipótesis al nivel de 0,05. \*\*Valores p de MacKinnon-Haug-Michelis (1999).

**Cuadro III.A4.8**  
**Colombia: prueba de rango de cointegración sin restricciones (autovalor máximo)**

Número de ecuaciones de cointegración hipotetizado	Autovalor	Estadística de autovalor máximo	Valor crítico 0,05	Probabilidad**
Ninguna*	0,515227	2 461 855	2 113 162	0,0155
Como máximo 1	0,182450	6 849 050	1 426 460	0,5071
Como máximo 2	1,51E-05	0,000515	3 841 466	0,9839

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de datos de IHS Markit, EViews 8.

**Nota:** La prueba del autovalor máximo indica una ecuación de cointegración al nivel de 0,05. \*Denota rechazo de la hipótesis al nivel de 0,05. \*\*Valores p de MacKinnon-Haug-Michelis (1999).



## Capítulo IV

# Impacto de la política de flexibilización cuantitativa en la liquidez mundial y la estabilidad financiera

*Esteban Pérez Caldentey*<sup>1</sup>

## Introducción

A finales de 2008 los Estados Unidos adoptaron una política monetaria de flexibilización cuantitativa cuyo objetivo principal fue la reducción de las tasas de interés a largo plazo para estimular la demanda agregada y promover el crecimiento económico. Esta política escasamente logró los efectos previstos en la economía real y más bien contribuyó a inducir profundos cambios en el sistema financiero mundial, con posibles efectos negativos para la estabilidad financiera.

A través de un proceso de acumulación de reservas, la política de flexibilización cuantitativa produjo un aumento sin precedentes en el balance general de la Reserva Federal, lo que reforzó el desacople entre la base y la oferta monetaria, y entre los depósitos bancarios y sus préstamos.

---

<sup>1</sup> Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Una versión preliminar de este trabajo se presentó en el tercer seminario-taller “Estructura productiva, instituciones y dinámica macroeconómica en América Latina”, organizado por la oficina de la CEPAL en Buenos Aires (1 y 2 de septiembre de 2016). El autor desea expresar su gratitud a Martín Abeles, Sebastián Valdecantos y Cecilia Vera por sus valiosos comentarios y a los participantes del seminario por sus útiles observaciones. Asimismo, el autor agradece la asistencia proporcionada por Manuel Cruz.

Otros de los bancos centrales más importantes del mundo, entre ellos el Banco Central Europeo y el Banco del Japón, siguieron estrategias monetarias similares.

La política de flexibilización cuantitativa no tuvo un impacto directo en la creación de liquidez global mediante una expansión del crédito bancario ya que el aumento de las reservas no se tradujo en un aumento de los préstamos de dichas instituciones. Sin embargo, sí tuvo un efecto en la composición de la liquidez global al cambiar la rentabilidad relativa de invertir en distintos activos financieros a través del canal de reequilibrio de cartera. El reequilibrio de cartera se refiere a una disminución de la prima de riesgo (la diferencia entre el retorno esperado de un activo y la tasa de interés libre de riesgo) de un activo debido a cambios en la oferta neta de este activo.

El efecto de reequilibrio de cartera se dirigió a una disminución de las tasas de interés de una amplia gama de activos, relajando las condiciones financieras de la economía y promoviendo el gasto agregado mediante un aumento del crédito con condiciones de largo plazo, y a través de efectos de riqueza y de balances generales.

Si bien no hay evidencia definitiva que establezca una relación entre el canal de reequilibrio de cartera y el gasto agregado, la evidencia empírica disponible muestra que, al cambiar la rentabilidad relativa de los activos, esta política contribuyó a mejorar el desempeño de los mercados mundiales de capitales, incluido el mercado global de bonos y su importancia como fuente de financiamiento. El proceso de desapalancamiento y la reducción de la rentabilidad de los bancos globales tras la crisis financiera mundial (2007-2009) contribuyeron a la caída del crédito bancario en el mundo y reforzaron el papel de los mercados de capitales en el financiamiento a nivel internacional.

El crédito otorgado de manera conjunta a los no residentes por los Estados Unidos, Europa y el Japón a través del mercado de bonos aumentó de un billón de dólares en 2000 a tres billones a finales de 2008, llegando a representar 6 billones de dólares en 2015. Desde la puesta en práctica de la política de flexibilización cuantitativa, la participación del mercado internacional de bonos en el crédito total global aumentó del 40% al 48%.

Los países desarrollados representan el grueso del mercado internacional de bonos. No obstante, desde el inicio de la política de flexibilización cuantitativa, las economías en desarrollo, y en particular América Latina y Asia, han pasado a ser los actores más activos y dinámicos en dicho mercado. El acervo de deuda internacional de los países desarrollados aumentó en promedio un 21% en el período 2000-2008 para luego disminuir a un 0,23% en el período 2009-2015. Inversamente, en el caso de las economías desarrolladas, el acervo de emisiones internacionales de bonos aumentó del 8% al 12% en el mismo período.



Estos cambios no han propiciado la estabilidad del sistema financiero mundial. En primer lugar, como parte de su estrategia para recuperar sus niveles previos a la crisis de rentabilidad, algunos bancos globales han aumentado sus tenencias de instrumentos financieros más riesgosos, como los derivados, fundamentales para el desencadenamiento de la crisis. En segundo lugar, la mayor dependencia de los bancos globales de este tipo de instrumentos y de instituciones como la banca corporativa y de inversión ha fortalecido su grado de interconectividad. En tercer lugar, la creciente importancia del mercado de bonos ha estado acompañada por una creciente deuda externa de algunas economías de mercados emergentes. En cuarto lugar, el crecimiento del mercado de bonos está avalado por la industria de gestión de activos, que plantea una serie de riesgos importantes para la estabilidad financiera debido a su concentración e interconexión, iliquidez y prociclicidad.

Este trabajo se divide en siete secciones. Las secciones A a C se centran en la relación entre la política de flexibilización cuantitativa y el nivel y composición de la liquidez mundial. En la sección D se describe la importancia del mercado de bonos y en la sección E se examinan las implicaciones de los cambios en el sistema financiero para la estabilidad financiera. Por último, en la sección F, se presentan las conclusiones.

## **A. La política de flexibilización cuantitativa: una visión de conjunto**

Cuando comenzaron las dificultades financieras en el mercado de las hipotecas de alto riesgo, a mediados de 2007, la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió bajar la tasa de interés de los fondos federales. Entre julio de 2007 y el colapso de Lehman Brothers en 2008, la tasa de interés de los fondos federales cayó de un 5,26% a un 1,81%. Luego del episodio de Lehman Brothers declinó aún más, hasta llegar a un mínimo de un 0,16% en diciembre de ese mismo año. Al llegar a un límite cercano a cero, la tasa de interés de corto plazo no podía reducirse más y la Reserva Federal optó por una política no convencional de compras de activos grandes o flexibilización cuantitativa<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Como parte de su respuesta a la crisis, la Reserva Federal también emprendió una serie de medidas de prestamista de última instancia a nivel nacional e internacional, que incluyó la provisión de crédito de liquidez a instituciones importantes desde un punto de vista sistémico, como Northern Rock (septiembre de 2007), Bear Stearns (marzo de 2008), American International Group (AIG) (septiembre de 2008), UBS (octubre de 2008), Citigroup (noviembre de 2008) y Bank of America (enero de 2009); la extensión de crédito para facilitar los problemas de liquidez de los mercados interbancarios, y la provisión de crédito para paliar las restricciones y la escasez de liquidez en mercados específicos, incluidos los mercados privados de fondeo, la banca en la sombra (*shadow banks*) y los mercados de crédito (véase Domanski, Moessner y Nelson, 2014). Según Wray (2013), la Reserva Federal creó 13 servicios y programas para hacer frente a las restricciones y la escasez de liquidez. Las intervenciones de prestamista de última instancia pretendían evitar crisis financieras y minimizar sus efectos (Bernanke, 2013, p. 100). La política de flexibilización cuantitativa fue la “principal herramienta para intentar recuperar la economía después del trauma de la crisis financiera” (ibíd.).

Esta política consiste en la compra de activos en gran escala, Bonos del Tesoro y valores relacionados con hipotecas al sistema financiero por parte de la Reserva Federal, con el propósito de flexibilizar la política monetaria reduciendo las tasas de interés a largo plazo. Como indica Bernanke (2013, pág. 104):

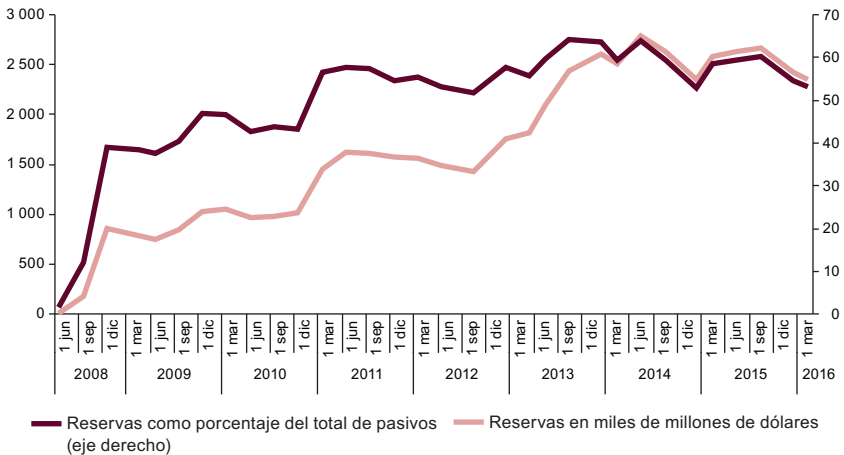
¿Por qué estamos comprando estos valores? Por cierto, este es un enfoque del cual han hablado monetaristas como Milton Friedman. La idea básica es que cuando se compran Bonos del Tesoro y estos se traspasan al balance general se reduce la oferta disponible de estos títulos en el mercado. Los inversores quieren mantener esos valores y tienen que conformarse con un rendimiento más bajo. Así, mediante la compra de Bonos del Tesoro, traspasándolos a nuestro balance general y reduciendo la oferta disponible de estos valores del Tesoro, efectivamente redujimos la tasa de interés de largo plazo de los valores del Tesoro y también de los valores de empresas patrocinadas por el Gobierno. Además en la medida en que los inversores ya no tienen valores del Tesoro y valores de empresas patrocinadas por el Gobierno para mantener en sus carteras, en la medida en que son inducidos a moverse hacia otros tipos de valores, como bonos corporativos, esto también aumenta el precio de estos valores y reduce su rendimiento. Y por consiguiente el efecto neto de estas medidas fue rebajar el rendimiento de una gama de valores. Y como siempre, las tasas de interés más bajas apoyan y estimulan la economía.

La política de flexibilización cuantitativa se implementó aproximadamente durante seis años y consistió en tres grandes rondas de compras de activos en gran escala: de diciembre de 2008 a marzo de 2010, de noviembre de 2010 a junio de 2011, y de septiembre de 2012 a diciembre de 2013. En la primera ronda la Reserva Federal adquirió hasta 1,3 billones de dólares en valores respaldados por hipotecas y deuda de agencia y 300.000 millones de dólares en Bonos del Tesoro. La segunda ronda de flexibilización cuantitativa consistió en la compra de 600.000 millones de dólares de valores de largo plazo. Finalmente, en la tercera ronda la Reserva Federal adquirió valores de largo plazo y valores respaldados por hipotecas por un monto equivalente a 1,7 billones de dólares.

La compra de Bonos del Tesoro, valores de deuda y valores respaldados por hipotecas (lo que corresponde a un aumento del activo del balance general de la Reserva Federal) fue financiada mediante la acreditación en la cuenta corriente de las instituciones que vendieron títulos a la Reserva Federal. Esto implicó un aumento de las reservas que dichas instituciones mantienen en la Reserva Federal (y por definición un aumento de la base monetaria) a fin de mantener la igualdad entre activos y pasivos.

El análisis del balance general de la Reserva Federal muestra que las reservas de las instituciones de depósito privadas aumentaron significativamente con la aplicación de la política de flexibilización cuantitativa (véase el gráfico IV.1).

**Gráfico IV.1**  
**Reserva Federal de los Estados Unidos: reservas bancarias,**  
**junio de 2008 a abril de 2016**  
*(En miles de millones de dólares y porcentajes del total de pasivos)*



**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, "Financial accounts of the United States. Flow of funds, balance sheets and integrated macroeconomic accounts. Historical annual tables 2005-2015", Washington, D.C., junio de 2016 [en línea] <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a2005-2015.pdf>.

En los dos años anteriores al inicio de la primera ronda de la flexibilización cuantitativa, el nivel de reservas de los bancos en la Reserva Federal llegó a los 20.000 millones de dólares. En diciembre de 2008 aumentó a 800.000 millones y superó el billón de dólares en 2011, estabilizándose alrededor de los 2,5 billones en 2013 (2,3 billones de dólares en el primer semestre de 2016). Las reservas de las instituciones de depósitos representan más del 50% de los pasivos de la Reserva Federal.

Antes del comienzo de la primera ronda de flexibilización cuantitativa, entre los agentes que eran tenedores de títulos del Tesoro se incluían principalmente residentes extranjeros, gobiernos estatales y locales, hogares (fondos de cobertura de riesgos y fondos de capital privado), fondos del mercado monetario, fondos privados de pensiones, fondos de pensiones de los gobiernos estatales y locales, fondos de jubilación del gobierno federal, bancos comerciales de los Estados Unidos y compañías de seguros de vida (aproximadamente un 95% del total) (véase el cuadro IV.1). Debido a que estas

instituciones no tenían cuenta con la Reserva Federal, la venta de títulos del Tesoro y títulos respaldados por hipotecas se llevó a cabo a través de distribuidores primarios (bancos de los Estados Unidos o bancos extranjeros que operan en el país)<sup>3</sup>.

**Cuadro IV.1**  
**Títulos del Tesoro de los Estados Unidos, 2007-2016**  
*(En porcentajes del total)*

Sectores	2007	2008	2009	2010	2012	2014	2016	2008-2012	2008-2014	2008-2016
Resto del mundo	46,6	51,3	47,2	42,4	43,4	42,7	40,9	-7,9	-8,6	-10,5
Autoridad monetaria	14,5	7,5	10,0	9,7	13,0	17,1	16,0	5,5	9,6	8,5
Gobiernos locales y estatales	10,3	7,5	7,5	5,7	4,7	4,3	4,6	-2,8	-3,2	-2,9
Hogares	5,2	4,0	11,2	10,5	7,4	5,8	7,0	3,3	1,8	2,9
Fondos mutuos	3,5	3,0	3,2	4,0	4,4	4,7	5,5	1,4	1,8	2,6
Fondos mutuos del mercado monetario	3,5	9,1	5,2	3,3	3,6	2,9	3,5	-5,5	-6,2	-5,6
Fondos privados de pensiones	3,3	2,9	2,3	1,9	2,3	2,2	2,1	-0,6	-0,7	-0,8
Fondos de pensiones de gobiernos locales y estatales	2,8	2,3	2,0	1,5	1,3	1,2	1,0	-1,0	-1,1	-1,3
Fondos de pensiones del gobierno federal	1,7	1,8	1,5	12,1	11,1	11,2	11,1	9,3	9,4	9,3
Emisores de bonos de titulación de activos (BTA)	1,7	1,1	0,7	0,4	0,2	0,2	0,2	-1,0	-1,0	-1,0
Bancos comerciales de los Estados Unidos	1,4	0,8	1,6	2,1	1,9	2,9	2,8	1,1	2,1	2,0
Compañías de seguros de siniestros relacionados con la propiedad	1,4	1,0	1,1	0,9	0,7	0,7	0,6	-0,3	-0,3	-0,4
Compañías de seguros de vida	1,4	1,7	1,7	1,5	1,4	1,3	1,3	-0,3	-0,4	-0,4
Sector no corporativo no financiero	1,2	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	-0,4	-0,4	-0,4

<sup>3</sup> Véase Choulet (2015).

Cuadro IV.1 (conclusión)

Sectores	2007	2008	2009	2010	2012	2014	2016	2008-2012	2008-2014	2008-2016
Sector corporativo no financiero	0,8	0,5	0,6	0,5	0,3	0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Sucursales de bancos extranjeros en los Estados Unidos	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,0
Fondos negociados en la bolsa	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,1	0,1	0,2
Empresas patrocinadas por el gobierno	0,3	0,3	0,5	0,8	0,5	0,4	0,6	0,3	0,2	0,3
Uniones de crédito	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Compañías tenedoras de acciones bancarias	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fondos cerrados	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bancos en áreas afiliadas a los Estados Unidos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corredores y distribuidores	-1,2	3,0	1,6	0,9	1,9	0,4	0,6	-1,1	-2,6	-2,4

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, "Financial accounts of the United States. Flow of funds, balance sheets and integrated macroeconomic accounts. Historical annual tables 2005-2015", Washington, D.C., junio de 2016 [en línea] <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a2005-2015.pdf>.

La evidencia disponible para las subastas de Bonos del Tesoro en el caso de la segunda ronda de flexibilización cuantitativa demuestra que los distribuidores primarios incluyeron bancos globales como Goldman Sachs, Morgan Stanley, Barclays Investment Bank, J.P. Morgan, Crédit Suisse Group, BNP Paribas, Royal Bank of Scotland, Deutsche Bank, Royal Bank of Canada, Merrill Lynch Wealth Management, Citigroup, HSBC, UBS AG, Nomura Holdings, Mizuho, SG Americas Securities, Daiwa Securities Group, Cantor Fitzgerald y Jefferies. Los activos combinados de este conjunto de bancos alcanzaron 13 billones de dólares en 2003 y aumentarían a 28 billones en 2007. Esto representó el 42% y el 57% de la oferta monetaria mundial. En el cuadro IV.2 se observa que los depósitos combinados de estas instituciones financieras aumentaron en consonancia con el comportamiento de los depósitos agregados. Por otra parte, sus depósitos combinados representan más del 70% de los depósitos totales en 2010 y 2011.

**Cuadro IV.2**  
**Estados Unidos: comparación entre los depósitos totales de las instituciones privadas de depósitos y los depósitos de los principales comerciantes de títulos del Tesoro, 2008-2015**  
*(En miles de millones de dólares y porcentajes)*

Año	Depósitos totales de instituciones privadas de depósitos (en miles de millones de dólares)	Depósitos totales de los principales comerciantes (en miles de millones de dólares)	Cambio en el total de depósitos de instituciones privadas de depósitos (en miles de millones de dólares)	Cambio en el total de depósitos de los principales comerciantes (en miles de millones de dólares)	Cambio en el total de depósitos de los principales comerciantes (en porcentajes del total)	Depósitos de los principales comerciantes (en porcentajes del total)
2008	8 969,8	7 030,2	-	-	-	78,4
2009	9 423,1	7 103,5	453,3	73,3	16,2	75,4
2010	9 620,1	7 200,8	650,3	170,6	26,2	74,9
2011	10 380,8	7 638,9	1 411,0	608,7	43,1	73,6
2012	11 093,0	8 038,8	2 123,2	1 008,5	47,5	72,5
2013	11 695,1	8 336,8	2 725,3	1 306,6	47,9	71,3
2014	12 460,9	7 974,3	3 491,1	944,1	27,0	64,0
2015	12 963,8	7 691,3	3 994,0	661,0	16,6	59,3

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, "Financial accounts of the United States. Flow of funds, balance sheets and integrated macroeconomic accounts. Historical annual tables 2005-2015", Washington, D.C., junio de 2016 [en línea] <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a2005-2015.pdf>.

En consonancia con la política monetaria de la Reserva Federal, las reservas de otros de los bancos centrales más importantes del mundo, entre ellos el Banco Central Europeo y el Banco del Japón, también registraron un aumento significativo.

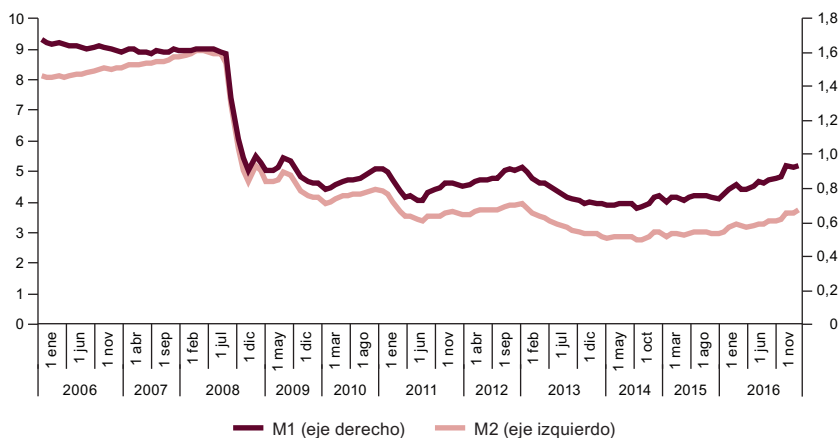
## **B. La disociación entre la base y la oferta monetaria y entre los depósitos y los préstamos bancarios**

El fuerte aumento experimentado por las reservas y el dinero de alto poder como resultado de la política de flexibilización cuantitativa no se reflejó en un aumento proporcional de la oferta monetaria. De hecho, esta política parece haber reforzado la caída del multiplicador monetario causada por el colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008.

En el gráfico IV.2 se muestran los multiplicadores de dinero correspondientes a la oferta monetaria reducida y ampliada (M1 y M2, respectivamente) en forma mensual desde enero de 2006 hasta enero de 2016. Entre enero de 2006 y agosto de 2008 los multiplicadores correspondientes

a M1 y M2 promediaron 1,63 y 8,48 (con una desviación estándar de 0,01 y 0,29). Después del colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008, ambos multiplicadores cayeron de 1,33 y 7,20 en octubre a 1,09 y 5,75 en noviembre. Después del comienzo de la política de expansión cuantitativa en diciembre, el multiplicador correspondiente a la oferta monetaria reducida (M1) cayó por debajo de 1, lo que sugiere que este se convirtió en un divisor monetario. Por su parte, durante el período posterior a la aplicación de la política de flexibilización cuantitativa el multiplicador de la oferta monetaria ampliada (M2) registró un máximo y mínimo de 5,2 y 2,8, con un promedio de 3,6<sup>4</sup>.

**Gráfico IV.2**  
**Estados Unidos: multiplicadores monetarios (M1 y M2),**  
**enero de 2006 a diciembre de 2016, datos mensuales**

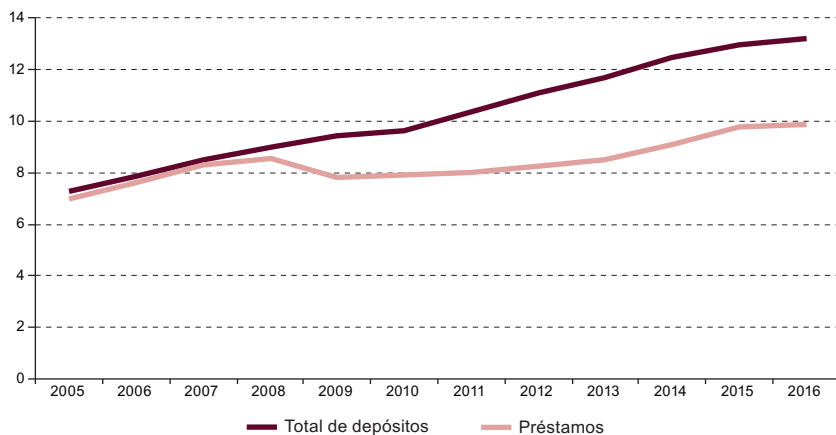


**Fuente:** Elaboración propia sobre la base de Banco de la Reserva Federal de St. Louis, Federal Reserve Economic Data (FRED), St. Louis, 2016 [base de datos en línea] <https://fred.stlouisfed.org>.

Por otra parte, la política de flexibilización cuantitativa no solo reforzó la disociación entre la base y la oferta monetaria, sino que también los préstamos bancarios se disociaron de los depósitos. Tal como se muestra en el gráfico IV.3, entre 2005 y 2007 el crecimiento en depósitos mantuvo el ritmo de los préstamos. Sin embargo, después de 2008 se advierte una clara disociación creciente entre préstamos y depósitos bancarios.

<sup>4</sup> Véase Reserva Federal de St. Louis, “M1 money multiplier”, St. Louis, 2017 [en línea] <https://fred.stlouisfed.org/series/MULT>. Hacia fines de 2016 el valor del multiplicador de la oferta monetaria reducida se situaba aún por debajo de 1.

**Gráfico IV.3**  
**Estados Unidos: depósitos totales y préstamos de instituciones privadas de depósitos, 2005-2016**  
*(En billones de dólares)*



**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, “Financial accounts of the United States. Flow of funds, balance sheets and integrated macroeconomic accounts. Historical annual tables 2005-2015”, Washington, D.C., junio de 2016 [en línea] <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a2005-2015.pdf>.

La disociación entre la base y la oferta monetaria y entre los créditos y los depósitos puede explicarse con simples identidades contables referentes al banco central y al sistema bancario en su conjunto. La identidad contable básica de un banco central (en términos de cambios discretos denotados por el símbolo  $\Delta$ ) muestra que los activos (A) igualan a la suma de las reservas bancarias (R), el circulante (CU) y los depósitos del gobierno (GD). El balance agregado del sistema bancario establece que las reservas (R) y préstamos (L) y las tenencias de bonos (BH) igualan a los depósitos (D) y al patrimonio (E). Formalmente<sup>5</sup>,

$$(1) \Delta A_{CB} \equiv \Delta R_{PDFI} + \Delta CU_{CB} + \Delta GD_G \text{ (Balance del banco central)}$$

$$(2) \Delta R_{PDFI} + \Delta L_{PDFI} + \Delta BH_{PDFI} \equiv \Delta D_{PDFI} + \Delta E_{PDFI} \text{ (Balance agregado del sistema bancario)}$$

Donde los suscriptos CB, PDFI y G denotan el banco central, las instituciones de depósitos privadas y el gobierno, respectivamente.

<sup>5</sup> Las ecuaciones siguientes proporcionan un ejemplo simplificado puesto que toman en cuenta solo la relación entre la Reserva Federal y el sistema bancario. Como se explica en el trabajo, instituciones como los fondos del mercado monetario, que fueron tenedores de la mayor parte de los activos adquiridos por la Reserva Federal, no podían comerciar con esta, por lo que recurrieron a los bancos para actuar como intermediarios. Un ejemplo que incluya tres identidades contables (Reserva Federal, bancos y fondos del mercado monetario) sería más realista, pero no cambiaría los mensajes básicos de nuestro caso simplificado. Véase Standard and Poor’s Financial Services (2013).



Según la identidad (1), para un determinado nivel de depósitos del gobierno (es decir asumiendo que  $\Delta GD_{LG} = 0$ ), un aumento de los activos del banco central ( $\Delta A_{CB}$ ) debe reflejarse en un aumento de las reservas ( $\Delta R_{PDFI}$ )<sup>6</sup>. Esta operación aparece en el balance del sistema bancario como una disminución del acervo de bonos, que tiene como contrapartida un aumento de sus reservas en el banco central ( $\Delta BH_{PDFI} = \Delta R_{PDFI}$  en la identidad (2)). En consecuencia, no hay ninguna razón para esperar que un aumento de la base monetaria del banco central, impulsado por el aumento de reservas ( $\Delta R_{PDFI}$ ), como es el caso de la política de flexibilización cuantitativa, se traduzca en un aumento concomitante de los depósitos del sistema bancario ( $\Delta D_{LPD}$ ) y por consiguiente de la base monetaria.

De manera similar, una disminución de las reservas bancarias en el banco central será compensada por una disminución de los activos del banco central ( $\Delta R_{PDFI} = \Delta A_{CB}$ ) en la identidad (1)). Esto implica que en términos del balance agregado del sistema bancario el aumento en la tenencia de bonos es igual a la disminución de las reservas en el banco central ( $\Delta R_{PDFI} = \Delta BH_{PDFI}$  en la identidad (2)).

Una vez más en este ejemplo el pasivo de la identidad (2) y por consiguiente la oferta monetaria no se ve afectada. Usando la misma lógica contable, se aprecia que no existe ninguna razón para que un aumento de la base monetaria como consecuencia del aumento de las reservas se traduzca en una expansión de los préstamos del sistema bancario.

Hay un escenario en que la oferta monetaria puede verse afectada por el aumento de las reservas bancarias. Para este fin se asume que un incremento de las reservas de los bancos en el banco central se compensa con un descenso de la moneda en circulación ( $\Delta^+ R_{PDFI} = \Delta^- CU_{CB}$  en la identidad (1)). Según la identidad (2) un incremento de las reservas tiene que tener como contrapartida un aumento de los depósitos ( $\Delta^+ R_{PDFI} = \Delta^+ D_{PDFI}$  en la identidad (2)) (suponiendo que los bancos buscan mantener una determinada proporción entre reservas y depósitos). En este caso, un aumento de reservas puede afectar la oferta monetaria. Pero el caso es muy poco probable porque se parte de la base de que esto depende de las preferencias del público por depósitos en relación al circulante, lo que no implica ninguna acción por parte del banco central o el sistema bancario comercial.

La evidencia muestra que, para el período comprendido entre diciembre de 2009 y febrero de 2014, la correlación entre los cambios en las reservas bancarias en la Reserva Federal y el circulante no es estadísticamente

<sup>6</sup> Este ejemplo se basa en el balance de la Reserva Federal. Durante la implementación de la política de flexibilización cuantitativa los depósitos del gobierno no variaron significativamente. Las partidas que cambiaron de manera más significativa fueron reservas de las instituciones de depósitos y el efectivo en circulación. Estos aumentaron de 867.000 millones a 1,2 billones de dólares entre finales de 2008 y principios de 2014.

significativa. El coeficiente de correlación entre las tasas de variación de las reservas y el circulante es negativo y cercano a cero (-0,04). Más aún, incluso si los depósitos bancarios cambiaran, esto no implicaría un cambio en los préstamos.

Tal como los economistas heterodoxos, y en particular los poskeynesianos, han argumentado repetidamente, las reservas bancarias no desempeñan ningún papel en la determinación de los préstamos bancarios. Los préstamos bancarios vienen determinados por el lado de la demanda y se crean de la nada (*ex nihilo*). Cuando los bancos prestan y aumentan sus activos crean al mismo tiempo un pasivo concomitante (un depósito) en su balance. Cuando los bancos están obligados a mantener reservas, estas son suministradas por el banco central<sup>7</sup>.

El proceso de creación y destrucción de dinero puede ilustrarse mediante un ejemplo muy simplificado. Se asume que cualquier prestatario puede emitir un pagaré (con la garantía correspondiente) y un banco acepta su pasivo y crea un depósito a la vista por un monto equivalente. Si el prestatario utiliza el depósito bancario para financiar la compra de bienes y servicios o cancelar una deuda, el prestatario simplemente transfiere el poder de gasto a otra persona. Aquí, el pagaré crea el préstamo y el préstamo crea el depósito.

El pago del préstamo extingue el depósito a la vista y el pagaré. Los activos y pasivos se cancelan mutuamente y por consiguiente nunca puede haber “un exceso de oferta monetaria”. El dinero es creado y destruido en el proceso de intercambio de bienes y servicios sin necesidad de estar “respaldados” por otro activo (sea oro o dinero). Como afirman Lavoie y Seccareccia (2016, pág. 108), la creación de dinero (depósitos bancarios) se basa en tres elementos clave: la voluntad de los bancos de asumir riesgos y conceder préstamos, la solvencia de los prestatarios y la disposición de los prestatarios a endeudarse y solicitar un préstamo. Nada más es necesario. Los bancos no necesitan mantener las reservas en el banco central. El dinero es creado *ex nihilo*.

### **C. La política de flexibilización cuantitativa y el efecto de reequilibrio de cartera**

Al mismo tiempo que las políticas de flexibilización cuantitativa reforzaron la disociación entre la base y la oferta monetaria y entre créditos y depósitos, también cambió la rentabilidad relativa de invertir en activos diferentes a través del canal de reequilibrio de cartera.

---

<sup>7</sup> Véase el punto de vista del dinero endógeno poskeynesiano en Moore (1988), Palley (2002), Lavoie (2014) y Lavoie y Seccareccia (2016). Véase también Mehrling (2000).

El reequilibrio de cartera se refiere a una disminución de la prima de riesgo (la diferencia entre el retorno esperado de un activo y la tasa de interés libre de riesgo) de un activo producido por cambios en su oferta neta. En el caso de los Bonos del Tesoro la prima de riesgo se explica principalmente por la prima por plazo, es decir, por el exceso de retorno que los inversores requieren para compensar el riesgo de tipo de interés derivado de la tenencia de bonos de largo plazo en relación a la tenencia de bonos de corto plazo. Los precios de los bonos a largo plazo tienen una mayor sensibilidad a los cambios de la tasa de interés que los bonos a corto plazo.

La caída de la prima por plazo se refleja en la disminución de los rendimientos a largo plazo de letras del Tesoro y también, eventualmente, en el rendimiento de otros activos, aumentando así sus precios. De esta manera, el efecto de reequilibrio de cartera conduce a disminuir las tasas de interés de una amplia gama de activos (incluidos bonos corporativos y acciones), flexibilizando las condiciones financieras en la economía y aumentando el gasto agregado a través de un mayor endeudamiento a largo plazo y de efectos de riqueza y de balances generales (Beckworth y Hendrickson, 2010; Bernanke, 2013).

El efecto de reequilibrio de cartera es compatible con distintas teorías y se asocia de manera más reciente con la teoría del hábitat preferido (Nelson, 2011). Esta teoría sostiene que los inversores son adversos al riesgo, que los mercados son segmentados y que los activos son sustitutos imperfectos (los inversores tienen una preferencia por activos con un período de madurez dado)<sup>8</sup>.

En estas condiciones un programa de compras de activos en gran escala como el llevado a cabo por la Reserva Federal para un activo con una larga duración como un Bono del Tesoro o título de renta fija crea una escasez de la oferta local de ese activo con esa madurez dada, ya que el mercado para esos activos se equilibra a una cantidad menor y un precio más elevado, es decir, menor rendimiento (D'Amico y otros, 2012). A la vez, el cambio resultante en las tasas relativas de retorno genera el incentivo para que los inversores sustituyan activos de bajo rendimiento por activos con mayores rendimientos (Gagnon y otros, 2010).

La evidencia de un número de estudios muestra una relación negativa entre las compras de activos en gran escala y la prima por plazo de los títulos del Tesoro, y una relación positiva entre la compra en gran escala de activos y el retorno sobre otros activos como los bonos en general, los bonos corporativos y también en alguna medida los precios y

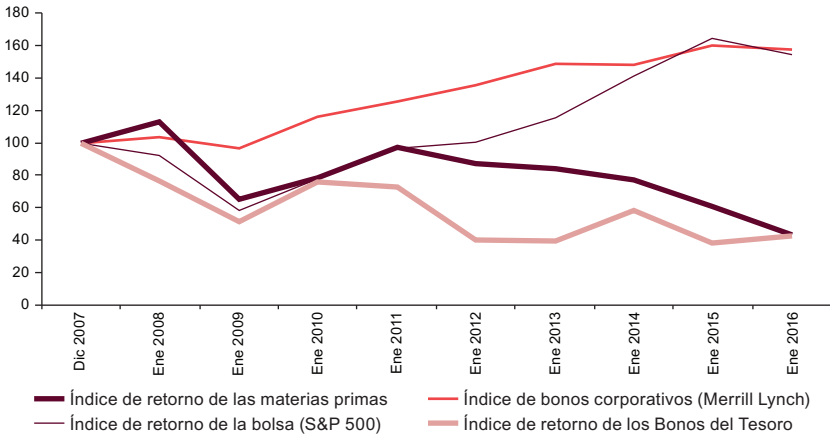
---

<sup>8</sup> Como destaca Kohn (2009, pág. 4), el grado en el cual distintos activos con períodos de madurez diferentes son sustitutos imperfectos es central para entender las compras de activos en gran escala de la Reserva Federal.

retornos de las materias primas. De hecho, la evidencia disponible indica que las compras de activos en gran escala impulsaron el mercado de los bonos.

En el gráfico IV.4 se muestra la evolución de los índices de los rendimientos de bonos (Barclays Capital y Merrill Lynch), del mercado de valores (S&P 500), de las materias primas y de los Bonos del Tesoro para el período comprendido entre enero de 2008 y enero de 2016 sobre una base mensual y normalizados a 100 en 2007. Los datos muestran una tendencia a la baja en el índice de Bonos del Tesoro. El índice cayó un 51% en el período considerado. Al mismo tiempo los índices de Barclays Capital y Merrill Lynch aumentaron un 51%.

**Gráfico IV.4**  
**Estados Unidos: índices de retorno de los bonos corporativos, de materias primas, de la bolsa y de los Bonos del Tesoro, enero de 2008 a enero de 2016**



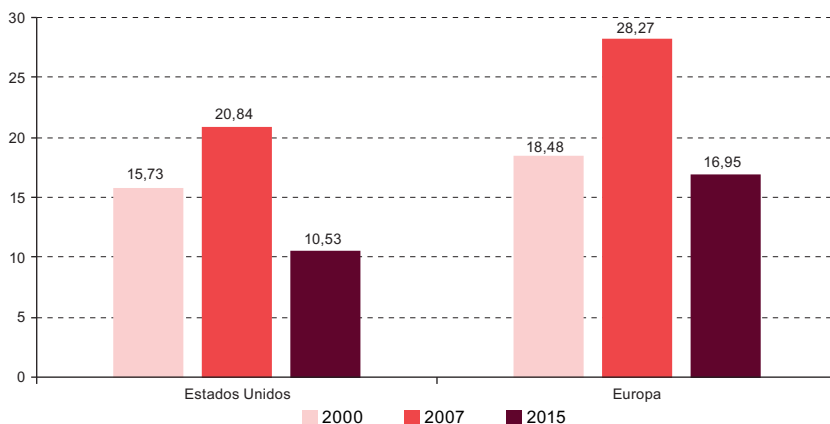
**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de Banco de la Reserva Federal de St. Louis, Federal Reserve Economic Data (FRED), St. Louis, 2016 [base de datos en línea] <https://fred.stlouisfed.org>.

Este hallazgo es consistente con la evidencia presentada por McKinsey Global Institute (2013), que muestra que entre 2007 y 2012 el índice de bonos globales aumentó, en promedio, un 37% y un 29% en los Estados Unidos, el Reino Unido y la zona del euro, respectivamente. También los datos aquí presentados muestran que el índice de mercado de valores creció un 61%. Finalmente, el índice de materias primas aumentó entre finales de 2008 y mediados de 2011 y después declinó.

El efecto del reequilibrio de cartera en el mercado de bonos como fuente de financiamiento se vio reforzado por el importante proceso de

desapalancamiento de los bancos globales tras la crisis financiera mundial, que condujo a una caída de los préstamos bancarios transfronterizos en todo el mundo. Esto se observa en el gráfico IV.5, que muestra el desapalancamiento de los bancos globales más importantes de los Estados Unidos y Europa en el período 2000-2015, cuyo monto de activos asciende a 70 billones de dólares.

**Gráfico IV.5**  
**Estados Unidos y Europa: apalancamiento promedio de los bancos globales,**  
**2000, 2007 y 2015**  
*(En porcentajes)*

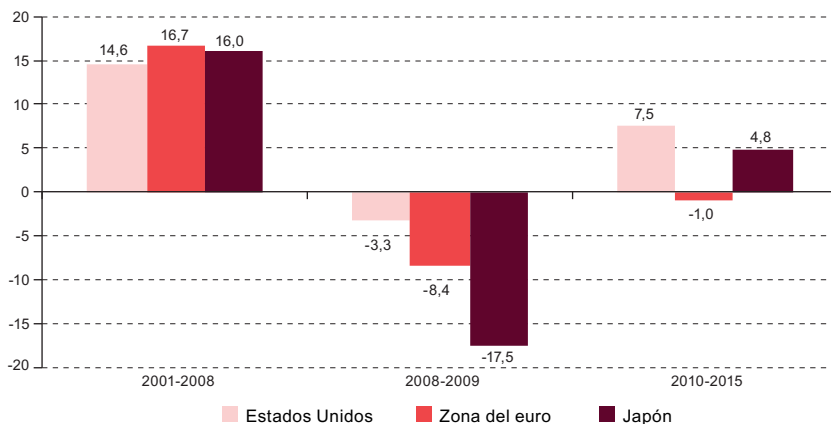


**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de Bloomberg, 2016.

Asimismo, en el gráfico IV.5 se observa que entre 2000 y 2007 el apalancamiento de los bancos globales de los Estados Unidos aumentó en promedio del 15,73% al 20,84% y en 2015 disminuyó al 10,53%. Los bancos europeos siguieron una tendencia similar: de 2000 a 2007 aumentaron su apalancamiento promedio del 18,48% al 28,27% y luego lo redujeron al 16,95% en 2015.

El desapalancamiento de los bancos globales contribuyó a la disminución de préstamos bancarios en todo el mundo. Los datos disponibles muestran que entre 2001-2008 y 2010-2015, la tasa de crecimiento del crédito bancario transfronterizo disminuyó de un promedio del 14,6%, 16,7% y 16,0% a un 7,5%, -1,0% y 4,8%, para los Estados Unidos, la zona del euro y el Japón, respectivamente (véase el gráfico IV.6).

**Gráfico IV.6**  
**Estados Unidos, zona del euro y Japón: tasa de variación**  
**de los préstamos bancarios, 2001-2015**  
*(En porcentajes)*



**Fuente:** Elaboración propia sobre la base de Banco de Pagos Internacionales (BPI), "Global liquidity indicators", Basilea, 2016 [base de datos en línea] <http://stats.bis.org/statx/toc/GLL.html>.

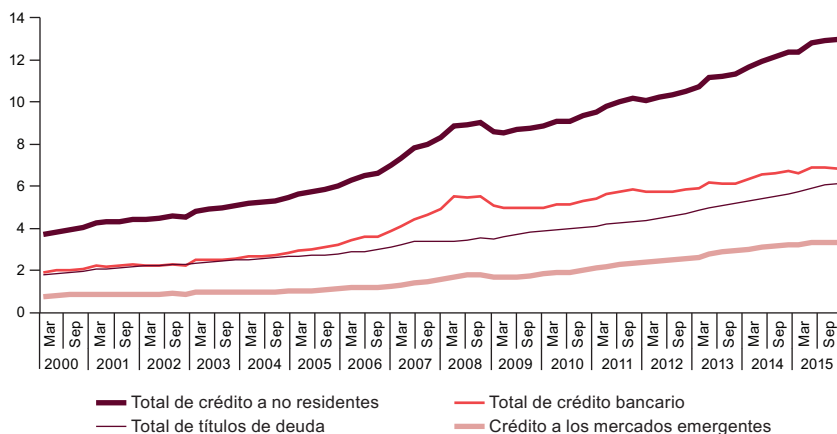
## D. La creciente importancia del mercado internacional de bonos

El desempeño del mercado global de bonos se refleja en su creciente importancia como fuente de financiamiento. Según datos disponibles para el período 2000-2015, los préstamos de los Estados Unidos, la zona del euro y el Japón a los no residentes a través de sus respectivos mercados de bonos se incrementaron de 1,8 billones de dólares en 2000 a 3 billones de dólares al final de 2008, llegando a una cifra de 6 billones de dólares en diciembre de 2015 (véase el gráfico IV.7). Desde el inicio de la política de flexibilización cuantitativa y la acumulación de reservas por parte de la Reserva Federal, el Banco Central Europeo y el Banco del Japón, la participación del mercado de bonos en el total de préstamos a nivel mundial ha aumentado constantemente, de un 40%, a un 48% del total del crédito a no residentes (véase el gráfico IV.8)<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> En la última década, entre 1995 y 2014, el mercado global de bonos se ha cuadruplicado en importancia, aumentando su volumen de 20 a 86 billones de dólares. En 1995 y en 2014, el volumen en el mercado global de bonos fue muy superior a la capitalización del mercado de capital global en 2 y 20 billones de dólares, respectivamente. Del mismo modo, los mercados de bonos tuvieron un comportamiento más dinámico que los mercados de valores y han sido importantes para la economía real como fuente de financiamiento. Los datos disponibles muestran que entre 2000 y 2014 el volumen de negociación promedio diario en bonos de los Estados Unidos se amplió de 358.000 a 730.000 millones de dólares. Inversamente, el volumen promedio diario de acciones comercializadas bajó de 129.000 a 126.000 millones de dólares en esos mismos años.

Gráfico IV.7

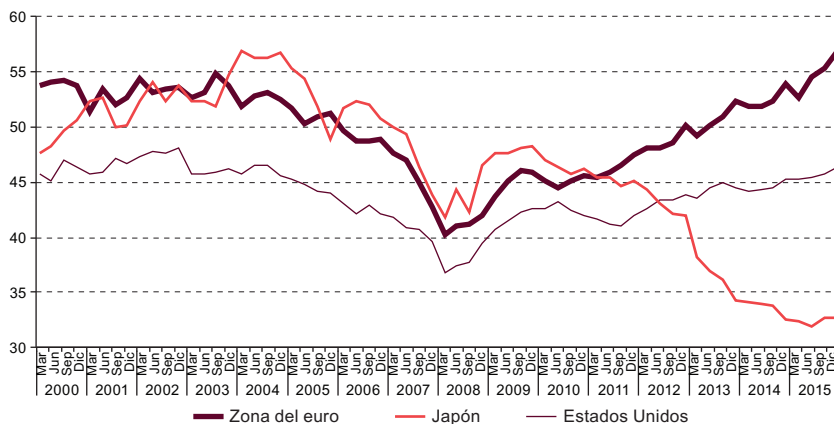
**Estados Unidos, zona del euro y Japón: crédito a los no residentes, crédito bancario, títulos de deuda y crédito a los mercados emergentes, marzo de 2000 a septiembre de 2015, datos trimestrales**  
(En miles de millones de dólares)



**Fuente:** Elaboración propia sobre la base de Banco de Pagos Internacionales (BPI), "Global liquidity indicators", Basilea, 2016 [base de datos en línea] <http://stats.bis.org/statx/toc/GLI.html>.

Gráfico IV.8

**Estados Unidos, zona del euro y Japón: participación de los títulos de deuda en el total del crédito a los no residentes, marzo de 2000 a diciembre de 2015, datos trimestrales**  
(En porcentajes)



**Fuente:** Elaboración propia sobre la base de Banco de Pagos Internacionales (BPI), "Global liquidity indicators", Basilea, 2016 [base de datos en línea] <http://stats.bis.org/statx/toc/GLI.html>.

El crecimiento del mercado global de bonos es el resultado de un aumento en los segmentos corporativos y soberanos. La evidencia disponible muestra que entre 2000 y 2015 el tamaño de los mercados de deuda soberana y corporativa se expandió de 14 a 41 billones de dólares y de 19 a 46 billones de dólares, respectivamente. Las economías desarrolladas tienen la participación mayoritaria de ambos mercados de bonos.

Las economías desarrolladas representan el 97% y el 92% del mercado global de bonos y el mercado de bonos corporativos. Sin embargo, este mercado ha perdido concentración y se ha diversificado. En 1995, los Estados Unidos tenían una participación del 80% del volumen, seguido por el Reino Unido con un 8%. En 2014, la participación de los Estados Unidos se redujo al 57% y la de otros países desarrollados, como el Reino Unido y especialmente el Japón, aumentó (un 10% y un 13%, respectivamente). Del mismo modo, la participación de los Estados Unidos en el mercado global de bonos corporativos se redujo de un 51% en 2004 a un 44% en 2013. La diferencia en la participación de las economías desarrolladas y en desarrollo se estrecha cuando la comparación excluye a las instituciones financieras.

Sin embargo, la participación de las economías en desarrollo en títulos de deuda total e internacional ha aumentado. Este mayor endeudamiento en los mercados de bonos internacionales responde a varios factores. Gran parte de los efectos reales y financieros de la crisis mundial se concentró en los países desarrollados. En general la actividad económica real no sufrió una contracción en los países en desarrollo y en los casos en que se registró una contracción, los países se recuperaron rápidamente. Según la evidencia disponible, de una muestra de 136 economías, el 33% y el 8% de ellas experimentó una contracción en 2009 y 2010 respectivamente. Los países en desarrollo tampoco sufrieron crisis financieras o de balanza de pagos. Además, como se explica a continuación, la apreciación de los tipos de cambio y la evolución favorable de los precios de las materias primas otorgaron un incentivo importante para la emisión de deuda en los mercados internacionales.

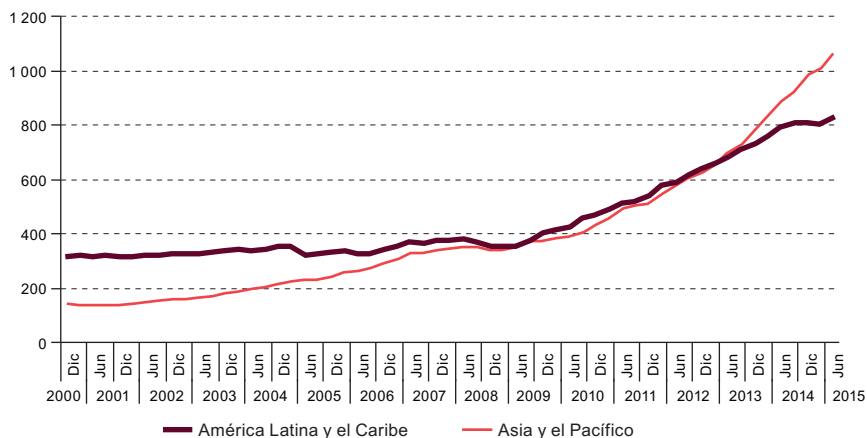
Entre 2000 y 2014 las economías en desarrollo incrementaron sus emisiones de deuda total e internacional de 500 y 600 millones de dólares a alrededor de 7 y 4 trillones de dólares, respectivamente. Sin embargo, en términos de importancia relativa la participación de los países en desarrollo es mucho mayor en el mercado internacional que en el mercado de deuda global (un 13% y un 16% del mercado internacional de bonos y un 1,5% y un 8,3% del mercado global de bonos en 2000 y 2014, respectivamente).

Un análisis de los datos disponibles por región en desarrollo muestra que Asia y el Pacífico y América Latina y el Caribe tienen la mayor participación en la emisión de títulos de deuda internacional, seguidos por los países en desarrollo de Europa (36%, 30% y 20% del total respectivamente para). En el gráfico IV.9 se observa que, en línea con el análisis desarrollado en las



secciones anteriores, ambas regiones aumentaron significativamente su acervo de títulos de deuda internacional después de la puesta en marcha de la política de flexibilización cuantitativa.

**Gráfico IV.9**  
**Asia y el Pacífico y América Latina y el Caribe: acervo de emisiones de deuda en los mercados internacionales, diciembre de 2000 a junio de 2015**  
*(En miles de millones de dólares)*



**Fuente:** Elaboración propia sobre la base de Banco de Pagos Internacionales (BPI), "Global liquidity indicators", Basilea, 2016 [base de datos en línea] <http://stats.bis.org/statx/toc/GLI.html>.

A nivel nacional, los más importantes emisores de deuda internacional son China, el Brasil, la Federación de Rusia, México, la República de Corea, Turquía y la India (16%, 12%, 9%, 7%, 7%, 4% y 3% del total).

La descomposición a nivel sectorial muestra que hay tendencias regionales comunes, pero también diferencias significativas entre las distintas regiones en desarrollo. En todos los casos, el sector público ha perdido importancia relativa como emisor de valores internacionales. Entre 2000 y 2014, la proporción del acervo de deuda internacional del gobierno disminuyó del 72%, 45%, 81,7% y 19,3% al 34,8%, 24,7%, 45,2% y 11,3% del total de América Latina, África y Oriente Medio, los países en desarrollo de Europa y Asia y el Pacífico, respectivamente (véase el cuadro IV.3).

Por el contrario, el sector bancario ganó en importancia. Entre 2000 y 2014, la participación en el acervo de deuda internacional de dicho sector aumentó del 6,2%, 3,2%, 2,0% y 25,9% al 14,3%, 19,3%, 28,6% y 35,0% del total de América Latina, África y Oriente Medio, los países en desarrollo de Europa, y Asia y el Pacífico, respectivamente. El sector "otras corporaciones financieras" tuvo un comportamiento similar.

**Cuadro IV.3**  
**Participación promedio en la emisión de deuda, por región**  
**en desarrollo y sector, 2000-2014**  
*(En porcentajes)*

	2000	2005	2010	2012	2014
<b>América Latina y el Caribe</b>					
Banca	6,2	5,4	10,2	14,8	14,3
Otras corporaciones financieras	6,2	13,5	18,8	19,7	20,9
Corporaciones no financieras	15,2	12,6	21,6	26,5	30,0
Gobierno	72,4	68,6	49,4	39,0	34,8
<b>África y Oriente Medio</b>					
Banca	3,2	13,9	11,9	15,2	19,3
Otras corporaciones financieras	19,7	33,1	37,8	36,5	34,6
Corporaciones no financieras	32,0	22,6	24,7	24,1	21,4
Gobierno	45,1	30,4	25,5	24,2	24,7
<b>Países en desarrollo de Europa</b>					
Banca	2,0	9,5	19,5	25,5	28,6
Otras corporaciones financieras	15,5	17,6	20,4	16,3	14,7
Corporaciones no financieras	0,8	6,2	9,6	10,1	11,4
Gobierno	81,7	66,7	50,6	48,1	45,2
<b>Asia y el Pacífico</b>					
Banca	25,9	25,8	30,6	32,3	35,0
Otras corporaciones financieras	21,2	24,9	30,9	31,8	35,2
Corporaciones no financieras	33,6	30,0	22,4	20,9	18,6
Gobierno	19,3	19,2	16,0	15,0	11,3

**Fuente:** Elaboración propia sobre la base de Banco de Pagos Internacionales (BPI), "Debt securities statistics", Basilea, 2016 [en línea] [http://www.bis.org/statistics/secstats\\_to1509.htm](http://www.bis.org/statistics/secstats_to1509.htm).

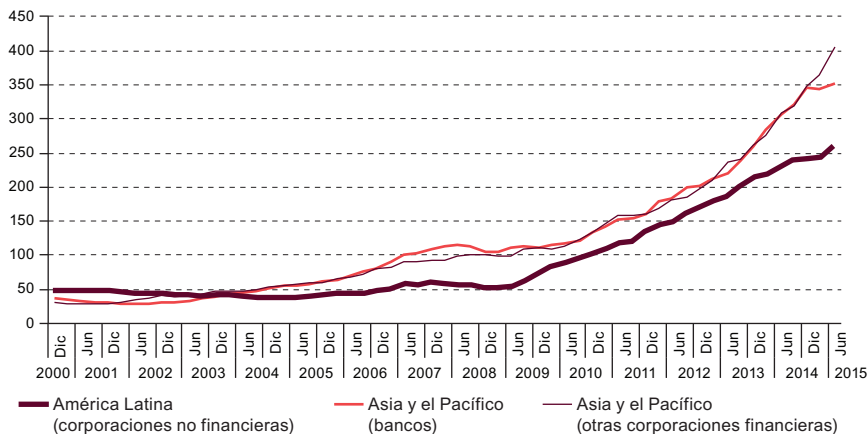
Las diferencias más notorias entre regiones se presentan al analizar la evolución del sector corporativo no financiero. Entre 2000 y 2014 su participación en el acervo total de emisiones de deuda internacional aumentó para América Latina y los países en desarrollo de Europa, mientras que disminuyó para África y Oriente Medio y Asia y el Pacífico (15,2% y 30%; 0,8% y 11,4%; 32% y 21,4%; 33,6% y 18,6%, respectivamente). Además, la evidencia señala que para América Latina y el Caribe, el sector corporativo no financiero se ha convertido en el emisor de valores más importante después del gobierno (30% y 34,8%, respectivamente).

En los casos de los sectores cuya deuda experimentó el mayor aumento, como el sector financiero (para Asia) y el sector no corporativo financiero (para América Latina y el Caribe), las emisiones de deuda correspondientes son en su gran mayoría de alto rendimiento y grado de inversión, lo que refleja, por el lado de la demanda, el creciente apetito por el riesgo y la búsqueda de rendimiento de los inversores internacionales (Tendulkar y Hancock, 2014). Como ya se señaló, este apetito de riesgo fue impulsado, en gran medida, por la política de flexibilización cuantitativa.

Por el lado de la oferta, los altos precios de las materias primas que prevalecieron entre 2002 y 2011 y los tipos de cambio favorables fueron determinantes clave del aumento de la deuda externa del sector corporativo no financiero en el caso de América Latina. En el caso de Asia, el hecho de que los bancos no experimentaron la fuerte caída de la rentabilidad registrada en los casos de los Estados Unidos y Europa tras la crisis financiera mundial (véase el cuadro IV.4) puede haber contribuido al endeudamiento de dicho sector.

Esto se refleja en el hecho de que para el sector financiero (bancos y otras corporaciones financieras en el caso de Asia, que es la región cuyo acervo de títulos de deuda de este sector aumentó más) y para el sector corporativo no financiero (en el caso de América Latina y el Caribe), el acervo de emisiones de deuda se expandió a un ritmo mucho mayor tras la aplicación de la política de flexibilización cuantitativa. Entre 2000 y 2008 y entre 2009 y 2014 el acervo de deuda internacional para estos dos sectores y para ambas regiones sumó 84.000, 72.000 y 8.000 millones de dólares, y 247.000, 306.000 y 209.000 millones de dólares (véase el gráfico IV.10).

**Gráfico IV.10**  
**Asia y el Pacífico y América Latina y el Caribe: acervo de emisiones internacionales de deuda, diciembre de 2000 a junio de 2015**  
*(En miles de millones de dólares)*



**Fuente:** Elaboración propia sobre la base de Banco de Pagos Internacionales (BPI), “Global liquidity indicators”, Basilea, 2016 [base de datos en línea] <http://stats.bis.org/statx/toc/GLI.html>.

## E. Los cambios en el contexto financiero mundial y el potencial de inestabilidad financiera

La respuesta de política monetaria ante la crisis financiera mundial en combinación con su impacto en los bancos globales ha tenido cuatro consecuencias importantes que pueden contribuir a generar mayor inestabilidad financiera.

En primer lugar, el proceso de desapalancamiento de los bancos mundiales y otras instituciones financieras internacionales estuvo acompañado por una marcada disminución de sus niveles de rentabilidad. En el cuadro IV.4 se observa la mediana de la tasa de rendimiento de los activos y la rentabilidad sobre el patrimonio para una muestra representativa de bancos de América Latina, los Estados Unidos, Europa y Asia, clasificados por volumen de activos para los períodos 2000-2007 y 2010-2015.

Como demuestran claramente los datos, los bancos de los Estados Unidos y Europa revelan una disminución sistemática de su rentabilidad para todos los niveles de activos considerados entre ambos períodos. En promedio, entre 2000-2007 y 2010-2015, el rendimiento de los activos disminuyó para los bancos de los Estados Unidos de 1,2 a 0,8 y la rentabilidad sobre el patrimonio cayó de 15,5 a 7,7 (que representa aproximadamente un descenso del 50%). Para Europa, el rendimiento de los activos se redujo, en promedio, de 0,6 a 0,2 y la rentabilidad sobre el patrimonio disminuyó de 14,4 a 4,9 (que representa aproximadamente un descenso del 66%).

Además, en el caso de los Estados Unidos el mayor descenso de la rentabilidad y más concretamente la rentabilidad sobre el patrimonio se produjo en el segmento de los bancos con los niveles de activos más grandes (más de 1 billón de dólares en activos y aquellos cuyo volumen de activos se sitúa entre 100.000 millones y 1 billón de dólares). Para Europa la disminución más grande en la rentabilidad sobre el patrimonio también se produce para los bancos con el volumen de activos más grande (por encima de 1 billón de dólares).

Esta situación ha llevado a los bancos y en especial los bancos más grandes (es decir, los bancos globales) a buscar estrategias alternativas para aumentar sus niveles de rentabilidad. Según la evidencia disponible y limitada, los bancos y, más precisamente los bancos globales, han cambiado su estrategia de negocio. Actualmente los bancos globales han reducido el número de países en los que operan, su número de oficinas y sucursales y la variedad de productos financieros que ofrecen. También han decidido concentrar sus negocios en los segmentos de mayores ingresos de la población.

Pero al mismo tiempo algunas de estas instituciones han aumentado sus tenencias de instrumentos financieros con mayor riesgo como los derivados, que fueron fundamentales para generar la fragilidad financiera que sentó las bases para la crisis financiera mundial (2008-2009).

Según datos proporcionados en los informes trimestrales de actividades de derivados por parte de los bancos de los Estados Unidos, el acervo de derivados se concentra en unos pocos bancos globales. Los seis primeros bancos más importantes concentran aproximadamente el 95% del valor notional de los contratos de derivados<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Estos incluyen a J.P. Morgan, Citibank, Goldman Sachs, Bank of America, Wells Fargo y HSBC.

**Cuadro IV.4**  
**América Latina, Europa y Asia: medianas de las tasas de retorno sobre los activos, el patrimonio y el apalancamiento de los bancos, clasificados por activos totales para el año 2015**

	América Latina <sup>c</sup>			Estados Unidos <sup>d</sup>			
	Más de 100.000 millones de dólares	Entre 20.000 y 100.000 millones de dólares	Menos de 20.000 millones de dólares	Más de un billón de dólares	Entre 100.000 millones y un billón de dólares	Entre 25.000 y 100.000 millones de dólares	Menos de 25.000 millones de dólares
2000-2007 <sup>a</sup>	Rendimiento de los activos: 1,9	1,3	1,6	1,0	1,2	1,3	1,2
	Rentabilidad sobre el patrimonio: 25,4	19,4	14,0	16,7	16,1	13,9	13,2
2010-2015	Rendimiento de los activos: 1,5	1,8	1,7	0,5	0,8	0,8	1,0
	Rentabilidad sobre el patrimonio: 17,3	19,6	14,9	6,8	8,5	7,2	8,2
	Europa <sup>e</sup>			Asia <sup>f</sup>			
2000-2007 <sup>a</sup>	Más de un billón de dólares: 0,7	Entre 300.000 millones y un billón de dólares: 0,6	Menos de 300.000 millones de dólares: 0,5	Más de un billón de dólares: 0,6	Entre 300.000 millones y un billón de dólares: 0,9	Entre 100.000 y 300.000 millones de dólares: 1,1	Menos de 100.000 millones de dólares: 0,9
	Rentabilidad sobre el patrimonio: 16,3	13,7	13,2	13,7	17,1	14,4	12,5
2010-2015	Rendimiento de los activos: 0,2	0,3	0,2	1,1	1,0	0,9	0,7
	Rentabilidad sobre el patrimonio: 4,7	5,7	4,2	17,1	14,9	11,6	9,0

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de Banco de Pagos Internacionales (BPI), 2017.

- <sup>a</sup> 2006-2007 para América Latina los bancos con activos totales por 100 billones de dólares.  
<sup>b</sup> 2004-2007 para bancos asiáticos con activos totales superiores a 1 billón de dólares, y para 2003-2007 para bancos asiáticos con activos por debajo de 1 billón de dólares.  
<sup>c</sup> Número de bancos con activos totales por 100.000 millones de dólares: 5; número de bancos con activos totales entre 20.000 y 100.000 millones de dólares:12; número de bancos con activos totales por debajo de 20.000 millones:23.  
<sup>d</sup> Número de bancos con activos totales por encima de 1 billón de dólares:7; número de bancos con activos totales entre 100.000 millones y 1 billón de dólares: 12; número de bancos con activos totales entre 20.000 millones y 100.000 millones:15; número de bancos con activos totales por debajo de 20.000 millones:24.  
<sup>e</sup> Número de bancos con activos totales superiores a 1 billón de dólares: 9; número de bancos con activos totales entre 300.000 millones de dólares:24.  
<sup>f</sup> Número de bancos con activos totales por encima de 1 billón de dólares:8; número de bancos con activos totales entre 300.000 millones y 1 billón de dólares: 13; número de bancos con activos totales entre 100.000 y 300.000 millones:16; número de bancos con activos totales menores a 100.000 millones:39.

Una comparación entre los años 2008 y 2015 indica que la mayoría de los bancos incluidos en la muestra aumentaron el volumen de contratos derivados noccionales. En 2008 y 2015, 21 bancos informan sobre el volumen de contratos derivados noccionales de los que son titulares. Entre ellos, 14 bancos, incluidos los más importantes, como Citibank, Wells Fargo, Goldman Sachs, HSBC y Morgan Stanley, aumentaron su acervo de derivados entre 2008 y 2015 (de 32 a 42, de 32 a 41, de 1,4 a 5,7 y de 1,4 a 4,1 billones de dólares, y de 36.000 millones a 32,1 billones de dólares) (Oficina del Director del Departamento de Divisas, 2016).

En segundo lugar, la mayor dependencia de los bancos globales de instrumentos como los derivados y de instituciones como la banca de inversión y corporativa ha fortalecido su grado de interconectividad. Siguiendo la metodología de Shin (2010), se obtuvo una estimación del grado de interconectividad para una muestra de bancos seleccionados de los Estados Unidos y Europa. El indicador muestra el porcentaje de financiamiento que los bancos obtienen del propio sistema financiero. Según los cálculos, el porcentaje de financiamiento que los 20 bancos más grandes (en términos de activos) obtuvieron del propio sistema financiero antes de la crisis mundial fue un 62% y esta cifra aumentó a aproximadamente el 70% en la raíz de la crisis. Un resultado similar se obtiene para los 15 mayores bancos europeos (el financiamiento intrabancario representó el 63% y el 68% del total).

En tercer lugar, la creciente importancia del mercado de bonos ha estado acompañada por un aumento de la deuda externa de las economías en desarrollo y en particular de Asia y América Latina. Según datos disponibles para Asia y América Latina, entre 2008 y 2014 su acervo de títulos de deuda aumentó de 342.000 millones de dólares a 1 billón de dólares y de 355.000 millones de dólares a 800.000 millones de dólares, respectivamente (BPI, 2016b).

Como ya se mencionó, a nivel de sector, la deuda afecta en particular al sector financiero en el caso de Asia y al sector corporativo no financiero en el caso de América Latina. En esta última región, el sector corporativo no financiero enfrenta grandes dificultades como resultado de los recientes fuertes descensos de los precios de las materias primas, que siguen siendo bajos en comparación con los niveles prevalecientes antes de la crisis financiera mundial, y también debido a la depreciación de las monedas locales.

En un contexto de mayor endeudamiento, las caídas de los precios de las materias primas afectan a empresas especializadas en estos productos por el aumento de sus costos de financiación y la reducción de la capacidad para cumplir con sus obligaciones. La situación se agrava aún más si las obligaciones contraídas tienen como garantía las materias primas producidas y exportadas. Los mayores gastos y los menores ingresos reducen la rentabilidad y, al combinarse con el deterioro de los activos, pueden aumentar el riesgo de impago. Si la respuesta a esta situación implica recortes en la producción

e inversión en sectores con grandes ramificaciones en el resto del aparato productivo, puede haber consecuencias macroeconómicas negativas.

Al igual que los cambios de precios de las materias primas, la depreciación de las monedas locales puede afectar la situación financiera de las empresas. La depreciación no solo eleva los costos del servicio de deuda y por consiguiente los egresos, sino que también incrementa los pasivos al aumentar el valor de la moneda local de deuda. Si además la garantía de la deuda se denomina en moneda local, este activo también perderá valor debido a la depreciación. Esto puede dar lugar a un descalce que lleve a una empresa a comprar divisas para equilibrar sus cuentas. Dependiendo de su tamaño e importancia en el mercado y el número de empresas que se comportan de esta manera, las compras de divisas pueden crear más presión para la devaluación del tipo de cambio nominal, lo que puede provocar un aumento de la deuda externa de las empresas que operan en el sector de bienes no transables.

En cuarto lugar, la importancia del mercado internacional de bonos ha añadido una capa adicional a la complejidad del sistema financiero en términos de instituciones, el comportamiento y el mecanismo de transición de las finanzas a la economía real. Esto se relaciona con la naturaleza de la industria financiera y la actividad que sostiene el mercado de bonos, esto es la industria de gestión de activos.

Como su nombre lo indica, la gestión de activos es una actividad de agencia que consiste en la administración de activos en nombre de inversores finales institucionales o minoristas. Esto contrasta con los bancos comerciales, que asumen el rol de principal en sus transacciones con sus clientes. Además, en la industria de gestión de riesgo son los clientes y no los administradores de fondos quienes cargan con las pérdidas y las ganancias. En cambio, en el caso de los bancos, estos aceptan depósitos con un pasivo de redención a un valor par (OFR, 2013).

La industria y las actividades de gestión de activos están cada vez más relacionadas con las del resto del sistema financiero. Como señala la Oficina de Investigación Financiera de los Estados Unidos (OFR, 2013, pág. 1), algunos tipos de actividades de gestión de activos son similares a las proporcionadas por los bancos y otras empresas financieras no bancarias y se insertan de manera creciente en todo el sistema financiero en una variedad de maneras. Por ejemplo, los administradores de activos pueden crear fondos que pueden ser sustitutos cercanos de los pasivos monetarios creados por los bancos; se dedican a diversas formas de transformación de la liquidez y proporcionan liquidez a los clientes y a los mercados financieros.

Los instrumentos de inversión de esta industria incluyen fondos mutuos, fondos cotizados, fondos del mercado monetario, fondos de capital de riesgo y sus sociedades gestoras (FMI, 2015). Los activos de esta industria

se estiman aproximadamente en más de 90 billones de dólares, que superan el PIB (aproximadamente 78 billones de dólares) mundial y representan más del 30% del total de los activos globales.

La industria de gestión de activos plantea una serie de riesgos importantes para la estabilidad financiera. Estos pueden clasificarse en tres grandes áreas: concentración e interconexión, iliquidez y prociclicidad.

La industria de gestión de activos tiene un nivel de concentración tan elevado como la de los bancos globales. Según datos disponibles para 2012, las 10 empresas más importantes gestionan aproximadamente 20 billones de dólares en activos. En comparación, para el mismo año, los activos de los 10 principales bancos mundiales se estiman en 25 billones de dólares (Haldane, 2014). No obstante, cabe señalar que la industria de gestión de activos no está desconectada de la industria bancaria mundial. De hecho algunos de los principales bancos globales son también las principales empresas en la industria de gestión de activos<sup>11</sup>.

El riesgo de iliquidez se refleja en el crecimiento de inversiones alternativas en contraposición a las más tradicionales en los activos de las empresas de gestión de activos. Estas inversiones alternativas incluyen los fondos de cobertura, bienes raíces e infraestructura, pero también fondos de materias primas, que son importantes para las economías en desarrollo, incluidas las de América Latina. Las inversiones alternativas representan 3,2 billones de dólares en 2005 y 7,2 billones en 2013 (un 8% y un 12% de los activos globales bajo gestión). Cabe señalar además que las inversiones alternativas representan el 25% de los ingresos de la industria de gestión de activos y se espera que en 2020 este porcentaje se eleve al 40% del total (Baghai, Ezran y Hwek, 2015).

Igualmente los fondos mutuos especializados (incluidos bonos de alto rendimiento y fondos de los mercados emergentes) han experimentado un crecimiento significativo desde 2008 (un 40% anual, que supera el experimentado por la industria global de fondos mutuos) (Haldane, 2014). La creciente importancia de inversiones alternativas en los activos totales y como generador de ingresos refleja, en parte, un mayor apetito por el riesgo y por la búsqueda de rendimiento.

La prociclicidad ocurre a nivel de inversores y de administrador de fondos. Los inversores tienden a depender de estrategias de evaluación (como la evaluación y categorización del retorno relativo y el monitoreo de índices) para asegurar que los administradores de los fondos de activos actúen en el interés del inversor (Rajan, 2005). También los sueldos de los

---

<sup>11</sup> Las principales empresas en la industria de gestión de activos incluyen a BlackRock, Alliance Trust, Vanguard, State Street Corporation, Fidelity Investments, AXA, J.P. Morgan, Bank of New York Mellon, BNP Paribas y Deutsche Bank. J.P. Morgan, Bank of New York Mellon, BNP Paribas y Deutsche Bank son también unos de los bancos globales más importantes.



gerentes de los fondos pueden vincularse con la evaluación del retorno relativo y el monitoreo del rendimiento (FMI, 2015). Estos son incentivos que acentúan la prociclicidad. De hecho, pueden conducir a la toma de excesivo riesgo, a reajustar la composición de las carteras de los inversores según el rendimiento relativo de un fondo determinado y a que los administradores de carteras imiten el comportamiento de sus homólogos<sup>12</sup>. Los derechos de redención sin restricciones o incluso con redención restringida constituyen una fuente adicional de prociclicidad.

## F. Conclusión

La política de flexibilización cuantitativa es de inspiración monetarista. Ben Bernanke, siguiendo a Milton Friedman, que era su profesor, estaba convencido de que la gran depresión de la década de 1930 había sido causada por fuerzas monetarias. Más específicamente, se aferró a la visión monetarista de que el factor clave que convirtió la recesión de la década de 1930 en una depresión fue una fuerte contracción de la base monetaria. En consecuencia, con el fin de evitar una repetición del mismo evento en 2008 tras el colapso de Lehman Brothers e impulsar la demanda agregada y el crecimiento, la Reserva Federal expandió la base monetaria y relajó los términos en los cuales otorgaba crédito al sistema financiero.

En contraposición con este punto de vista, este trabajo argumenta que la política de flexibilización cuantitativa no tuvo un impacto directo en la liquidez global ya que el aumento del acervo de reservas no se tradujo en un aumento del volumen de préstamos. La evidencia estadística indica que la política de flexibilización cuantitativa reforzó la disociación entre la base y la oferta monetarias y entre los depósitos y los préstamos. Esto es consistente con la visión del dinero endógeno, que sostiene que las reservas no juegan ningún papel causal en la determinación de los préstamos bancarios ya que estos vienen determinados por la demanda.

Sin embargo, al alterar la rentabilidad relativa de invertir en distintos activos, la política de flexibilización cuantitativa tuvo un efecto positivo sobre el desempeño del mercado internacional de bonos. Dadas las condiciones favorables en las economías en desarrollo, la creciente importancia del mercado de bonos contribuyó a la expansión de la deuda del sector financiero y el sector corporativo no financiero. Al mismo tiempo, reforzó el papel de la industria de gestión de activos en los mercados financieros. Debido a su concentración e interconexión, iliquidez y prociclicidad, la industria de gestión de activos plantea riesgos importantes para la estabilidad financiera. También presenta un reto importante para la regulación financiera.

---

<sup>12</sup> Según estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI, 2015, pág. 108), en los Estados Unidos el 70% de la varianza de los flujos de fondos invertidos en activos es atribuible a las decisiones de los administradores de gestión y solo el 30% restante es atribuible a los inversores finales.

## Bibliografía

- Baghai, P., O. Erzan y J. H. Kwek (2015), "The \$64 trillion question: convergence in asset management", Nueva York, McKinsey & Company, febrero [en línea] <http://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/the-64-trillion-question>.
- Banco de la Reserva Federal de St. Louis (2017), Federal Reserve Economic Data (FRED), St. Louis [base de datos en línea] <https://fred.stlouisfed.org/>.
- Beckworth, D. y J. Hendrickson (2010), "The portfolio balance channel of monetary policy: evidence from the U.S. financial accounts", Bowling Green, Western Kentucky University (WKU) [en línea] <http://people.wku.edu/david.beckworth/portfolio.pdf>.
- Bernanke, B. (2013), *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, Princeton, Princeton University Press.
- \_\_\_\_\_(2002), "On Milton Friedman's ninetieth birthday", ponencia realizada en la Conferencia en honor a Milton Friedman, Chicago, Universidad de Chicago, 8 de noviembre [en línea] <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021108/>.
- Borio, C. (2012), "The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?", *BIS Working Paper*, N° 395, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), diciembre [en línea] <http://www.bis.org/publ/work395.htm>.
- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (2016a), "Global liquidity indicators", Basilea [base de datos en línea] <http://stats.bis.org/statx/toc/GLL.html>.
- \_\_\_\_\_(2016b), "Debt securities statistics", Basilea [en línea] [http://www.bis.org/statistics/secstats\\_to1509.htm](http://www.bis.org/statistics/secstats_to1509.htm).
- Caballero, J., A. Fernández y J. Park (2016), "On corporate borrowing, credit spreads and economic activity in emerging economies: an empirical investigation", *IDB Working Paper series*, N° IDB-WP-719, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID), agosto [en línea] <https://publications.iadb.org/bitstream/handle/11319/7793/On-Corporate-Borrowing-Credit-Spreads-and-Economic-Activity-in-Emerging-Economies-An-Empirical-Investigation.pdf>.
- Caruana, J. (2016), "Credit, commodities and currencies", ponencia realizada en la London School of Economics and Political Science (LSE), Londres, 5 de febrero [en línea] <http://www.bis.org/speeches/sp160205.htm>.
- \_\_\_\_\_(2014), "Global liquidity: where it stands, and why it matters", *IMFS Distinguished Lecture series*, Frankfurt, Universidad Goethe, 5 de marzo [en línea] <http://www.bis.org/speeches/sp140305.pdf>.
- Chen, J., T. Mancini y R. Sahay (2014), "Spillovers from United States monetary policy on emerging markets: different this time?", *IMF Working Paper*, N° WP/14/240, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), diciembre.
- Choulet, C. (2015), "QE and bank balance sheets: the American experience", *Conjoncture*, París, Banco BNP Paribas, julio-agosto.
- Chung, K. y otros (2014), "Global liquidity through the lens of monetary aggregates", *IMF Working Paper*, N° WP/14/9, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), enero.
- D'Amico, S. y otros (2012), "The Federal Reserve's large-scale asset purchase programmes: rationale and effects", *The Economic Journal*, vol. 122, N° 564, Hoboken, John Wiley & Sons, noviembre.

- Doh, T. (2010), "The efficacy of large-scale asset purchases at the zero lower bound", *Economic Review*, vol. 95, N° 2, Kansas City, Banco de la Reserva Federal de Kansas City.
- Domanski, D., R. Moessner y W. Nelson (2014), "Central banks as lender of last resort: experiences during the 2007-2010 crisis and lessons for the future", *Finance and Economics Discussion series*, Washington, D.C., Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, mayo.
- Gagnon, J. y otros (2010), "Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: did they work?", *Staff Report*, N° 441, Nueva York, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, marzo.
- Haldane, A. (2014), "The age of asset management?", ponencia realizada en la London Business School, Londres, 4 de abril [en línea] <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2014/speech723.pdf>.
- Hannoun, H. (2014), "The global financial cycle and how to tame it", ponencia realizada en el Simposio Internacional "Central banking: the way forward?", París, Banco de Francia, 7 de noviembre [en línea] <http://www.bis.org/speeches/sp141107.pdf>.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2015), "The asset management industry and financial stability", *Financial Stability Report, April 2015: Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks*, Washington, D.C., abril.
- Junta de Gobernadores de la Reserva Federal (2016), "Financial accounts of the United States. Flow of funds, balance sheets and integrated macroeconomic accounts. Historical annual tables 2005-2015", Washington, D.C., junio [en línea] <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a2005-2015.pdf>.
- Kohn, D. (2009), "Monetary policy research and the financial crisis: strengths and shortcomings", ponencia realizada en la Federal Reserve Conference on Key Developments in Monetary Policy, Washington, D.C., Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, 9 de octubre [en línea] <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20091009a.htm>.
- Lavoie, M. (2014), *Post Keynesian Economics: New Foundations*, Northampton, Edward Elgar Publishing.
- \_\_\_\_\_(2006), *Introduction to Post-Keynesian Economics*, Basingstoke, Palgrave Macmillan.
- Lavoie, M. y M. Seccareccia (2016), "Money and banking", *An Introduction to Macroeconomics. A Heterodox Approach to Economic Analysis*, L. P. Rochon y S. Rossi (eds.), Northampton, Edward Elgar Publishing.
- McKinsey Global Institute (2013), "QE and ultra-low interest rates: distributional effects and risks", *Discussion Paper*, Nueva York, noviembre.
- Mehrling, P. (2000), "Modern money: fiat or credit?", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 22, N° 3, Routledge, Taylor & Francis.
- Moore, B. (1988), *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Nelson, E. (2011), "Friedman's monetary economics in practice", *Finance and Economics Discussion series*, Washington, D.C., Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, abril.
- Nuveen Investments (2016), "Fixed income perspective: global bonds", Chicago, mayo [en línea] [http://themcgowangroup.com/wp-content/uploads/05-2016\\_NAM\\_WP\\_Global-Bond\\_FINAL.pdf](http://themcgowangroup.com/wp-content/uploads/05-2016_NAM_WP_Global-Bond_FINAL.pdf).

- Oficina del Director del Departamento de Divisas (2016), "Quarterly report on bank derivatives activities", Washington, D.C. [en línea] <https://www.occ.gov/topics/capital-markets/financial-markets/derivatives/derivatives-quarterly-report.html>.
- OFR (Oficina de Investigación Financiera) (2013), "Asset management and financial stability", Washington, D.C., septiembre [en línea] [https://www.financialresearch.gov/reports/files/ofr\\_asset\\_management\\_and\\_financial\\_stability.pdf](https://www.financialresearch.gov/reports/files/ofr_asset_management_and_financial_stability.pdf).
- Onaran, Y. (2016), "Citigroup, HSBC Jettison customers as era of global empires ends", Nueva York, Bloomberg, julio [en línea] <https://www.bloomberg.com/graphics/2016-global-banks/>.
- Palley, T. (2002), "Endogenous money: what it is and why it matters", *Metroeconomica*, vol. 53, N° 2, Hoboken, John Wiley & Sons, mayo [en línea] [http://www.thomaspalley.com/docs/articles/macro\\_theory/endogenous\\_money.pdf](http://www.thomaspalley.com/docs/articles/macro_theory/endogenous_money.pdf).
- Rajan, R. (2005), "Has financial development made the world riskier?", *NBER Working Paper*, N° 11728, Cambridge, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER), noviembre.
- Shin, H.S. (2016), "Global liquidity and procyclicality", ponencia realizada en la Conferencia "The state of economics, the state of the world", Washington, D.C., Banco Mundial, 8 de junio.
- \_\_\_\_\_(2010), "Financial intermediation and the post-crisis financial system", *BIS Working Papers*, N° 304, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), marzo.
- Song, Z. y H. Zhu (2014), "QE auctions of treasury bonds", *Finance and Economics Discussion series*, Washington, D.C., Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, junio.
- Standard and Poor's Financial Services (2013), "Repeat after me: banks cannot and do not 'lend out' reserves", *Ratings Direct*, Nueva York, 13 de agosto [en línea] [https://www.kreditopferhilfe.net/docs/S\\_and\\_P\\_Repeat\\_After\\_Me\\_8\\_14\\_13.pdf](https://www.kreditopferhilfe.net/docs/S_and_P_Repeat_After_Me_8_14_13.pdf).
- Tendulkar, R. y G. Hancock (2014), "Corporate bond markets: a global perspective. Volume 1", *Staff Working Paper of the IOSCO Research Department*, Madrid, Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), febrero.
- Wray, L. (2013), "The lender of last resort: a critical analysis of the federal reserve's unprecedented intervention after 2007", *Research Project Report*, Annandale-on-Hudson, Levy Economics Institute of Bard College, abril.

## Capítulo V

# **Las finanzas, el comercio y la distribución del ingreso en las cadenas globales de valor: implicancias para las economías en desarrollo y América Latina<sup>1</sup>**

*Carlos Aguiar de Medeiros<sup>2</sup>  
Nicholas Trebat<sup>3</sup>*

### **Introducción**

En las últimas dos décadas, las cadenas globales de valor lideradas por las empresas transnacionales han dado una nueva forma a la división mundial del trabajo. El surgimiento de estas redes de producción vertical fue posible gracias al extraordinario avance de las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC) y a la gran liberalización económica en los países en desarrollo. Estas cadenas tienen amplia presencia tanto en la manufactura de baja tecnología (productos textiles, vestimenta y otros) como en industrias más avanzadas (automóviles, productos electrónicos, máquinas y demás).

Esta división jerárquica del trabajo plantea una ardua competencia en las etapas de menor valor agregado de la producción, donde entre los trabajadores y proveedores que trabajan en las zonas procesadoras para la

---

<sup>1</sup> Los autores agradecen el apoyo financiero del *Conselho Nacional de Pesquisa* (CNPq).

<sup>2</sup> Profesor adjunto, Instituto de Economía de la Universidad Federal de Río de Janeiro (IE-UFRJ).

<sup>3</sup> Profesor auxiliar, Instituto de Economía de la Universidad Federal de Río de Janeiro (IE-UFRJ).

exportación en los países en desarrollo se imponen los magros salarios y los márgenes de beneficios bajos. En la parte superior de la jerarquía prevalece otro tipo de competencia, centrada en la capacidad de supervisar y controlar los derechos de propiedad intelectual relacionados con la innovación, las finanzas y la comercialización.

Desde 1980, el cumplimiento de los derechos de propiedad intelectual, la privatización y la desregulación financiera han sido tres características clave de la economía mundial que estimularon la centralización de capitales y ampliaron los beneficios económicos de los que se apropian los grupos financieros, los directores generales y los titulares de patentes y derechos de propiedad intelectual. Estas características estaban muy relacionadas entre sí, ya que la expansión de las redes mundiales de producción después de 1990, comandada por grandes multinacionales del núcleo capitalista avanzado, requería un entorno regulatorio más débil con respecto al comercio, las inversiones y las finanzas, y un entorno regulatorio más fuerte con respecto a la protección de los beneficios extraordinarios.

Este artículo se divide en seis secciones, además de esta Introducción. En la sección A se analizan distintos conceptos de renta en economía política clásica, que se utilizan para examinar dos fuentes clave de renta en las cadenas globales de valor modernas: las finanzas y los derechos de propiedad intelectual. En la sección B se examina el desarrollo de las redes de producción modernas y se plantea que el aumento de la tercerización y la deslocalización, junto con el fortalecimiento de los sistemas de derechos de propiedad intelectual en todo el mundo, incrementó la captación de rentas de las principales empresas de las cadenas globales de valor. En la sección C se argumenta que gracias a las medidas adoptadas para la internacionalización de los derechos de propiedad desde 1990, que se suman a la falta de políticas industriales y estrategias nacionales de innovación en la mayoría de los países en desarrollo, se ha logrado transferir ingresos y rentas a las principales empresas de las cadenas globales de valor. En las secciones D y E se analiza el papel de los países en desarrollo —en especial los de América Latina— en las redes mundiales de producción y se plantea que las ganancias derivadas del comercio mundial aún están muy orientadas hacia los países ricos. Por último, en la sección F se presentan las conclusiones.

## **A. Fuentes de renta: las antiguas y las nuevas**

Según la economía política clásica, la renta económica, entendida como la porción del excedente de la que se apropian los dueños de la tierra, se obtiene a partir de dos procesos distintos. El primero, analizado por Smith y Marx, proviene del poder de los terratenientes de cobrar a los productores por el uso de su tierra, lo que se traduce en precios que exceden los costos

de producción (incluida la tasa de beneficio normal). El segundo proceso, analizado por los mencionados autores y por Ricardo, ocurre cuando se utilizan de manera simultánea dos técnicas de producción distintas (o tierras con distintos niveles de productividad), pero el precio normal está regido por la técnica inferior (la tierra menos fértil). Ambas formas de renta surgen a partir de un precio de mercado que excede el costo de producción, pero están formadas por principios distintos. Solo el primer tipo de renta —la denominada “renta absoluta”— es una fuente de precios independiente; una especie de precio monopolístico. A diferencia de Ricardo, para quien la tierra no utilizada era un recurso no escaso, para Smith y Marx, la renta absoluta deriva del control de la propiedad. El precio monopolístico surge cuando la escasez —ya sea natural o creada mediante prácticas de exclusión— da a los propietarios el poder de fijar un precio por encima del costo de producción.

La búsqueda de la renta absoluta es una estrategia privada mediante la cual las empresas sacan provecho de una posición de privilegio en el mercado para obtener una renta. En la literatura neoclásica, esa conducta se considera una respuesta racional a la intervención generalizada del Estado, pero, como ya hace mucho tiempo señalaron autores como Veblen, para las empresas modernas es un procedimiento habitual. A diferencia de Schumpeter, que pensaba que los beneficios extra de los innovadores se diluían rápidamente mediante las fuerzas de la competencia, Veblen veía en el control de la innovación, mediante patentes y otras prácticas de exclusión, a la principal fuente de beneficios corporativos.

La distribución del excedente para beneficio de accionistas, financistas, monopolistas y rentistas es una de las principales características del capitalismo moderno. Para Marx y Veblen, el beneficio, al igual que la renta, es un ingreso no ganado, del que se apropian los dueños del capital. Para estos autores, no obstante, el beneficio está sujeto a los “riesgos y problemas” de la inversión productiva y es el principal mecanismo para la creación y apropiación de la riqueza. Las rentas, a las que acceden los propietarios de determinados tipos de activos —tierra, tecnología, finanzas, pagos de directores generales—, no tienen una finalidad productiva o industrial directa, ni están sujetas a las mismas leyes de competencia; solo existen porque los propietarios tienen el poder de cobrar un precio por encima del costo de producción. Esta extracción del excedente puede ser una carga para la tasa de beneficio normal del capital industrial o para el salario que se paga a la mano de obra no calificada (este último es el escenario más probable desde los años ochenta).

Las finanzas y los derechos de propiedad intelectual son dos fuentes de rentas asociadas a los servicios y especialmente relevantes para la división mundial del trabajo a través de las cadenas globales de valor. Estas fuentes no surgieron para satisfacer las necesidades productivas ni para estimular el crecimiento, sino para ampliar el valor del que se apropian las empresas

transnacionales en una época de crecimiento económico más lento. Gracias a ciertas actividades especulativas financiadas por el crédito han surgido nuevos productos financieros. En lugar de estimular la inversión productiva, estas actividades aumentaron la rentabilidad de los bancos y el capital financiero. La extensión de los derechos de propiedad a actividades intelectuales, de manufactura y servicios no es una necesidad requerida por la innovación, sino un recurso institucional para aumentar las rentas monopólicas.

Pagano y Rossi (2011) analizan la “paradoja de los derechos de propiedad” en la economía del conocimiento. A diferencia del capital físico, las ideas y el conocimiento son bienes no rivales, por lo que pueden reproducirse sin ningún costo adicional. Gracias a esta posibilidad, y a las innovaciones complementarias que conlleva la reproducción del conocimiento, generan cada vez más rendimientos de escala a través de la difusión. Pese a esta característica, la exclusión mediante los derechos de propiedad intelectual aún es posible. La capacidad de una empresa para monopolizar el uso de estos bienes de capital no incorporados mediante derechos de propiedad intelectual es proporcional a los recursos con que cuenta para defender su derecho de exclusividad o cobrar por el uso de su propiedad. Aquí se vuelve especialmente evidente la paradoja de los derechos de propiedad de la economía del conocimiento moderna: la naturaleza no rival del conocimiento, que en principio podría favorecer a las pequeñas empresas e incluso a las empresas autogestionadas, produce economías de tamaño artificiales y dificulta tanto la adquisición y defensa de los derechos de propiedad que solo las grandes empresas pueden hacerle frente sin problemas (Pagano y Rossi 2011, pág. 288).

Los obstáculos para el libre acceso a los recursos, los mercados o las tecnologías creadas por derechos de propiedad exclusiva generan escasez y rentas para los propietarios de estos activos protegidos. Esto incluye no solo las formas tradicionales de rentas, como la tierra, sino también la infraestructura y los servicios de alta tecnología en informática, *software* y finanzas. Las rentas financieras y de derechos de propiedad intelectual facilitaron la centralización del capital en la economía moderna y transfirieron el poder de quienes controlan la producción a quienes controlan los activos que producen renta.

## **B. La globalización y el control empresarial de las rentas económicas**

Como afirman Hopkins y Wallerstein (1986) en su análisis pionero de las “cadenas globales de productos básicos”, las redes mundiales de producción son tan antiguas como el propio capitalismo. Sin embargo, las que surgieron después de los años ochenta tienen varias características que las distinguen.



En primer lugar, se caracterizan por una división del trabajo más estricta que nunca. Además, las empresas modernas que hoy operan en red tienen una mayor captación de renta en comparación con la era de la posguerra y un mayor control de las filiales y los proveedores extranjeros. Las empresas transnacionales modernas ejercen un gran poder tanto por debajo de la frontera legal de la empresa (en las filiales dispersas de las transnacionales) como más allá de la frontera legal de la empresa (mediante las redes de subcontratación y venta al por menor) (Smichowski, Durand y Knauss, 2016).

En la actualidad, las cadenas de valor se caracterizan por una gran “escisión” de la producción en diversas etapas y tareas (Nathan y Sarkar, 2011) y la posterior tercerización de estas tareas a filiales y proveedores independientes de todo el mundo. Esto es posible gracias a la liberalización del comercio, la desregulación del mercado de trabajo, las mejoras en las TIC y los cambios geopolíticos —sobre todo la caída de la Unión Soviética y la incorporación de China a las redes comerciales occidentales—, que aumentaron de manera notoria el tamaño de la fuerza laboral capitalista.

El crecimiento de las cadenas globales de valor después de 1980 redujo drásticamente la capacidad de negociación de los trabajadores en las naciones capitalistas avanzadas, y no solo debido a una mayor competencia de trabajadores con bajos salarios en países pobres. Como subrayan Nathan y Sarkar (2011, pág. 54), una de las principales ventajas de la tercerización para las empresas es que les permite segmentar mejor los mercados de trabajo. Una de las desventajas de las grandes empresas integradas de la posguerra era que, si bien tenían un importante poder monopólico, sus empleados podían exigir salarios relativamente altos, no solo porque pertenecían a sindicatos, sino también porque, desde el punto de vista jurídico, formaban parte de la empresa y sentían que tenían derecho a compartir el excedente de los beneficios. Además, los trabajadores también sabían que los empleadores podían “darse el lujo de pagarles”<sup>4</sup>. En consecuencia, es probable que la renta ganada por la empresa monopólica integrada tenga un efecto sobre todos los salarios de la empresa, desde los que perciben los trabajadores no calificados de la cadena de montaje hasta los que obtienen quienes alcanzaron un nivel de educación superior y realizan actividades de investigación y desarrollo.

En la actualidad es menos probable que las empresas transnacionales sean empresas con una integración vertical que líderes de cadenas de abastecimiento en las que se abocan a trabajos específicos, como el diseño, la investigación y el desarrollo, y la comercialización y tercerización de tareas “no esenciales” a los proveedores. La clave para esto, y una de las principales

---

<sup>4</sup> La cita, como lo establecen Nathan y Sarkar (2010), proviene del análisis de Kalecki (1971) sobre el efecto del poder monopólico en los salarios.

fuentes de rentas más altas, es que los proveedores suelen operar en un entorno más competitivo que la propia empresa principal<sup>5</sup>.

Lejos de limitarse a tareas relativamente simples, como los servicios de limpieza o los centros de llamadas, la tercerización hoy abarca actividades complejas en industrias como la de la vestimenta, electrónica, automotriz, aeronáutica y otras, y hace que los proveedores y los fabricantes por contrato se embarquen en una intensa competencia para firmar contratos con las empresas más destacadas. Las empresas principales seleccionan las actividades que quieren continuar realizando dentro y tercerizan el resto, pagando salarios de eficiencia a los empleados que contratan. Como ya se indicó, lo bueno de la tercerización internacional para las empresas de marca reconocida es que pueden vender sus productos en mercados no competitivos y obtener insumos de proveedores, ubicados en países en desarrollo, que operan en mercados altamente competitivos. Esto implica que las empresas principales captarán la mayoría de las rentas<sup>6</sup>.

Por supuesto que esto no ocurre en todas las industrias. Un ejemplo muy conocido es el de las computadoras personales, donde Microsoft e Intel controlan la tecnología y los estándares, y algunas empresas principales, como Dell y Acer, obtienen porciones más pequeñas del valor agregado. Asimismo, en mercados de productos muy competitivos, las reducciones en los costos de producción pueden simplemente traducirse en precios más bajos para los consumidores finales. Kaplinsky (2005), por ejemplo, señala que los beneficios para los minoristas internacionales como Walmart son muy bajos, ya que las reducciones en los costos de producción han provocado un descenso de los precios relativos (pág. 115). Esto significa que los beneficios extra que se obtienen bajando los costos en los países productores tenderían a transferirse a los consumidores y, de ese modo, incrementan los ingresos reales en el país importador (Nathan y Sarkar, 2011, pág. 55).

Los estudios de las cadenas de valor de diversas empresas principales, no obstante, dan cuenta de que esos casos no son la norma y de que las empresas de marca reconocida y las grandes empresas transnacionales

---

<sup>5</sup> Nathan y Sarkar (2011) ponen como ejemplo una empresa que terceriza servicios de conserjería. Es probable que los obstáculos para ingresar al mercado de la empresa principal sean más que para los servicios de limpieza, de modo que los márgenes del proveedor serán relativamente bajos. Los conserjes, por lo tanto, no podrán negociar su "tajada" de los beneficios, y el valor del gasto en sueldos que antes iba a los conserjes empleados en la empresa principal ahora se compartirá con los propietarios de la empresa de servicios. Los autores señalan que el proveedor cobrará a la empresa principal un monto que no estará basado en los beneficios que esta percibe, sino en el volumen de trabajo a realizar. En consecuencia, las rentas obtenidas por la empresa principal no llegarían a las empresas proveedoras, y mucho menos a sus empleados (Nathan y Sarkar, 2011, pág. 54).

<sup>6</sup> Nathan y Sarkar (2011, pág. 54) citan el caso de una industria textil en la India, donde la producción se terceriza a productores locales a los que se les paga por unidad. El pago que reciben los fabricantes de ropa es el mismo, ya sea que fabriquen un producto de marca de alto valor o un producto no diferenciado de bajo valor.

obtienen rentas cuantiosas (Dedrick, Kraemer y Linden, 2010; Kraemer y Dedrick, 2002). En lo que respecta a productos electrónicos, Sturgeon y Kawakami (2010, pág. 30) destacan las ventajas de las empresas principales con amplios conocimientos tecnológicos y observan que los principales fabricantes por contrato del mundo han quedado atrapados en segmentos de bajo valor agregado de las cadenas globales de valor de productos electrónicos. Incluso en la industria de las computadoras personales, donde los proveedores de insumos dominan la cadena de valor, la mayoría de los beneficios de la industria han sido captados por empresas principales de marca reconocida, como Dell y Hewlett-Packard, y en especial por líderes de la plataforma, como Microsoft e Intel.

La tercerización y la producción globalizada también implican riesgos para las empresas transnacionales, específicamente en lo que respecta a la difusión tecnológica y la competencia de proveedores que buscan ascender en la cadena de valor. Por lo tanto, no es coincidencia que el crecimiento de las cadenas globales de valor fuera acompañado de iniciativas para reforzar y universalizar las legislaciones en materia de derechos de propiedad intelectual. Como indican Anderson y Razavi (2010, pág. 266), en un mundo cada día más globalizado, es cada vez más importante proteger la propiedad intelectual más allá de las fronteras nacionales.

Las empresas que operan a nivel mundial pueden realizar actividades de captación de rentas gracias a su capacidad para influir en la agenda de organizaciones internacionales, como la Organización Mundial del Comercio (OMC), y promover la creación de “conocimiento de acceso restringido” (Pagano y Rossi, 2011, pág. 8). En el sector de los productos farmacéuticos, como en el de las computadoras y otras industrias intensivas en conocimiento, la acumulación de derechos de propiedad privados sobre conocimientos intangibles (Pagano y Rossi, 2011, pág. 10) se convirtió en una estrategia dominante después de 1990. En el Acuerdo sobre los Aspectos de los Derechos de Propiedad Intelectual Relacionados con el Comercio (ADPIC), firmado en 1994 en el marco de la creación de la OMC, se establece por primera vez un conjunto de normas internacionales vinculantes sobre derechos de propiedad intelectual.

Antes de este acuerdo, las cuestiones vinculadas a los derechos de propiedad intelectual las manejaba la Organización Mundial de la Propiedad Intelectual (OMPI), un organismo especializado de las Naciones Unidas constituido en 1967. En un momento, las industrias influyentes de los países ricos “se cansaron de la OMPI” y empezaron a reclamar leyes más estrictas sobre los derechos de propiedad intelectual, tanto a nivel nacional como internacional (Anderson y Razavi, 2010, pág. 270). Los ADPIC estuvieron precedidos por importantes cambios en el derecho de patentes de los Estados Unidos. En 1980, la Corte Suprema de los Estados Unidos aceptó una solicitud

de patente sobre bacterias y ello sentó un precedente para las patentes de organismos vivos. Ese mismo año, el Congreso aprobó la Ley Bayh-Dole, que permite a particulares y empresas patentar los resultados de investigaciones realizadas con fondos públicos. Mazzucato (2014) apunta que esta legislación alentó el surgimiento de la industria biotecnológica, ya que la mayoría de las nuevas empresas de biotecnología eran nuevas filiales de laboratorios universitarios que recibían un importante financiamiento estatal (loc. 1319).

El pasaje de la OMPI a los ADPIC fue promovido sobre todo por los Estados Unidos, ante la incapacidad de lograr sus objetivos con el marco vigente en ese momento (Anderson y Razavi, 2010, pág. 274). Las industrias de los productos farmacéuticos, los productos químicos, la informática, la biotecnología y el entretenimiento tomaron la delantera a la hora de presionar a los gobiernos para que colocaran los temas de derechos de propiedad intelectual y derechos de autor en el centro de las negociaciones comerciales. Los ADPIC entraron en vigor en 1995 y sus normas, incluidas patentes por 20 años en varios campos tecnológicos y derechos de autor por 50 años para la mayoría de los materiales que pueden tener estos derechos, se aplican a todos los miembros de la OMC (Anderson y Razavi, 2010, págs. 274-275).

Con los ADPIC como acuerdo de base, desde mediados de la década de 1990, los países ricos han firmado cientos de tratados bilaterales de inversión con los países en desarrollo a fin de reforzar estas disposiciones de base. Como resultado, los compromisos referidos a los derechos de propiedad intelectual en teoría hoy son más fuertes que nunca (Anderson y Razavi, 2010, pág. 282). Como se analiza más en profundidad en la sección D, el reforzamiento de las leyes vinculadas a los derechos de propiedad intelectual ha ayudado a garantizar que los países ricos obtengan un beneficio desproporcionado del comercio mundial. La historia de los últimos 15 años, contada desde la óptica de las naciones en desarrollo, es que estos acuerdos de inversión favorecen notoriamente a las naciones desarrolladas por encima de aquellas en desarrollo (Anderson y Razavi, 2010, pág. 267).

Al igual que la presión por contar con sistemas de patentes más estrictos, el exitoso impulso a la privatización y la desregulación financiera después de 1980 se convirtió en una gran fuente de rentas en la economía mundial. Las disparidades en materia de riqueza e ingresos se incrementaron en todo el mundo desarrollado durante este período, al tiempo que el poder de toma de decisiones de las empresas se concentró en manos de pequeños grupos de inversionistas (Glattfelder, 2013). En los Estados Unidos, los salarios de los trabajadores no calificados se estancaron, mientras que las compensaciones de los directores generales y otros altos ejecutivos se dispararon. Stiglitz (2016) destacó que existe poca relación entre esos pagos y el desempeño de la empresa, lo que refuerza la idea de que el empeoramiento de la distribución del ingreso refleja el comportamiento respecto de la captación de rentas. Pero

los directores generales que trabajan en las grandes empresas y el área de finanzas no fueron los únicos que se beneficiaron con estas tendencias; la compensación de los profesionales calificados en las áreas de informática, *software* y otras actividades de alta tecnología también registró un notable incremento en las últimas décadas.

Al examinar lo ocurrido en el sector financiero, Baker (2015) sostiene que Internet y los adelantos en el área de la informática brindaron a los tenedores de activos extraordinarias oportunidades para captar valor a partir de operaciones especulativas, oportunidades que solo existen debido a la desregulación financiera y otros cambios institucionales. La privatización de los sistemas de seguridad social o las contribuciones de financiamiento privado incrementaron los precios de los activos y dieron un enorme poder a los fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales. Por último, la expansión de la industria de los seguros privados de salud provocó un notable incremento de los costos de salud y aumentó las rentas de las que se apropian las empresas de seguros y las organizaciones de gestión sanitaria.

Existen fuertes conexiones entre la privatización, la desregulación y el fortalecimiento de los sistemas de derechos de propiedad intelectual. En la industria farmacéutica de los Estados Unidos, la innovación y las tareas básicas de investigación y desarrollo en gran medida están financiadas por el gobierno federal, mientras que el sector privado obtiene todos los beneficios a través del control de las patentes de fármacos. Aprovechando la desregulación financiera, en los últimos años, Big Pharma ha usado estos beneficios para la recompra de acciones. Esto muestra una tendencia general hacia la comercialización de la ciencia y una mayor influencia de los intereses económicos en las industrias de alta tecnología. Como observa Mazzucato (2014), la evolución simbiótica del capital de riesgo y el NASDAQ aumentó el margen de acción en materia de políticas para la inversión especulativa. Las rentas financieras y de propiedad intelectual estimularon una enorme centralización del capital en la economía moderna y transfirieron el poder de quienes controlan la producción a quienes controlan los activos que producen renta (Sayer, 2015).

### **C. Del control estatal a la apropiación privada de las rentas**

Los cambios institucionales descritos tuvieron efectos decisivos en las economías en desarrollo. Desde siempre, estas economías han nacionalizado y ejercido el control de las rentas económicas (tierra, aprendizaje tecnológico y finanzas) con fines distributivos o de desarrollo. En los Estados desarrollistas, las rentas fueron captadas por las empresas nacionales que realizan actividades industriales o se transfirieron, mediante políticas públicas, a distintos grupos sociales.

La desregulación, la privatización y el fortalecimiento de los sistemas de patentes después de 1980 hicieron que se disolviera el control público sobre las rentas económicas en los países en desarrollo. Las nuevas formas de propiedad privada en naturaleza y conocimiento crearon nuevas áreas de formación y apropiación de rentas. El surgimiento de China y otros fabricantes de bajo costo generó una feroz competencia y mercantilización en todas las actividades en las que no podía haber una apropiación ni una monopolización del conocimiento.

Al mismo tiempo, aumentó la dependencia de las exportaciones de manufacturas del mundo en desarrollo respecto de la tecnología extranjera. Si bien los países en desarrollo más exitosos, como China, la provincia china de Taiwán y la República de Corea, han invertido mucho en el fomento de sus propias capacidades, otros, como los de América Latina, han optado por estrategias “integracionistas” más pasivas. En vez de promover sistemas nacionales de innovación, la estrategia de crecimiento de estos países apunta a copiar a los inversionistas extranjeros (Amsden, 2001, pág. 14).

La nueva división del trabajo en la industria manufacturera mundial liderada por las empresas transnacionales genera una distribución desigual del valor entre las actividades en que las rentas económicas son generalizadas (principalmente en el sector de los servicios) y las actividades donde la competencia es feroz (sobre todo en la manufactura). Esta jerarquía promueve una centralización del capital en la parte superior y un crecimiento empobrecedor en la parte inferior. Si bien las asimetrías de poder en las cadenas globales de valor son ampliamente reconocidas (Milberg y Winkler, 2013; Gereffi, 2014; UNCTAD, 2015a), las estimaciones actuales respecto de la apropiación de valor en dichas cadenas solo abarcan una parte de este proceso. En las cadenas globales de valor es muy común que haya ingresos ocultos.

## **D. Ingresos, división del trabajo y erosión del valor agregado en las cadenas globales de valor**

El comercio en red está dominado por las empresas transnacionales con sede en países ricos y se caracteriza por bloques regionales construidos en torno a Alemania, los Estados Unidos, el Japón y, cada vez más, China (Baldwin y Lopez-Gonzalez, 2013). La mayoría de las actividades relacionadas con las cadenas globales de valor, además, se realizan en países ricos y unos pocos países en desarrollo, casi todos pertenecientes a Asia Oriental. Solo China representa más del 30% de la participación del mundo en desarrollo en el comercio de las cadenas globales de valor<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> En este cálculo no se cuenta ni a Hong Kong (Región Administrativa Especial de China), ni a la provincia china de Taiwán ni a Singapur como países en desarrollo. Se utiliza la metodología adoptada en Banga (2014), basada en datos de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE).

Las cadenas globales de valor se expandieron rápidamente después del año 2000, en coincidencia con un aumento en la sofisticación tecnológica de las exportaciones de los países en desarrollo y tasas más altas de crecimiento del PIB. Las exportaciones de productos primarios representaron el 75% de las exportaciones de los países en desarrollo en 1980. En 2010 ese porcentaje se había reducido a alrededor del 35%, al tiempo que la proporción de manufacturas en las exportaciones de países en desarrollo se elevó del 9% al 46% (UNCTAD, 2015b). Gran parte de este cambio, no obstante, se debe a variaciones en Asia Oriental, ya que la estructura exportadora de África y América Latina registró pocos cambios en ese período.

Los investigadores de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) señalaron a comienzos de la década de 2000 que la creciente sofisticación de las exportaciones de los países en desarrollo era, en gran medida, un “espejismo” (UNCTAD, 2015b, pág. 7), ya que implicaba una enorme dependencia de insumos importados. Contrario a lo ocurrido en la República de Corea en los años setenta, México se convirtió en el caso paradigmático de una economía en la que el valor agregado de las manufacturas no crece a la par de las exportaciones de manufacturas. En términos generales, se ha mantenido o intensificado la tendencia de los países a comercializar mucho, pero agregando relativamente menos valor a dicho proceso (UNCTAD, 2015b, pág. 24). Como se muestra con más detalle más adelante, entre 1995 y 2011, la proporción de valor agregado interno de las exportaciones brutas disminuyó en todos los países asiáticos, menos en las Filipinas e Indonesia: de alrededor del 79% al 64% en Viet Nam, del 76% al 61% en Tailandia, del 70% al 59% en Malasia y del 87% al 63% en Camboya (OCDE, 2015).

Las exportaciones registraron un incremento sustancial en la mayoría de los países en desarrollo, pero ello no se tradujo en incrementos comparables en el valor agregado interno, lo que debilita las ganancias vinculadas a la producción que por lo general se espera que lleguen con el crecimiento liderado por las exportaciones (UNCTAD, 2015b, pág. 30). En la década de 1970, la participación de las exportaciones en el PIB de la República de Corea era similar a la que actualmente registran Malasia y Tailandia, pero la proporción de valor agregado interno en sus exportaciones brutas se ubicaba muy por encima del 75%.

En diversos estudios se ha argumentado (Kowalski y otros, 2015; OCDE/OMC/Banco Mundial, 2014) que la participación de países en desarrollo en cadenas globales de valor tiene efectos positivos en el crecimiento económico, ya que provoca derrames de conocimiento y productividad y una convergencia del PIB per cápita entre países desarrollados y en desarrollo (Baldwin, 2014, pág. 22). Con respecto a la convergencia de ingresos, cabe destacar que la discutida reducción en la desigualdad del ingreso de corte

transversal después del año 2000, medida sobre la base de los tipos de cambio del mercado o la paridad del poder adquisitivo (PPA), puede atribuirse casi por completo al crecimiento de la producción en China (Milanovic, 2012).

Existe poca evidencia que vincule la intensidad de la participación en las cadenas globales de valor con el crecimiento de la producción. Al analizar los datos del comercio de valor agregado, Smichowski, Durand y Knauss (2016, pág. 12) concluyen que, contrario a lo que indica la teoría dominante, no existe un vínculo positivo directo entre la participación en las cadenas globales de valor y los beneficios económicos directos.

Un motivo para la ausencia de un vínculo directo entre la expansión de las cadenas globales de valor y el crecimiento de la producción es el reciente aumento en la “erosión del valor agregado”, sobre todo en los países en desarrollo. Con la base de datos World Input-Output Database (WIOD) como referencia, Caraballo y Jiang (2016) señalan que la proporción de valor agregado interno en las exportaciones brutas se redujo en el 87% de los países de su muestra. Además, detectan una fuerte correlación negativa entre el valor agregado interno y la mano de obra extranjera altamente calificada incorporada en las exportaciones de un país. Debido a que las tareas que requieren una alta calificación en las cadenas de valor en general se realizan en países ricos, las cadenas globales de valor parecen poner a los países en desarrollo en desventaja: cuanto más se depende de insumos extranjeros sofisticados, más tiende a caer la proporción de valor agregado interno en las exportaciones brutas. Esto significa que las empresas y los trabajadores nacionales obtendrán una porción más pequeña del valor incluido en los bienes que producen.

Los hallazgos de Caraballo y Jiang vienen a corroborar la reconocida evidencia procedente de los sectores de alta tecnología en China y otros fabricantes asiáticos respecto de que el valor agregado interno de las exportaciones de computadoras, equipos de telecomunicaciones, dispositivos electrónicos y otros productos de avanzada es muy bajo (quizás del 30% o menos, según un estudio) (Koopman, Wang y Shang-Jin, 2011).

Los países ricos captan una porción desproporcionada de los beneficios del comercio que se realiza en las cadenas globales de valor (véase el gráfico V.1). Las estimaciones basadas en datos de la OCDE indican que la proporción de los países desarrollados en el valor agregado total generado por las cadenas globales de valor era del 62%, o del 65% si se incluyen regiones con un relativo nivel de desarrollo, como Hong Kong (Región Administrativa Especial de China), la provincia china de Taiwán y Singapur. Las principales 6 economías de la OCDE captaban alrededor del 33% del comercio mundial de las cadenas globales de valor: los Estados Unidos un 8,2%, Alemania un 7,7%, el Japón un 4,6%, la República de Corea un 4,2%, el Reino Unido un 3,8% y Francia un 3,6% (UNCTAD, 2015b, pág. 29).



Las cadenas globales de valor modernas surgieron de la expansión de empresas transnacionales —principalmente estadounidenses— en las décadas de 1960 y 1970, cuando los fabricantes y minoristas de calzado, vestimenta y productos electrónicos aprovecharon los bajos costos salariales en regiones de reciente industrialización, como la provincia china de Taiwán y la República de Corea. En las últimas décadas, y sobre todo después de 1990, las empresas de productos electrónicos y alta tecnología de los Estados Unidos y el Japón se ubicaron a la vanguardia de la tercerización de la producción. En Europa, la tercerización estuvo liderada por capitales alemanes, con Europa Oriental como base de fabricación y centro de ensamblaje. Como señaló la UNCTAD (2013, pág. 122), la expansión de las empresas transnacionales fue muy rápida hasta 2007: desde 2000, tanto el comercio mundial como la inversión extranjera directa (IED) registraron un crecimiento exponencial, superando con creces el crecimiento del PIB mundial, lo que refleja la acelerada expansión de la producción internacional en redes coordinadas por empresas transnacionales.

La tercerización de la producción puede adoptar distintas formas e involucrar tanto la IED (el modo tradicional de expansión de las empresas transnacionales mediante la creación de filiales extranjeras) como “modos no accionariales” de producción al recurrir a fabricantes por contrato (esta es la forma preferida de Apple, Dell y otras empresas relacionadas con productos electrónicos). En cualquier caso, los efectos organizativos de la expansión de las cadenas globales de valor son los mismos y se refuerza la división mundial del trabajo en economías “centrales” (principalmente Alemania, los Estados Unidos y el Japón) y economías “fábrica” ubicadas en América del Norte (México), Europa Oriental y el sudeste de Asia (Baldwin y Lopez-Gonzalez, 2013)<sup>8</sup>. Baldwin y Lopez-Gonzalez (2013, pág. 19) usan estos términos para referirse a la asimetría tecnológica en la red de producción internacional creada por la expansión de las empresas transnacionales hacia regiones de salarios más bajos. En términos generales, las empresas en las economías centrales organizan las redes de producción, mientras que las economías fábrica proporcionan la mano de obra.

Los datos sobre el comercio de las cadenas globales de valor permiten tener una idea aproximada de cómo se distribuye el ingreso en las cadenas de productos. El proyecto World Input-Output Database (WIOD), financiado por la Comisión Europea, y la base de datos Trade in Value Added (TiVA), de la OCDE y la OMC, se encuentran entre las principales iniciativas para rastrear el origen del valor agregado en las cadenas globales de valor. Si bien existen otras bases de datos, estas no están disponibles al público o proveen datos para un conjunto más limitado de países (Timmer y otros, 2014). A continuación, se discuten los hallazgos derivados de la base de datos TiVA, antes de abordar los resultados basados en los datos de WIOD.

<sup>8</sup> Si bien Baldwin y Lopez-Gonzalez (2013) incluyen a China en el grupo de economías “centrales”, aquí se usa el término para referirse a economías ricas de Occidente y el Japón.

Como ya se mencionó, los países de ingresos altos retienen proporciones más grandes de sus exportaciones brutas en la forma de valor agregado interno en comparación con los países de ingresos bajos o medios. En el cuadro V.1 se compara la proporción de valor agregado externo en las exportaciones brutas de cinco economías ricas y algunas economías “fábrica”, de 1995 a 2011. Si bien se registra un incremento generalizado en la proporción de valor agregado externo de las exportaciones brutas, las proporciones de valor agregado externo de las economías de salarios más bajos son mucho mayores<sup>9</sup>.

**Cuadro V.1**  
**Valor agregado externo de las exportaciones brutas, 1995, 2005 y 2011**  
(En porcentajes)

Países	1995	2005	2011
Estados Unidos	11,5	13,1	15,0
Alemania	14,9	21,3	25,5
Japón	5,6	11,1	14,7
Reino Unido	18,3	17,1	23,1
Francia	17,3	23,4	25,1
México	27,3	33,0	31,7
China	33,4	37,4	32,2
Malasia	30,5	46,0	40,6
Filipinas	30,1	38,0	23,6
Tailandia	24,3	36,8	39,0
Viet Nam	21,3	30,8	36,3
Camboya	12,7	42,2	36,8
Hungría	30,1	48,1	48,7
Eslovaquia	31,9	47,2	46,8
Chequia	30,5	42,6	45,3
Polonia	16,1	28,3	32,4
Promedio de economías “centrales”	13,5	17,2	20,7
Promedio de economías “fábrica”	26,2	39,1	37,6

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de Trade in Value Added (TIVA) [en línea] <http://www.oecd.org/sti/ind/measuringtradeinvalue-addedanoecd-wtojointinitiative.htm>.

Al comparar la relación entre eslabonamientos “progresivos” y “regresivos” en economías ricas y de salarios más bajos se obtiene más información. Los “eslabonamientos progresivos” se definen como el

<sup>9</sup> Entre las excepciones se destaca la República de Corea, que, en esencia, es una economía central, aunque la proporción de valor agregado externo de sus exportaciones brutas ronda el 40%. Véanse UNCTAD (2013) y Banga (2014).

valor agregado interno incorporado en las exportaciones de otros países, mientras que los “eslabonamientos regresivos” se definen como el valor agregado externo incorporado en el valor de las exportaciones brutas de un país. Por ejemplo, si una empresa ubicada en los Estados Unidos produce insumos que se utilizan en México para producir autos para exportar a terceros países (como el Canadá o incluso los Estados Unidos), estamos ante un “eslabonamiento progresivo” para la economía estadounidense y un “eslabonamiento regresivo” para la economía mexicana. Banga (2014) adopta el coeficiente progresivo-regresivo como medida aproximada de las “ganancias de valor agregado neto” derivadas de la participación en cadenas globales de valor. Como se muestra en el cuadro V.2, en promedio, las “ganancias” son mayores para las economías centrales que para las economías fábrica.

**Cuadro V.2**  
**Coefficiente de eslabonamientos progresivos y regresivos, 2011**

Países	2011
Estados Unidos	1,7
Alemania	0,9
Japón	2,2
Reino Unido	1,1
Francia	0,9
México	0,5
China	0,5
Malasia	0,5
Filipinas	1,2
Tailandia	0,4
Viet Nam	0,4
Camboya	0,3
Hungría	0,3
Eslovaquia	0,4
Chequia	0,4
Polonia	0,7
Promedio de economías “centrales”	1,4
Promedio de economías “fábrica”	0,6

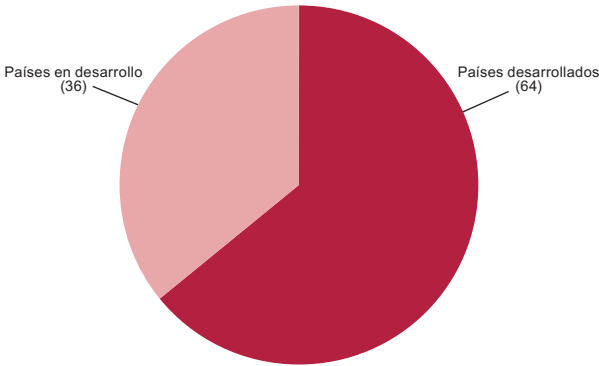
**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de Trade in Value Added (TiVA) [en línea] <http://www.oecd.org/sti/ind/measuringtradeinvalue-addedanoecd-wtojointinitiative.htm>.

En los cuadros V.1 y V.2 se ofrece un panorama, en cierto modo simplificado, del comercio en las cadenas globales de valor. La República de Corea es una economía rica con una alta proporción de valor agregado externo en las exportaciones brutas y un coeficiente progresivo-regresivo bastante bajo, al tiempo que la de las Filipinas es una economía relativamente pobre con un coeficiente progresivo-regresivo mayor que 1. Otros países en desarrollo, como el Brasil e Indonesia, tienen proporciones

de valor agregado externo muy bajas en sus exportaciones brutas y coeficientes progresivos-regresivos mayores que los de algunas economías ricas. Como destaca la UNCTAD (2013), no obstante, la proporción de valor agregado externo de los países en desarrollo suele ser notoriamente más alta que la de los Estados Unidos y el Japón, e incluso que la de la Unión Europea. Esto ocurre sobre todo en áreas de Asia Oriental, el sudeste de Asia y Centroamérica (incluido México) que se encuentran muy integradas en cadenas globales de valor y donde las industrias de procesamiento representan una parte importante de las exportaciones (pág. 126).

En el gráfico V.1, donde se actualizan las estimaciones proporcionadas por Banga (2014), se presenta una medición de las ganancias relativas de los países en desarrollo en las cadenas globales de valor. La participación de un país en las “ganancias” derivadas del comercio en las cadenas globales de valor se calcula como la suma de los eslabonamientos progresivos y regresivos de dicho país dividida por la suma de los eslabonamientos progresivos y regresivos mundiales.

**Gráfico V.1**  
**Países desarrollados y en desarrollo: ganancias relativas en cadenas globales de valor<sup>a</sup>**  
*(En porcentajes)*



**Fuente:** Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), Base de datos Trade in Value Added (TiVA), 2015 [en línea] <http://www.oecd.org/sti/ind/measuringtradeinvalue-addedanoecd-wtojointinitiative.htm>.

<sup>a</sup> La categoría países desarrollados incluye 34 países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) y la provincia china de Taiwán.

Si bien resultan útiles a modo de aproximación, estos cálculos pueden considerarse arbitrarios. Mientras que los eslabonamientos progresivos representan una “ganancia” como consecuencia de la participación en las cadenas globales de valor, los eslabonamientos regresivos simplemente indican el grado en el que un país forma parte de las cadenas de valor y

pueden reflejar debilidades estructurales. México, por ejemplo, tiene más eslabonamientos regresivos que la mayoría de las economías y ello no representa una “ganancia” para el país, ya que refleja su dependencia de insumos de alta tecnología fabricados en China y los Estados Unidos. En oposición, las empresas estadounidenses obtienen importantes ingresos al tercerizar las etapas de bajo valor agregado de la producción a economías de salarios bajos y posteriormente exportar los productos finales a terceros países o vender los productos importados en el mercado estadounidense. Estas operaciones no aparecerán como “eslabonamientos progresivos” para la economía estadounidense, aunque sin duda representan “ganancias” derivadas del comercio en las cadenas globales de valor, sobre todo para los directores generales y los accionistas.

En uno de los estudios más completos que se encuentran disponibles, Timmer y otros (2014) usan la base de datos WIOD para estimar la distribución del valor agregado entre países desarrollados y en desarrollo y entre capital y mano de obra para una amplia gama de bienes manufacturados producidos en las cadenas globales de valor. Los resultados confirman las tendencias señaladas anteriormente, al tiempo que dan cuenta de una ampliación de las disparidades en el ingreso entre capital y mano de obra e indican que el comercio en las cadenas globales de valor supone un beneficio desproporcionado para los países ricos.

Estos autores señalan que la proporción de valor agregado por capital se ha incrementado en el 64% de las cadenas. El aumento en la participación de los trabajadores altamente calificados en el ingreso fue muy generalizado, ya que ocurrió en el 92% de las cadenas (pág. 107). La proporción de valor agregado asignada a los trabajadores con una calificación media se redujo en un 56% de las cadenas de productos, mientras que la participación de la mano de obra de baja calificación cayó en el 91% de las cadenas. En términos de participación de los factores, los trabajadores altamente calificados de los países ricos fueron los que más ganaron, con un incremento positivo del 5%.

Los autores también dieron cuenta de un alza en la participación de la mano de obra altamente calificada y de calificación media en los países en desarrollo, al tiempo que la participación de los trabajadores de baja calificación en esos países se redujo drásticamente. De hecho, esta última descendió un 6,3%, lo que representa la variación más grande (positiva o negativa) en cualquiera de los grupos de factores analizados en el estudio. Esto resulta particularmente elocuente, ya que el empleo en las zonas procesadoras para la exportación en los países en desarrollo registró un aumento en torno a los 25 millones en la década de 2000 (Milberg y Winkler, 2013).

Con respecto a la distribución geográfica de los ingresos de las cadenas globales de valor, Timmer y otros (2014) concluyen que el 55% del valor agregado generado en dichas cadenas corresponde a 21 países de ingresos

altos: Australia, Canadá, Estados Unidos, Japón, provincia china de Taiwán, República de Corea y los 15 miembros de la Unión Europea previo a 2004. Aunque es importante, esta cifra es inferior a las estimaciones actuales en virtud de la base de datos TiVA y muy inferior a la estimación de Banga (2014) de que un 67% corresponde a países de la OCDE.

Uno de los factores que probablemente explique por qué los países ricos obtienen la mayoría de las ganancias de las cadenas globales de valor está relacionado con el control de los avances tecnológicos por parte de las empresas transnacionales radicadas en dichos países. De las patentes triádicas presentadas en 2012, más del 60% fueron presentadas por residentes de los Estados Unidos y el Japón, y más del 80% fueron presentadas por residentes de los Estados Unidos, el Japón y la Unión Europea. La participación de China, si bien va en aumento, solo fue del 3,3% en 2012 (OCDE, s/f). Si se considera que las capacidades tecnológicas son las que, en última instancia, determinan la asignación de valor agregado en las cadenas de valor para productos más sofisticados, parece claro que las empresas de los países ricos siguen teniendo el control. En 2008 había solo 3 empresas de países de ingresos medianos bajos entre las principales 100 empresas transnacionales no financieras, clasificadas en virtud de la tenencia de activos extranjeros. Ese mismo año, los activos internacionales y los ingresos de divisas de las principales 100 empresas transnacionales de países en desarrollo, entre las que se incluyen empresas de países como Hong Kong (Región Administrativa Especial de China), Qatar y la República de Corea, solo representaron un 14% de los correspondientes a las 100 empresas transnacionales más grandes del mundo (UNCTAD, 2015b, págs. 32-33). En 2015, únicamente 6 de las principales 100 multinacionales no financieras del mundo eran de países en desarrollo.

Es casi seguro que los cálculos de Timmer y otros (2014), no obstante, subestiman la proporción de los ingresos de las cadenas globales de valor de la que se apropian los países ricos. Los datos de la OCDE y de la base WIOD se recopilan sobre una base interna, no nacional, lo que significa que si una multinacional francesa que opera en Viet Nam exporta una máquina al Japón, el ingreso de capital se acredita a Viet Nam, no a Francia. Teniendo en cuenta que la gran mayoría de las reservas de IED y los ingresos procede de países de ingresos altos, las estimaciones del comercio de valor agregado sobre una base interna sobredimensionarán la proporción del mundo en desarrollo. En sus famosos estudios sobre las cadenas de abastecimiento de iPod y iPhone, Dedrick, Kraemer y Linden (2010) y Kraemer, Linden y Dedrick (2011) adoptaron el enfoque opuesto, que podría considerarse más realista: acreditar el ingreso al país de origen de las empresas multinacionales. Esto los llevó a concluir que, pese a que los trabajadores chinos proporcionan casi toda la mano de obra, China no se queda con casi nada del valor agregado creado en estas cadenas.

En una nota metodológica de la OCDE se reconocen las fallas en los datos de valor agregado que emanan del comercio exterior y se destaca que la medición de los flujos de valor agregado solo refleja una parte del “comercio mundial”, ya que parte de lo que se denomina excedente de explotación en las cuentas nacionales puede repatriarse a la casa matriz. Además, los datos de las cuentas nacionales solo rastrean pagos en una cadena de valor para activos producidos e ignoran los pagos que realizan los socios o las filiales de una corporación transnacional en los países en desarrollo por el uso de aquellos productos de propiedad intelectual que no se reconocen como activos producidos en las cuentas nacionales (OCDE/OMC, 2012, pág. 3).

No obstante, mejorar la recolección de datos respecto del ingreso de la IED no resolverá por completo el problema de la medición de las ganancias derivadas del comercio de la cadena global de valor. Las grandes multinacionales, como Apple y Boeing, esconden los ingresos generados en el extranjero y evitan la repatriación a los efectos fiscales. En lugar de repatriar los ingresos, utilizan el efectivo disponible del exterior para obtener préstamos accesibles en los mercados financieros y recompensar a los accionistas con recompras de acciones.

Otro problema es el uso de precios básicos o precios en fábrica para productos finales en la manufactura, lo que no incluye el transporte, la distribución ni los márgenes minoristas. Gran parte de los ingresos obtenidos a partir de la producción de bienes típicos de las cadenas globales de valor, como computadoras portátiles, automóviles y prendas de vestir, solo aparece en la etapa minorista de la cadena, donde las principales empresas ejercen un estricto control y obtienen grandes primas sobre las ventas a los consumidores<sup>10</sup>.

Timmer y otros (2015) reconocen que las principales empresas no obtienen beneficios mediante el cobro a otras empresas en la cadena de producción, sino al tener el derecho exclusivo a vender determinado producto con una prima mediante canales de venta estrictamente controlados (pág. 593). Los autores usan el ejemplo del Porsche Cayenne, un auto alemán que se fabrica y ensambla mayormente en Europa Oriental. Si bien en el caso del Cayenne el país donde se completa es Alemania, lo único que allí se realiza es la colocación de un motor en una fábrica en Leipzig a un “auto casi terminado ensamblado en” Eslovaquia. Así, el valor agregado que aparecerá utilizando la metodología de WIOD, y aparentemente también la de la base de datos TiVA (véase OCDE/OMC, 2012), reflejará el valor del auto al salir de la fábrica en Leipzig, no el valor de venta al por menor mucho más alto, que da rentas y beneficios a los dueños de Porsche.

---

<sup>10</sup> China, por ejemplo, es el país donde se completan los iPhone, y el precio en fábrica que Apple le paga por el dispositivo a Hon Hai Precision (Foxconn), con sede en la provincia china de Taiwán, es una fracción del precio final que se cobra a los consumidores en los Estados Unidos.

Las metodologías existentes solo captarán los flujos de ingresos que llegan a las principales empresas si los proveedores hacen pagos explícitos a dichas empresas por el uso de tecnología patentada o conocimiento tácito relacionado con el diseño. En el caso de Apple, se realizan muy pocos pagos de ese tipo, ya que la empresa obtiene sus márgenes sobre la venta del producto final a los minoristas, las empresas de telefonía celular y los clientes de la Apple Store. En el caso de una empresa principal como Apple, los beneficios reflejan el control sobre activos “intangibles” relacionados con la tecnología y el diseño del producto, y el uso de estos intangibles en general no se ve compensado por un flujo de dinero directo procedente de los usuarios (Timmer y otros, 2015, pág. 593).

Kraemer, Linden y Dedrick (2011) se refieren a otros arreglos similares para una amplia gama de productos electrónicos y destacan que es común que se tenga la idea equivocada de que China, donde se ensambla el iPad, recibe una gran parte del dinero que se paga por los productos electrónicos. Eso no ocurre con ningún producto de marca reconocida de empresas estadounidenses que los autores hayan estudiado (pág. 5). La asignación de beneficios en la cadena de valor de Kraemer, Linden y Dedrick (2011), como se indica, se basa en la sede central de los proveedores.

Las dificultades con respecto al rastreo de los flujos de ingresos en las cadenas globales de valor llevaron a que se respaldara el uso de los datos de la IED para estimar la participación de un país en estas cadenas, como han señalado varios autores (UNCTAD, 2016). Los países desarrollados poseen alrededor del 80% del volumen de la IED de salida a nivel mundial, y esa cifra aumenta significativamente si entre los países desarrollados se incluye a Hong Kong (Región Administrativa Especial de China), la provincia china de Taiwán y la República de Corea (UNCTAD, 2016). Si bien en los últimos años se han incrementado los flujos de IED procedentes de los países en desarrollo, es habitual que la mayor parte de la IED de las economías en desarrollo se despliegue en la región geográfica inmediata del país (UNCTAD, 2015a, pág. 8). Esto es lo que se conoce como IED “Sur-Sur”, una inversión que no se traduce en flujos de ingresos de países ricos a otros más pobres. Estas cifras revelan que el ingreso de la IED está muy inclinado hacia las empresas con sede en países ricos. La UNCTAD (2007) destaca que sigue existiendo una gran brecha entre las empresas transnacionales de los grupos desarrollados y en desarrollo, ya que los activos extranjeros totales de las principales 50 empresas transnacionales de economías en desarrollo en 2003 representaron alrededor de la mitad de los activos extranjeros de General Electric (págs. 4-5).

La fuerte correlación positiva que existe entre los flujos de IED y las tasas de participación en las cadenas globales de valor confirma la idea, ampliamente difundida, de que gran parte del comercio en red, incluso cuando



se traduce en un incremento en las exportaciones del país en desarrollo, está organizado y dirigido por empresas transnacionales (UNCTAD, 2013, pág. 135). Esto significa, por supuesto, que gran parte de los “ingresos de capital” obtenidos en el comercio mundial corresponderán a los propietarios de estas empresas y no a los trabajadores ni a las empresas en países en desarrollo. A este respecto, cabe destacar la prevalencia de empresas extranjeras en China, el caso más exitoso de la era posterior a la Guerra Fría de integración de un país en desarrollo en cadenas globales de valor. Xing (2010) indicó que las exportaciones de alta tecnología están, básicamente, dominadas por empresas de capitales extranjeros y estima que en 2008 estas representaron alrededor del 85% de las exportaciones de alta tecnología de China. Xing agrega que la participación de empresas extranjeras en las exportaciones de los sectores de alta tecnología aumentó después de 1998, con la llegada de más IED a China (UNCTAD, 2015, pág. 32).

Starrs (2014) va más allá de las estadísticas de la IED y pone el acento en el persistente dominio de las multinacionales estadounidenses, japonesas y europeas en diversas categorías, como rentabilidad, tenencia de activos extranjeros y patentes. Teniendo en cuenta la imprecisión que aún existe en los datos de valor agregado que surgen de las estadísticas de comercio exterior, los datos sobre patentes, beneficios y activos extranjeros en manos de las empresas transnacionales pueden ser un indicio tan bueno como los datos de valor agregado derivados del comercio exterior respecto de la distribución de ganancias en las cadenas globales de valor.

Además de contribuir a la erosión del valor agregado interno, el crecimiento de las cadenas globales de valor también provocó una erosión de la base imponible, tanto en los países desarrollados como en los países en desarrollo. Aprovechando la desregulación financiera, en los últimos años, las empresas transnacionales han hecho todo lo posible por minimizar los aportes fiscales. La UNCTAD (2015a) indica que se registró un notorio incremento del uso de entidades de finalidad específica y centros financieros *offshore* (como las Islas Vírgenes Británicas) con el objeto de traspasar beneficios a jurisdicciones de baja imposición fiscal. A fines de 2010, alrededor del 30% de los flujos mundiales de inversión transfronterizos se dirigían a través de centros *offshore* (frente a menos del 20% al comienzo de la década).

Las empresas transnacionales utilizan dos estrategias clave para evadir impuestos: los precios de transferencia y el financiamiento mediante deuda. En esencia, ambos sistemas implican la creación de entidades legales ficticias en centros financieros *offshore* a las que se realizan pagos ficticios con el propósito de reducir los beneficios contables en el país de origen de la empresa, que tiene una carga impositiva más alta. Citando el caso de Google, la UNCTAD (2015a) sostiene que la práctica está muy extendida y da enormes ganancias a las empresas. Hay una gran cantidad de evidencia anecdótica

sobre el traspaso de beneficios mediante centros de inversión *offshore*. Google logró un tipo impositivo efectivo del 2,4% en sus beneficios fuera de los Estados Unidos en 2009 al dirigir los beneficios hacia las Bermudas, e Irlanda y los Países Bajos también desempeñaron un papel clave en la estructura (pág. 192). La estrategia tiene el efecto de deflactar artificialmente la tasa de rentabilidad media de las inversiones extranjeras (pág. 200), con lo que se reducen, o se eliminan por completo, las obligaciones fiscales en el país de origen de la corporación transnacional. Empresas como Verizon y Pfizer, por ejemplo, no pagaron impuestos federales sobre la renta en los Estados Unidos entre 2010 y 2012 (Klinger, Anderson y Rojas, 2013).

En los sistemas de precios de transferencia, que suelen utilizar las empresas de alta tecnología, se transfiere la propiedad intelectual a una filial extranjera domiciliada en una jurisdicción de baja imposición fiscal, como las Bermudas. Los beneficios entonces se transfieren entre varias subsidiarias en el extranjero, ubicadas en Irlanda o los Países Bajos, y posteriormente se canalizan hacia la entidad con sede en las Bermudas mediante el pago de regalías y tasas de licencia. Esta segunda estrategia es muy similar a la primera y los pagos de intereses artificiales se sustituyen con pagos relacionados a los derechos de propiedad intelectual. En este caso, la multinacional crea una empresa intermediaria en una jurisdicción de baja imposición fiscal que hace préstamos ficticios a la casa matriz o a una filial ubicada en un tercer país. En el caso de una multinacional que opera en un país extranjero a través de una filial, los pagos de intereses reducen los beneficios registrados de la filial y aumentan los beneficios en la intermediaria, controlada por la casa matriz. La idea de los sistemas de financiamiento es usar préstamos de una entidad en el exterior para maximizar los pagos de intereses pasivos a nivel del receptor del préstamo (en una jurisdicción de baja imposición fiscal) (UNCTAD, 2015a, pág. 195).

Los sistemas de financiamiento mediante deuda como el que se describió también pueden utilizarse en presencia de activos tangibles y son especialmente adecuados para industrias que requieren mucho capital (como la industria extractiva). Un ejemplo sería una corporación transnacional como Shell, que produce combustible y otras materias primas en países en desarrollo como Nigeria o el Perú. El pago de intereses a un intermediario en un paraíso fiscal transnacional reducirá los beneficios y los pagos de impuestos en el país donde realmente se realiza la producción (UNCTAD, 2015a, pág. 195).

Los sistemas de precios de transferencia, basados en la transferencia de derechos de propiedad intelectual, pueden —o no— implicar IED por parte de las entidades de finalidad específica ubicadas en jurisdicciones de baja imposición fiscal, mientras que en el segundo tipo de sistema lo más

habitual es que se utilice la IED para vincular el centro *offshore* al país donde en realidad se crea el valor y establecer un canal directo para que los beneficios lleguen con facilidad a las instalaciones *offshore* (UNCTAD, 2015a, pág. 198).

Además, los precios de transferencia no son un fenómeno nuevo ni necesariamente implican la transferencia de activos intangibles, como conocimiento y derechos de patentes, a entidades *offshore*. Las empresas petroleras de los Estados Unidos, por ejemplo, se hicieron famosas por utilizar estas tácticas en las décadas de 1960 y 1970, cuando hacían que los pagos de impuestos en el exterior fueran lo más grandes posible para deducirlos de sus obligaciones fiscales en los Estados Unidos (Bernard y Weiner, 1990). Si bien los sistemas basados en intangibles son cada vez más importantes en la escena internacional, la manipulación de los precios de transferencia relacionada con el comercio intraempresarial (facturación fraudulenta) de bienes tangibles también es común, especialmente en detrimento de economías en desarrollo que carecen de los instrumentos y conocimientos básicos para detectar ese tipo de abusos (UNCTAD, 2015a, pág. 194).

Los países en desarrollo son especialmente vulnerables a las pérdidas de ingresos mediante sistemas de precios de transferencia, ya que suelen tener recursos burocráticos y regulatorios más débiles para supervisar el cumplimiento de las empresas con las leyes impositivas. Existe una clara relación (negativa) entre en la proporción de inversiones *offshore* en el volumen de la IED de entrada de los países receptores y la tasa de rentabilidad sobre la IED (gravable) informada: cuanta más inversión se dirige a través de centros *offshore*, menos beneficios gravables se obtienen (pág. 200). La UNCTAD (2015a) estima que cada año se traspasan alrededor de 450.000 millones de dólares en beneficios de países en desarrollo a entidades *offshore*, lo que provoca pérdidas anuales por ingresos impositivos de 90.000 millones de dólares, más del 10% de los pagos fiscales estimados totales realizados por filiales extranjeras de multinacionales en países en desarrollo. Estas cifras no incluyen las cuantiosas pérdidas de ingresos —en el orden de los 140.000 millones de dólares— debido al uso de incentivos fiscales para atraer inversión extranjera (pág. 203).

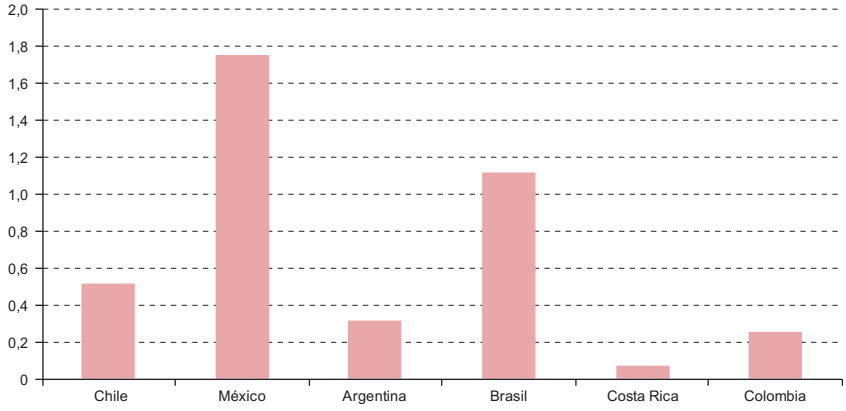
## **E. El papel de América Latina en las cadenas globales de valor**

América Latina tiene un papel limitado en las redes mundiales de producción. México, que podría considerarse el participante más activo de la región, representa menos del 2% de los eslabonamientos progresivos y regresivos creados en el comercio mundial (véase el gráfico V.2). En un estudio reciente se destaca que las evaluaciones del alcance de la participación de las cadenas globales de valor en América Latina indican que esta es menor que en otras regiones en desarrollo. Pese a que algunos factores —como las

fronteras y el idioma común— parecen favorecer la integración regional, los eslabonamientos intrarregionales son muy débiles en comparación con la solidez de las cadenas de valor regionales del sudeste de Asia, Europa o América del Norte (Cadestin, Gourson y Kowalski, 2016, pág. 6).

La participación de América Latina en cadenas globales de valor desde 1985 ha sido muy inferior a la del sudeste de Asia, especialmente en el sector manufacturero. Al evaluar la participación de los países en desarrollo en estas cadenas, quizás lo más conveniente sea ver a América Latina como la norma y al sudeste de Asia, con sus sólidos vínculos comerciales intrarregionales y su alta tasa de participación en cadenas globales de valor, como la excepción. Cadestin, Gourson y Kowalski (2016, pág. 10) destacan que fuera del sudeste de Asia, la participación en cadenas globales de valor intrarregionales (en países en desarrollo) es más baja que la participación en eslabonamientos extrarregionales.

**Gráfico V.2**  
**América Latina: tasas de participación en las cadenas globales de valor<sup>a</sup>**  
(En porcentajes)



**Fuente:** Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), Base de datos Trade in Value Added (TiVA), 2015 [en línea] <http://www.oecd.org/sti/ind/measuringtradeinvalue-addedanoeecd-wtojointinitiative.htm>.

<sup>a</sup> Las tasas de participación se calculan como la proporción de los eslabonamientos progresivos y regresivos de un país en los eslabonamientos mundiales.

Pese a la tasa de participación relativamente baja en cadenas globales de valor en comparación con el sudeste de Asia, América Latina se caracteriza por los altos niveles de IED en los sectores de recursos naturales y las actividades de manufactura orientadas a los mercados internos y para el procesamiento de exportaciones. En los últimos años se ha registrado un marcado incremento de las inversiones procedentes de paraísos fiscales transnacionales y entidades de finalidad específica. Mientras que los

Estados Unidos continúan siendo el principal inversionista extranjero en la región (medido en términos de flujos anuales entre 2004 y 2013 o por volúmenes en 2013), los Países Bajos aparecen en segundo lugar. Para algunos países, sobre todo el Brasil, los Países Bajos se han convertido en el principal inversionista extranjero en términos de volumen de IED. Casi el 30% de toda la IED de América Latina en 2014 provino de Luxemburgo y los Países Bajos, y este último se convirtió en el principal inversionista extranjero de la región, superando incluso a los Estados Unidos.

“Luxemburgo y los Países Bajos no suelen considerarse economías poderosas, pero otros países los utilizan como canales para su inversión. Lo ideal sería asignar estos flujos de inversión a los auténticos países de origen, pero no siempre es posible hacerlo” (CEPAL, 2015, pág. 31). Si bien los altos diferenciales de la tasa de interés explican el marcado incremento del financiamiento externo en América Latina en la década de 2000, no hay duda de que el aumento en los préstamos interempresariales da cuenta del alza en los flujos de IED durante este período. Como ya se indicó, es probable que estos préstamos reflejen el uso de una ingeniería financiera para traspasar beneficios contables a jurisdicciones de baja imposición fiscal.

Los países de América Latina participan en el comercio mundial principalmente como productores de materias primas y ensambladores de bienes manufacturados con altos niveles de valor agregado externo. En términos generales, América del Sur entra en la primera categoría, mientras que México y varios países de Centroamérica, como Honduras, pertenecen a la segunda. Como productores de materias primas, los sudamericanos tienen eslabonamientos regresivos relativamente débiles y eslabonamientos progresivos fuertes (véase la sección C), en tanto que en México y Centroamérica ocurre lo contrario debido a una mayor dependencia de insumos importados.

Si se utiliza la proporción de eslabonamientos progresivos y regresivos en las exportaciones brutas como medida de participación en las cadenas globales de valor, se constata que Chile es el participante más activo de América Latina en estas cadenas, seguido de México, Costa Rica, Colombia, el Brasil y la Argentina (Cadestin, Gourson y Kowalski, 2016, pág. 11). En cambio, si medimos la participación en las cadenas globales de valor como la participación de un país en los eslabonamientos progresivos y regresivos mundiales, México se convierte en el participante más activo de América Latina, seguido del Brasil, Chile y la Argentina (véase el gráfico V.2).

Como ya se indicó, México y gran parte de Centroamérica participan en cadenas globales de valor como exportadores de bienes procesados que contienen altos niveles de valor agregado externo. Mientras que el valor agregado externo de las exportaciones de Costa Rica y México (un 28% y un 32%, respectivamente, en 2011) da cuenta de la existencia de insumos importados de alta tecnología y pagos por mano de obra calificada, el de

los países de Centroamérica se relaciona con materias primas y bienes de baja tecnología utilizados en la fabricación textil y de vestimenta. Resulta sorprendente constatar que los insumos importados, en especial los hilos y fibras de América del Norte y Asia Oriental, representan un 80% del valor agregado de las exportaciones textiles hondureñas. Entre los países de América Latina, Honduras, México y Costa Rica registraron las proporciones más altas de valor agregado externo en exportaciones brutas a mediados de la década de 2000 (del 35% al 50%), seguidos del Uruguay, Nicaragua y Guatemala (Blyde, 2014, págs. 20-21).

Si bien la proporción media de eslabonamientos progresivos en las exportaciones brutas en América Latina es comparable a la de los países asiáticos, ello se debe a la presencia de grandes exportadores de productos primarios, como la Argentina y el Brasil. Si se considera únicamente a las exportaciones de manufacturas, los eslabonamientos progresivos de los países latinoamericanos son mucho más pequeños. “Los países de América Latina participan más que Europa y Asia en las cadenas globales de valor como proveedores de insumos primarios, mientras que Europa y Asia participan más que América Latina como proveedores de insumos de manufacturas” (Blyde, 2014, pág. 25).

Los débiles vínculos comerciales intrarregionales en América Latina permiten que empresas en América del Norte, Europa y Asia obtengan grandes proporciones del valor agregado en las exportaciones latinoamericanas. Cadestin, Gourson y Kowalski (2016, pág. 14) estiman que en México y Costa Rica, solo el 3% y el 11% de los insumos extranjeros, respectivamente, provienen de otros países latinoamericanos, mientras que un 40% proceden del Canadá y los Estados Unidos. De modo similar, Blyde (2014, pág. 31) calcula que solo el 29% del valor agregado externo en las exportaciones latinoamericanas corresponde a países de la región, frente a un 50% en Asia y Europa. Asimismo, mientras que las empresas con sede en Europa, América del Norte y Asia representan bastante más de la mitad del valor agregado externo total en las exportaciones latinoamericanas, la participación de América Latina en el valor agregado externo de las exportaciones de estas regiones es mínima (Blyde, 2014, pág. 30).

El papel marginal de América Latina en las cadenas globales de valor se debe, entre otras cosas, a que, si bien los salarios en la región no son tan bajos como en el sudeste de Asia, la calidad de la infraestructura de transporte y comunicaciones es similar o inferior a la de los países de la subregión asiática. Además, como se destaca en la sección D, muy pocas de las empresas multinacionales que organizan y dirigen estas cadenas de abastecimiento internacionales tienen su sede central en América Latina. Al tomar nota de los fuertes vínculos comerciales entre los Estados Unidos, Europa occidental y Asia Oriental, en un estudio reciente se señala que “la mayoría de las casas

matrices de las multinacionales están situadas en países industrializados, al igual que una cantidad muy elevada de sus filiales extranjeras”, lo que deja a la mayoría de los países pobres y de ingresos medios prácticamente fuera del circuito (Blyde, 2014, pág. 32).

En general, los países latinoamericanos se integran a las cadenas globales de valor mediante la adopción de estrategias de “vía fácil” basadas en sistemas regulatorios débiles y bajos salarios. Aunque alcanzaron índices de crecimiento relativamente altos en la década de 2000, México y Centroamérica siguen dependiendo mucho de las exportaciones de productos primarios y participan en segmentos de muy bajo valor agregado en la producción mundial de vestimenta. Sus sectores exportadores están dominados por empresas extranjeras, sumamente dependientes del mercado estadounidense, y son vulnerables a los cambios de rumbo en las políticas comerciales de ese país. La demanda de los Estados Unidos representó el 89% de las exportaciones de vestimenta de Nicaragua en 2009. Los fabricantes nicaragüenses de prendas de vestir de punto y tejidas se dedican principalmente a la producción de “corte y recorte”, el segmento de valor agregado más bajo de la cadena de valor de la industria, y compiten en cadenas de abastecimiento impulsadas por compradores, lideradas por Levi Strauss, Cintas, Kohl’s y otros gigantes minoristas (Hernández, Martínez-Piva y Mulder, 2014, págs. 85-86).

El modelo “integracionista” pasivo y subordinado (véase la sección C) tiene algunas excepciones, como las industrias aeroespaciales en el Brasil y México, los conglomerados de productos electrónicos y dispositivos médicos en Costa Rica y México, y las empresas de servicios de ingeniería en Chile (Hernández, Martínez-Piva y Mulder, 2014, págs. 88-89). Si bien se han registrado notorios avances, los conocimientos técnicos y otros activos intangibles en estos segmentos siguen concentrados en manos de multinacionales de capitales extranjeros. El conglomerado de equipos médicos en Baja California (México), por ejemplo, consiste principalmente en empresas estadounidenses que aprovechan el sistema de importación-exportación de la maquila para acceder a oportunidades de bajo costo para procesos intensivos en mano de obra en un lugar muy cercano a los Estados Unidos (Hernández, Martínez-Piva y Mulder, 2014, pág. 87). En Costa Rica, menos de la tercera parte de las empresas de dispositivos médicos son costarricenses y el 60% son multinacionales de los Estados Unidos.

La industria aeroespacial del Brasil, por su parte, constituye una excepción más genuina al histórico papel de los países latinoamericanos como proveedores de productos de bajo valor agregado a países más ricos. Contrario al conglomerado aeroespacial en México y de productos electrónicos en Costa Rica, esta industria no surgió en la era de expansión de las cadenas globales de valor después de 1990, ni fue producto de políticas

“integracionistas” pasivas (véase la sección B) con las que se pretendía persuadir a las empresas multinacionales para que tercerizaran las tareas de producción. Más bien, fue el resultado de los esfuerzos realizados por las autoridades públicas durante varias décadas para crear capacidad tecnológica propia en la producción de aviones y la aeronáutica. En la actualidad, la industria se compone principalmente de la antigua empresa estatal Embraer y las empresas derivadas nacionales fundadas en los años noventa. Embraer es una de las empresas aeroespaciales más grandes del mundo y compite con Bombardier en la producción de aviones de pasajeros de porte mediano. Si bien Embraer ha sido privatizada y la mayoría de sus acciones se han vendido a inversionistas extranjeros, el éxito del Brasil en la industria aeroespacial da cuenta de los avances en sectores “intensivos en ingeniería”, que son cruciales para mejorar la posición relativa de un país en las cadenas de valor (CEPAL, 2007).

La rápida expansión de las cadenas globales de valor después de 1990 y el repudio a las políticas industriales dirigidas por el Estado no hicieron mucho por promover los adelantos técnicos en América Latina en comparación con los países ricos. Bértola y Ocampo (2015) señalan que el descenso de la productividad laboral de América Latina con respecto a los Estados Unidos entre 1950 y 2008 es un fenómeno totalmente posterior a 1980, que continuó durante las reformas liberalizadoras de los años noventa. Ocampo (2015) añade que la participación media de los sectores intensivos en ingeniería en el valor agregado industrial en América Latina fue equivalente al 23% del nivel de los Estados Unidos entre 1996 y 2007, en comparación con el 99% en las economías en desarrollo de Asia. En el Brasil, esta proporción fue del 70% entre 1974 y 1981, cuando la inversión pública en sectores intensivos en capital era alta, pero bajó a alrededor del 55% a mediados de la década de 1990 (CEPAL, 2007, pág. 60).

Gallagher y Shafaeddin (2009) refuerzan estas observaciones en su comparación de la política industrial en China y México desde 1980. Antes de los años ochenta, México contaba con una industria informática y electrónica moderadamente exitosa como resultado de políticas tecnológicas diseñadas para fomentar las capacidades nacionales y limitar el control extranjero sobre los sectores avanzados. Las reformas de mercado desmantelaron estas y otras políticas relacionadas con la inversión extranjera y la transferencia de tecnología. Creadas durante el período de industrialización mediante sustitución de importaciones, las empresas mexicanas de productos electrónicos prácticamente desaparecieron tras la liberalización del comercio y fueron remplazadas por una economía de enclave exterior con pocos eslabonamientos, mínima dedicación a la investigación y el desarrollo y limitadas asociaciones con universidades más allá de la innovación de procesos (pág. 15). En el año 2000 solo quedaban en pie unas pocas de las 50 empresas de informática mexicanas originales, y menos del 5% de los



insumos de la producción mexicana de tecnología de la información eran de origen local (Gallagher y Zarsky, 2007, pág. 7). Además, en términos de instalaciones de investigación y desarrollo y tecnología fue muy poco lo que las multinacionales transfirieron a México.

El caso mexicano contrasta claramente con el de China, donde las reformas de mercado también comenzaron en la década de 1980, pero las empresas estatales continuaron teniendo un papel central en la investigación de alta tecnología. Incluso en un entorno normativo más restringido tras la adhesión a la OMC, China siguió tratando de contar con políticas industriales, y el Gobierno central aumentó drásticamente el financiamiento para la investigación en ciencia y alta tecnología después de 2001. Como resultado, las empresas chinas de productos electrónicos han logrado prosperar tanto en el mercado nacional como internacional (Gallagher y Shafaeddin, 2009, pág. 34).

El desarrollo de las TIC en el Brasil en la década de 2000 también se comparó de manera favorable con el de México, esencialmente por los mismos motivos antes señalados. Pese a las reformas de mercado y a una retracción generalizada de las políticas industriales después de 1990, Schatan y Enríquez (2015, pág. 161) señalan que el Brasil mantuvo una política industrial específica para el sector de las TIC, incluidas políticas públicas centradas en los avances tecnológicos a largo plazo. Mientras que México apostó a las exportaciones, las políticas industriales han sido comparativamente más fuertes en el sector de las TIC del Brasil, lo que explica el notable desempeño de dicho sector en la década de 2000 (págs. 170-171).

## F. Conclusiones

La capacidad de las grandes empresas para extraer rentas tecnológicas y financieras —obtener algo por nada, en palabras de Veblen (1919)— explica gran parte de la polarización social y económica del capitalismo moderno. Encabezado por un selecto grupo de poderosas empresas, el crecimiento de las cadenas globales de valor ha creado una amplia y desigual división internacional del trabajo, dividiendo al mundo en economías “centrales”, ubicadas en el Japón y Occidente, y economías “fábrica”, ubicadas en el sudeste de Asia, Europa Oriental y América Latina (Baldwin y Lopez-Gonzalez, 2013). La actividad tangible, principalmente en manufacturación y ensamblaje, se realiza en los países en desarrollo, mientras que el trabajo intelectual intangible, principalmente en servicios (investigación y desarrollo, diseño, finanzas y comercialización), se concentra en los países ricos. El “principal negocio” de todas las empresas transnacionales, cualquiera sea la rama en que operen, es controlar y capitalizar estos activos intangibles.

Una porción relativamente menor del valor agregado generado en las cadenas globales de valor corresponde a trabajadores y empresas en

regiones en desarrollo, como América Latina. En general, América Latina ha tomado la “vía fácil” a la hora de integrarse a las cadenas globales de valor: salvo pocas excepciones, los agentes más activos en estas cadenas en la región, como México y las economías centroamericanas, participan como procesadores de insumos importados y ensambladores de bajo valor agregado de bienes manufacturados. Si bien puede parecer que América del Sur está relativamente al margen de las redes mundiales de producción, la economía de la subregión se encuentra, de hecho, muy internacionalizada, con inversionistas extranjeros que juegan un papel preponderante en la manufacturación, los servicios, los recursos naturales y, sobre todo, el sector financiero. Aunque en última instancia se originan en decisiones de inversión adoptadas por grandes empresas con sede en los Estados Unidos y Europa occidental, cada vez son mayores los flujos financieros y de IED que provienen de centros financieros *offshore*, como las Bermudas, Luxemburgo y los Países Bajos. La gran mayoría de estos flujos han llegado en forma de préstamos interempresariales que tienen por objeto aumentar artificialmente los pagos de intereses de las filiales latinoamericanas a las sociedades ficticias ubicadas en paraísos fiscales.

En América Latina, al igual que en otros lugares, los cambios legislativos e institucionales asociados a la globalización del comercio y las finanzas han aumentado la movilidad empresarial de dos maneras clave: i) han hecho que sea más fácil para las empresas tercerizar actividades y reubicar instalaciones en zonas de salarios más bajos, lo que coloca una presión a la baja sobre los salarios en sus países de origen; y ii) han hecho que sea más fácil para las empresas transferir fondos a distintas partes del mundo y traspasar beneficios contables a jurisdicciones de baja imposición fiscal. Esta mayor movilidad incrementó las rentas de las grandes empresas y ayudó a redistribuir el ingreso en la cadena de valor de los trabajadores productivos a los accionistas y ejecutivos asalariados.

## Bibliografía

- Amsden, A. H. (2001), *The Rise of "The Rest": Challenges to the West from Late-Industrializing Economies*, Oxford, Oxford University Press.
- Anderson, A. M. y B. Razavi (2010), "The globalization of intellectual property rights: TRIPS, BITS, and the search for uniform protection", *Georgia Journal of International and Comparative Law*, vol. 38, N° 2, Athens, Universidad de Georgia.
- Baker, D. (2015), "Working paper. The upward redistribution of income: Are rents the story?", Washington, D.C., Centro de Investigación en Economía y Política, diciembre.
- Baldwin, R. (2014), "Trade and industrialization after globalization's second unbundling: how building and joining a supply chain are different and why It matters", *Globalization in an Age of Crisis: Multilateral Economic Cooperation in the Twenty-First Century*, R. C. Feenstra y A. M. Taylor (eds.), Chicago, National Bureau of Economic Research (NBER)/The University of Chicago Press.
- Baldwin, R. y J. Lopez-Gonzalez (2013), "Supply-chain trade: a portrait of global patterns and several testable hypotheses", *NBER Working Paper*, N° 18957, Cambridge, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas, abril.
- Banga, R. (2014), "Linking into global value chains is not sufficient: do you export domestic value added contents?", *Journal of Economic Integration*, vol. 29, N° 2, Seúl, Sejong University.
- Bernard, J. T. y R. Weiner (1990), "Multinational corporations, transfer prices, and taxes: evidence from the U.S. petroleum industry", *Taxation in the Global Economy*, A. Razin y J. Slemrod (eds.), Chicago, National Bureau of Economic Research (NBER)/The University of Chicago Press.
- Bértola, L. y J. A. Ocampo (2015), *O Desenvolvimento Econômico da América Latina Desde a Independência*, São Paulo, Elsevier.
- Blyde, J. S. (coord.) (2014), *Fábricas sincronizadas: América Latina y el Caribe en la era de las cadenas globales de valor*, Banco Interamericano de Desarrollo.
- Cadestine, C., J. Gourdon y P. Kowalski (2016), "Participation in global value chains in Latin America: implications for trade and trade-related policy", *OECD Trade Policy Papers*, N° 192, París, OECD Publishing.
- Caraballo, J. G. y X. Jiang (2016), "Value-added erosion in global value chains: an empirical assessment", *Journal of Economic Issues*, vol. 50, N° 1, Association for Evolutionary Economics (AFEE).
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2016), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2016: la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible y los desafíos del financiamiento para el desarrollo (LC/G.2684-P)*, Santiago.
- \_\_\_\_ (2015), *La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe, 2015 (LC/G.2641-P)*, Santiago.
- \_\_\_\_ (2007), "Progreso técnico y cambio estructural en América Latina", *Documentos de Proyectos*, N° 136 (LC/W.136), Santiago.
- Dedrick, J., K. Kraemer y G. Linden (2010), "Who profits from innovation in global value chains? A study of the iPod and notebook PCs", *Industrial and Corporate Change*, vol. 19, N° 1, Oxford, Oxford University Press.
- Furtado, C. (1978), *Criatividade e Dependência na Civilização Industrial*, Río de Janeiro, Paz e Terra.
- Gallagher, K. P. y M. Shafaeddin (2009), "Policies for industrial learning in China and Mexico", *RIS Discussion Paper*, N° 150, Nueva Delhi, Research and Information System for Developing Countries (RIS), febrero.

- Gallagher, K. P. y L. Zarsky (2007), *The Enclave Economy: Foreign Investment and Sustainable Development in Mexico's Silicon Valley*, Cambridge, MIT Press.
- Gereffi, G. (2014), "Global value chains in a post-Washington Consensus world", *Review of International Political Economy*, vol. 21, N° 1, Abingdon, Routledge.
- Glattfelder, J. B. (2013), *Decoding Complexity: Uncovering Patterns in Economic Networks*, Heidelberg, Springer-Verlag.
- Hernández, R. A., J. M. Martínez-Piva y N. Mulder (eds.) (2014), *Global Value Chains and World Trade: Prospects and Challenges for Latin America* (LC/G.2617-P), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), agosto.
- Hopkins, T. K. e I. Wallerstein (1986), "Commodity chains in the world-economy prior to 1800", *Review (Fernand Braudel Center)*, vol. 10, N° 1, Nueva York, Research Foundation for the State University of New York.
- Kalecki, M. (1971), "Class struggle and distribution of national income", *Selected Essays in the Dynamics of the Capitalist Economy 1933-1970*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Kaplinsky, R. (2005), *Globalization, Poverty and Inequality: Between a Rock and a Hard Place*, Cambridge, Polity Press.
- Klinger, S., S. Anderson y J. Rojas (2013), "Corporate Tax dodgers: 10 companies and their tax loopholes. 2013 Report", Washington, D.C., Institute for Policy Studies/Americans for Tax Fairness.
- Koopman, R., Z. Wang y W. Shang-Jin (2011), "How much of China's exports is really made in China? Estimating domestic content in exports when processing trade is pervasive", documento presentado en el seminario "The Fragmentation of Global Production and Trade in Value-Added: Developing New Measures of Cross Border Trade", Washington, D.C., Banco Mundial, 9 y 10 de junio.
- Kowalski, P., J. y otros (2015), "Participation of developing countries in global value chains", *OECD Trade Policy Papers*, N° 179, París, OECD Publishing, abril.
- Kraemer, K. L. y J. Dedrick (2002), "Dell computer: organization of a global production network", Irvine, Center for Research on Information Technology and Organizations (CRITO).
- Kraemer, K.L., G. Linden y J. Dedrick (2011), "Capturing value in global networks: Apple's iPad and iPhone" [en línea] [http://pcic.merage.uci.edu/papers/2011/value\\_ipad\\_iphone.pdf](http://pcic.merage.uci.edu/papers/2011/value_ipad_iphone.pdf).
- Mazzucato, M. (2014), *El Estado emprendedor: mitos del sector público frente al privado*, Barcelona, RBA Libros.
- Milanovic, B. (2012), "Global inequality recalculated and updated: the effect of new PPP estimates on global inequality and 2005 estimates", *Journal of Economic Inequality*, vol. 10, N° 1, Berlín, Springer.
- Milberg, W. y D. Winkler (2013), *Outsourcing Economics: Global Value Chains in Capitalist Development*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Nathan, D. y S. Sarkar (2011), "A note on profits, rents and wages in global production networks", *Economic and Political Weekly*, vol. 46, N° 36, Mumbai, Sameeksha Trust.
- Ocampo, J. A. (2015), "América Latina frente la turbulencia económica mundial", *Neoestructuralismo y corrientes heterodoxas en América Latina y el Caribe a inicios del siglo XXI* (LC/G.2633-P/Rev.1), A. Bárcena y A. Prado (eds.), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) (2015), Base de datos Trade in Value Added (TiVA) [en línea] <http://www.oecd.org/sti/ind/measuringtradeinvalue-addedanoecd-wtojointinitiative.htm>.
- \_\_\_\_\_(s/f), OECD Patent Database [en línea] <http://www.oecd.org/sti/inno/oecdpatentdatabases.htm>.

- OCDE/OMC (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos/Organización Mundial del Comercio) (2012), "Trade in value-added: concepts, methodologies and challenges (Joint OECD-WTO Note)", París, OECD Publishing.
- OCDE/OMC/Banco Mundial (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos/Organización Mundial del Comercio/Banco Mundial) (2014), "Global value chains: challenges, opportunities, and implications for policy", documento preparado para la Reunión de Ministros de Economía del Grupo de los 20 (G20), Sydney, 19 de julio.
- Pagano, U. y M. A. Rossi (2011), "Property rights in the knowledge economy: an explanation of the crisis", *The Global Economic Crisis: New Perspectives on the Critique of Economic Theory and Policy*, E. Brancaccio y G. Fontana (eds.), Nueva York, Routledge.
- Sayer, A. (2015), *Why We Can't Afford the Rich*, Bristol, The Policy Press.
- Schatan, C. y L. Enríquez (2015), "México: políticas industriales y producción de bienes y servicios de tecnologías de la información y la comunicación", *Revista CEPAL*, N° 117, Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Smichowski, B. C., C. Durand y S. Knauss (2016), "Uneven development patterns in global value chains: an empirical inquiry based on a conceptualization of GVCs as a specific form of the division of labor", documento presentado en la 28th Annual Conference of the Society for the Advancement of Socio-Economics (SASE), Berkeley, 24-26 de junio.
- Starrs, S. (2014), "The chimera of global convergence", *New Left Review*, N° 87, Londres, mayo-junio.
- Stiglitz, J. (2016), "Inequality and economic growth", *Rethinking Capitalism: Economics and Policy for Sustainable and Inclusive Growth*, M. Jacobs y M. Mazzucato (eds.), Oxford, Wiley-Blackwell.
- Sturgeon, T. J. y M. Kawakami (2010), "Global value chains in the electronics industry: Was the crisis a window of opportunity for developing countries?", *Policy Research Working Paper*, N° 5417, Banco Mundial, septiembre.
- Timmer, M. P. y otros (2015), "An illustrated user guide to the world input-output database: the case of global automotive production", *Review of International Economics*, vol. 23, N° 3, Nueva Jersey, John Wiley & Sons.
- \_\_\_\_ (2014), "Slicing up global value chains", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, N° 2, Pittsburgh, Asociación Estadounidense de Economía.
- UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) (2016), *Trade and Development Report, 2016: Structural transformation for inclusive and sustained growth*, Ginebra, Naciones Unidas.
- \_\_\_\_ (2015a), *World Investment Report 2015: Reforming International Investment Governance*, Ginebra, Naciones Unidas.
- \_\_\_\_ (2015b), *Global Value Chains and South-South Trade: Economic Cooperation and Integration among Developing Countries*, Ginebra, octubre.
- \_\_\_\_ (2013), *World Investment Report 2013. Global Value Chains: Investment and Trade for Development*, Ginebra, Naciones Unidas.
- \_\_\_\_ (2007), "The universe of the largest transnational corporations", Ginebra, Naciones Unidas.
- Veblen, T. (1919), *The Vested Interests and the Common Man*, Nueva York, B.W. Huesch, Inc.
- Xing, Y. (2010), "China's high-tech exports: myth and reality", *EAI Background Brief*, N° 506, Universidad Nacional de Singapur.



## Capítulo VI

# **Patrones financieros y de inversión en América Latina desde la perspectiva del comportamiento empresarial**

*Edgardo Torija Zane<sup>1</sup>  
Ricardo Gottschalk<sup>2</sup>*

## **Introducción**

En este capítulo se examinan los principales cambios institucionales registrados en el ambiente empresarial y financiero en los últimos 20 años y sus efectos en el comportamiento de las empresas latinoamericanas cuyas acciones cotizan en bolsa. Después de una breve discusión teórica sobre la relación entre las estrategias empresariales, la globalización financiera y la inversión productiva, se analizan las reformas institucionales implementadas en América Latina desde comienzos de la década de 1980, que fomentaron una mayor integración de las estructuras productivas con los mercados financieros internacionales. Sobre la base de la información estadística obtenida de los balances generales y las cuentas de resultados de un grupo de empresas no financieras de seis países latinoamericanos —la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú— que cotizan en bolsa, se estudian los

---

<sup>1</sup> Docente en Sciences Po, Paris School of International Affairs (PSIA). Economista en el sector privado.

<sup>2</sup> Oficial de Asuntos Económicos en la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), División de Globalización y Estrategias de Desarrollo.

patrones en la estructura de activos y pasivos de las empresas, así como las tendencias en materia de inversión productiva y beneficios empresariales en el período 1995-2015. Algunos de los principales aspectos examinados en este capítulo son la medida y la manera en que las prácticas asociadas con la financierización se han arraigado entre las empresas latinoamericanas y la forma en que la gran disponibilidad de liquidez global después de la crisis financiera mundial ha afectado la estructura de los balances generales de las corporaciones no financieras.

## **A. Comportamiento empresarial: el auge de la creación de valor para el accionista y la globalización financiera**

Las últimas décadas se han caracterizado por la transición hacia una globalización impulsada por las finanzas. A nivel empresarial, este cambio se tradujo en una relación más profunda y estrecha de las empresas no financieras con los mercados financieros internacionales. El auge de la actividad de inversionistas institucionales (incluidas las aseguradoras, los fondos de pensiones, los fondos de cobertura y otros gestores de activos), la reorientación de las empresas hacia su actividad central (*core business*) en el marco de una intensificación de la competencia internacional y la fragmentación de los procesos productivos en cadenas globales de valor dieron lugar a un modelo de gobernanza empresarial basado en la creación de valor para el accionista. Según este modelo, la dirección de una empresa debería priorizar ante todo los intereses financieros de los accionistas, distribuyendo regularmente los beneficios obtenidos por la empresa, ya sea mediante el reparto de dividendos o la recompra de acciones propias (*shares buybacks*) (Manne, 1962; Jensen y Meckling, 1976).

Se esperaba que los principios de creación de valor para el accionista sustituyeran gradualmente al “capitalismo gerencial”, un modo de gestión en el que se separan la propiedad jurídica y el control fáctico de los medios de producción (Galbraith, 1971; Chandler, 1984). En dicho modelo, la burocracia dirigente busca equilibrar múltiples intereses derivados de los objetivos de las distintas partes involucradas, incluidos los empleados, clientes, proveedores y accionistas. A su vez, esta coordina un gran volumen de actividades productivas y busca garantizar la continuidad y el florecimiento de la empresa o el conglomerado.

En la década de 1970, comenzó a cuestionarse el modelo empresarial gerencial, al considerárselo insensible a las presiones competitivas y alejado de la lógica de la rentabilidad, única garantía de sostenibilidad (Jensen y Warner, 1988). Conforme la teoría de la agencia, se entendió que la persecución



del propio interés gerencial en busca de poder y prestigio personal producía un crecimiento empresarial excesivo. El nuevo modelo, concentrado en la actividad central (Liebeskind y Opler, 1992), cuestionaba la mera existencia de empresas diversificadas y grandes conglomerados, que se consideraban ineficientes en la asignación de los fondos generados internamente y propensos a invertir de manera excesiva en proyectos con insuficiente rentabilidad (Cohen, March y Olsen, 1972; Markides, 1992).

La difusión del modelo de creación de valor para el accionista promovió la externalización de actividades (*outsourcing*), fragmentando la actividad en múltiples cadenas de valor, al tiempo que resultó funcional a una participación activa de los mercados de capital en términos de asignación de capital. El auge de la intermediación financiera por parte de inversionistas institucionales se tradujo en una creciente influencia de los gestores de activos profesionales y las instituciones financieras en las decisiones empresariales. De hecho, estas últimas poseen una proporción cada vez mayor de las acciones ordinarias cotizadas en bolsa y han ejercido sus derechos de voto minoritarios para influir en las decisiones de la dirección (Krier, 2005).

El activismo de los gestores de activos profesionales tuvo lugar de dos maneras. En primer lugar, los inversionistas financieros que poseían una parte significativa de las acciones ordinarias de un grupo, y por ende una posición estratégica, comenzaron a solicitar un alto nivel de divulgación de información sobre las actividades de la empresa y a ejercer su derecho al voto en las juntas de accionistas. El segundo mecanismo para influir en los gerentes es la “disciplina de mercado”. Los inversionistas institucionales que poseen acciones para fines de asignación “tácticos” también proporcionan un canal para influir en la política empresarial al “votar con los pies”, es decir, al vender acciones de la empresa cuando no están satisfechos con su desempeño o su política (Bastch, 2002). Para comunicarse de manera más eficiente con este tipo de inversionistas, y cumplir con las solicitudes de las autoridades de supervisión y vigilancia, las empresas comenzaron a proporcionar balances de resultados trimestrales en lugar de anuales o semestrales y a invertir masivamente en sus equipos de comunicación financiera.

La marcada influencia de los intermediarios financieros en la toma de decisiones en el seno de las corporaciones no financieras dio lugar a una creciente “financierización” de la economía, según el significado del término dado por Batsch (2002) y otros autores franceses (Aglietta, 1997; Artus y Debonneuil, 1999), en el que dicho fenómeno se asocia con la injerencia creciente de la esfera financiera en la producción.

En países como los Estados Unidos y el Reino Unido, los mercados de capital desempeñan un papel vital en la intermediación entre la inversión y el ahorro y las empresas han adoptado ampliamente los principios de

creación de valor para el accionista (Gamble y Kelly, 2001). Por el contrario, y a pesar de un notorio desarrollo de los mercados de capital en Europa continental, Asia Oriental y otras partes del mundo, la financierización resulta moderada por la presencia todavía significativa de empresas del sector público —cuyas actividades no están orientadas a la maximización de los beneficios—, bancos de desarrollo y otros intermediarios estatales, que constituyen una fuente de financiación fundamental para las pequeñas y medianas empresas. Sin embargo, incluso en esos países los mecanismos de intermediación financiera se han transformado debido a la presencia de empresas multinacionales guiadas por principios de creación de valor para el accionista, que invierten masivamente mediante la inversión extranjera directa (IED), y a la reducción de las barreras transfronterizas a los movimientos de capital, que permitieron la participación del capital extranjero en los mercados financieros nacionales.

Como observa Guttman (2008), desde la década de 1980 la globalización impulsada por las finanzas redundó en una disociación de los beneficios y la inversión en las empresas y los países. En lugar de reinvertirse en la expansión de la propia empresa, los fondos generados internamente tendieron cada vez más a distribuirse entre los accionistas, para luego reciclarse en los mercados financieros internacionales en busca de inversiones alternativas que ofrecieran mayor rentabilidad.

La primacía del accionista y la globalización financiera se convirtieron en la filosofía dominante. La lógica pareció implacable. Los beneficios no se reinvierten en el crecimiento de la empresa, sino que se asignan al pago de dividendos. Lejos de comprometer el nivel de inversión en el agregado, los pagos a los accionistas dan origen a una capacidad de financiamiento para la inversión en otras industrias, sectores o mercados. Los proyectos considerados ventajosos desde la óptica del riesgo y la rentabilidad esperada encontrarían fácilmente inversionistas interesados en los mercados de capital mundiales.

Asimismo, la globalización financiera contribuiría a reorganizar el sistema productivo alrededor de cadenas globales de valor y los intermediarios financieros serían quienes asegurarían la asignación de los superávits de variadas actividades a los usos más eficientes (Milberg, 2008). El debilitamiento del nexo entre los beneficios y la inversión productiva a nivel de la empresa no debería ser entonces fuente de preocupación, ya que la financiación de las inversiones en el agregado se realizaría de forma más eficiente.

Por último, la globalización impulsada por las finanzas también sería una oportunidad para los mercados “emergentes” y su perspectiva de reducir la brecha de ingresos con los países más ricos.

Los episodios de crisis financiera cada vez más frecuentes llevaron a cuestionar el avance de la financierización. Las finanzas, con su tendencia a generar ciclos especulativos, terminarían por fomentar burbujas especulativas y generar inestabilidad macroeconómica, con repercusiones negativas en materia de volumen de inversión productiva y, en última instancia, crecimiento económico. En otras palabras, la calidad de las señales de precio que emanan de los mercados financieros y gobiernan los procesos decisorios puede resultar imperfecta, dando lugar a procesos de sobreinversión en proyectos de dudosa rentabilidad y a una falta de interés en otros emprendimientos potencialmente viables.

Desde otro ángulo, la presión de los inversionistas para lograr beneficios financieros a corto plazo y la amenaza permanente de ser objeto de adquisiciones hostiles en períodos de baja rentabilidad podrían disuadir a los gerentes de emprender proyectos con horizonte de rentabilidad a largo plazo, con efectos adversos en la formación de capital fijo y la innovación (Stockhammer, 2004; Lazonick, 2013; Stout, 2012; Palley, 2007). Muchos autores también han señalado que la compensación excesiva de los altos ejecutivos, en particular mediante políticas de remuneración con opciones sobre acciones (*stock-options*), han creado grandes incentivos para dirigir las empresas en función de las ganancias a corto plazo y asumir riesgos excesivos a mediano y largo plazo (Bebchuk y Fried, 2003).

Las economías latinoamericanas han asistido a los cambios estructurales en el ambiente empresarial y financiero y han sido testigos privilegiados de los ciclos financieros de auge y depresión desde la segunda mitad de la década de 1970, justo después de la primera ola de desregulación de la cuenta de capital y del notable incremento de los movimientos de capital. La inestabilidad macroeconómica en las economías del Cono Sur al final de los años ochenta, y en prácticamente toda la región con el desencadenamiento de la crisis de la deuda externa de la década de 1980, es un ejemplo de la creciente fragilidad en la economía mundial.

Las reformas de apertura financiera en la década de 1990 y la profundización de los programas de reforma en América Latina dieron un nuevo impulso al desarrollo de los mercados de capital nacionales y estrecharon el vínculo entre el aparato productivo y los circuitos de financiación internacional.

Desde la óptica del aparato productivo, las empresas latinoamericanas se articularon de manera progresiva con las redes de producción internacionales, con un mayor protagonismo de empresas de origen local en cadenas globales de valor (Solimano, 2013). Desde el punto de vista de las finanzas, y en virtud de una mayor integración financiera, las empresas latinoamericanas accedieron a mayor financiamiento al tiempo que debieron enfrentar novedosos retos.

## **B. El auge de los mercados: reformas institucionales en América Latina desde comienzos de la década de 1980**

Después de las crisis de las décadas de 1980 y 1990, muchos países latinoamericanos abrieron aún más sus economías a la inversión extranjera directa y permitieron la penetración extranjera en sus sistemas financieros. A su vez emprendieron un proceso de reforma de los sistemas de pensiones y de privatización de las empresas estatales que estimuló sus mercados de capital.

Los países latinoamericanos fueron pioneros en la introducción de sistemas de capitalización individual como parte del componente obligatorio de sus sistemas de pensiones. Chile dio el primer paso en 1981. En el Perú (1992), Colombia (1993), la Argentina (1994), el Uruguay (1996), México y El Salvador (1997), el Estado Plurinacional de Bolivia (1998), Costa Rica y Nicaragua (2000), el Ecuador (2001) y la República Dominicana (2003) también se modificaron los sistemas de pensiones<sup>3</sup>. La introducción del sistema de contribución definida basado en cuentas de ahorro individuales se implementó de distintas maneras. En algunos países se sustituyó el sistema de reparto por “modelos integrados” en los que las cuentas individuales complementan al sistema previo, mientras que en otros el antiguo sistema se sustituyó completamente por el sistema de capitalización individual privado. El Brasil constituye una excepción entre los países latinoamericanos pues aún no se implementó una reforma significativa del régimen del sistema previsional. No obstante, dicha economía cuenta con un sistema de pensiones voluntarias complementarias al sistema de reparto que se rige por criterios de capitalización.

La introducción de las cuentas de capitalización individual permitió el crecimiento de la industria de gestión de las pensiones. Desde entonces, los fondos de pensiones han sido los mayores inversionistas institucionales en muchos países de la región, aumentando además su importancia en los mercados de capital nacionales —y en algunos casos regionales— (FMI, 2016). La regulación en general restringe las inversiones de los fondos de pensiones al mercado interno, aunque en algunos casos los fondos también apuestan a valores extranjeros: en Chile y el Perú dichas inversiones representan casi el 40% de las colocaciones de los fondos de pensiones.

En conjunto, los activos administrados por los fondos de pensiones latinoamericanos llegaron a 700.000 millones de dólares en 2016. En países como el Uruguay y México, los activos de los fondos de pensiones representan casi el 200% del producto interno bruto (PIB), mientras que en Chile, Colombia y el Perú los activos acumulados ascienden a alrededor del 150% del PIB. Es importante señalar que, en América Latina, los activos administrados

---

<sup>3</sup> La Argentina volvió a un sistema de reparto en 2008, al nacionalizar el sistema de pensiones, parcialmente privatizado en 1994.

por los fondos de pensiones superan ampliamente a aquellos en manos de compañías de seguros (FMI, 2016). En Chile, que proporcionalmente es el mayor mercado para el negocio de seguros en la región, los activos totales de las aseguradoras equivalen solamente al 25% del PIB.

La privatización de empresas estatales en los años noventa también creó espacio para el desarrollo de los mercados de capital, pues en muchos casos los recién llegados movilizaban un volumen significativo de capital en los mercados de bonos y acciones. El desarrollo de los mercados de capital estuvo acompañado por una creciente integración financiera, en la medida en que los inversionistas extranjeros podían operar en las bolsas de valores y los mercados de deuda. La propiedad extranjera en la región también aumentó desde la privatización y la apertura financiera, de modo que, en algunos casos, los inversionistas extranjeros tomaron el control de importantes empresas en los sectores de energía, telecomunicaciones y finanza, entre otros (OCDE, 2003). La presencia cada vez mayor de inversionistas extranjeros en los mercados de valores puede haber impulsado el enfoque de la creación de valor para el accionista. De acuerdo con Emerging Global Advisors (EGA, 2014, pág.3), el pago de dividendos en América Latina no solo creció progresivamente desde 1995, sino que también superó el promedio de los mercados emergentes.

En forma paralela a la reforma de los fondos de pensiones, el proceso de privatización y la desregulación de los flujos de capital, se promovieron reformas institucionales del mercado de capital con miras a aumentar la protección de los derechos de los inversionistas. De hecho, a comienzos de la década de 2000, en países como la Argentina, el Estado Plurinacional de Bolivia, el Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú se tomaron medidas legislativas para proteger los derechos de los fondos de pensiones y otros accionistas minoritarios y se divulgaron principios de buena gobernanza de las empresas (OCDE, 2003). En el Brasil se impulsaron reformas de gran alcance, que incluyeron la creación del llamado *Novo Mercado* por la bolsa de valores BM&FBOVESPA. Este consistía en nuevos listados voluntarios caracterizados por requisitos de gobernanza empresarial más estrictos, que reflejaban las mejores prácticas internacionales de gobernanza empresarial (véase, por ejemplo, Hubbard, 2010). El principal objetivo de estas reformas del mercado de capital era la promoción del desarrollo del sector privado y el crecimiento económico mediante la difusión de la buena gobernanza empresarial, el crecimiento de la inversión y el aumento de la eficiencia del mercado de capital (IFC, 2009; OCDE, 2003). Se pensaba que las reformas, fuertemente apoyadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial, ayudarían a ampliar la propiedad del capital social, aumentar la participación de los inversionistas extranjeros y promover los principios de creación de valor para el accionista.

A pesar de las iniciativas, las evaluaciones posteriores a esas reformas indican que la propiedad empresarial no cambió considerablemente, o por lo menos no tanto como se esperaba, y que la financierización era solo incipiente y limitada en el mejor de los casos a las empresas cotizantes, a pesar de la mayor importancia de la intermediación financiera en la región y el aumento de los gestores de activos en actividad.

En el Brasil, Chile, Colombia y México, tanto el sector bancario como los mercados de capital se expandieron considerablemente (véase el cuadro VI.1). Sin embargo, la evolución de los mercados financieros y, en particular, de los mercados de capital de la región ha sido desigual. El Brasil y Chile son los únicos países donde el valor de los títulos negociados y el tamaño de los activos en posesión de los inversionistas institucionales (fondos de pensiones, aseguradoras y fondos de inversión colectiva, entre otros) crecieron considerablemente como proporción del PIB. En Colombia, México y el Perú, el panorama es bastante heterogéneo, mientras que en la Argentina se registró un retroceso en los diversos segmentos de sus mercados financieros en los últimos diez años. En ese país, el sistema previsional fue estatizado en 2009 y los activos gestionados por los fondos de pensión quedaron bajo el control del sistema público de seguridad social.

**Cuadro VI.1**  
**América Latina (6 países): tamaño del sistema financiero**  
(En porcentajes del PIB)

	Capitalización de la bolsa de valores (valores promedio)		Títulos negociados-valor promedio total		Activos de las aseguradoras (al final del período)		Activos de los fondos de inversión colectiva (al final del período)	
	1989-1992	2011-2016	1992-1995	2011-2016	2000	2013	2000	2013
Argentina	6,1	9,5	21,0	0,5	2,6	3,1	2,6	2,3
Brasil	3,6	40,3	9,6	29,3	3,4	10,4	25,2	49,7
Chile	44,6	95,6	8,8	13,5	15,7	20,2	6,1	13,8
Colombia	5,3	48,2	2,0	5,9	2,6	6,0	0,2	0,1
México	17,4	37,7	11,3	10,1	2,8	5,8	3,4	10,1
Perú	2,6	42,1	6,4	1,9	2,1	5,2	2,6	3,0

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de Banco Mundial, *World Development Indicators 2017*, Washington, D.C., 2017.

Un aspecto de la debilidad relativa de la financierización se relaciona con la configuración de la propiedad empresarial. Al inicio de las reformas, la concentración de la propiedad empresarial en América Latina era muy alta y los mayores accionistas eran, por lo general, familias ricas (OCDE, 2003). Sin embargo, esta concentración se mantuvo elevada. Claessens y Yurtoglu (2013, pág. 10) informan que los mayores accionistas de la región poseen más

del 50% del capital de las empresas. En la Argentina y el Brasil esta cifra supera el 60%. Además, muchas de las sociedades cuyas acciones cotizan en bolsa están bajo el control de grandes grupos empresariales (OCDE, 2015). En la Argentina, ocho de las diez mayores empresas cotizadas en bolsa pertenecen a grupos empresariales, mientras que en el Brasil ese es el caso de la gran mayoría de las empresas cotizadas. En Chile, más del 70% de esas empresas está bajo el control de los 50 grupos más grandes de ese tipo. En Colombia, México y el Perú ese porcentaje asciende, respectivamente, al 52%, el 98% y el 77% (OCDE, 2015). Además de la concentración de la propiedad, la gobernanza empresarial en América Latina se caracteriza por la prevalencia de acciones sin derecho de voto, especialmente en el Brasil, de manera que se crea una divergencia entre la propiedad económica (derechos de flujo de efectivo) y el control (derechos de voto) (OCDE, 2015; Claessens y Yurtoglu, 2013; Hubbard, 2010; Lefort, 2003 y 2005).

Debido a los aún altos niveles de concentración, prevalece la estructura de propiedad del modelo de empresa cerrada con respecto al modelo de empresa abierta. En el modelo cerrado, la principal interacción de intereses que se observa a menudo es la de los accionistas dominantes —con frecuencia familias— frente a los accionistas minoritarios. En este caso, los accionistas dominantes ejercen control tanto sobre la junta directiva como sobre la gerencia de la empresa. El poder del que disponen puede utilizarse a favor de estrategias para fomentar el crecimiento, pero también puede suponer la extracción de rentas contra los intereses de los accionistas minoritarios (Bavoso, 2016). Este modelo contrasta con el modelo abierto, en el que la propiedad se distribuye entre muchos accionistas y que corresponde más al de la financierización.

El papel todavía importante del Estado en la producción real es otra característica que mitiga la lógica de la financierización. Lefort (2005 y 2003) argumenta que, a pesar de las privatizaciones, el Estado continuó siendo un accionista importante en las grandes empresas de la región. En Colombia, los grupos empresariales bajo el control del Estado han mantenido un papel significativo en la economía del país (OCDE, 2015, pág. 70). La propiedad del Estado continúa siendo relevante, por lo menos en sectores en los que no cedió completamente el poder, posiblemente por razones estratégicas. El petróleo y el gas parecen ser un ejemplo de ello en países como el Brasil, Colombia y México.

Por último, el relativo subdesarrollo de los mercados financieros nacionales constituye otro obstáculo para la difusión de la lógica de creación de valor para el accionista. La brecha cada vez mayor entre la capitalización de la bolsa de valores y el valor de los títulos negociados indica una grave falta de liquidez de mercado, una característica que también puede considerarse contraria a los intereses de los accionistas minoritarios. Los bajos niveles

de negociación en las bolsas de valores de países como Colombia, México y el Perú están reñidos con el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), otra reforma del mercado de capital en la región latinoamericana, que une las bolsas de valores de Chile, Colombia, México y el Perú con el objetivo de incrementar la oferta de acciones, emisores, las fuentes de financiación y el volumen de las transacciones (MILA, 2017; Lizarzaburu y otros, 2015; Yepes-Ríos, González-Tapia y González-Pérez, 2015; Eyraud, Singh y Sutton, 2017)<sup>4</sup>.

## C. El comportamiento de las corporaciones no financieras en América Latina: un análisis empírico

En esta sección se examinan patrones relevantes con respecto al comportamiento empresarial en las mayores economías latinoamericanas en el período 1995-2015. Los datos empíricos corresponden a los balances generales y las cuentas de resultados del conjunto de empresas no financieras que cotizan o han cotizado en la bolsa de la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú, tomados de la Base de datos Worldscope de Thomson Reuters. El número de empresas sobre las cuales se dispone de datos se detalla en el cuadro VI.2.

**Cuadro VI.2**  
**América Latina (6 países): cantidad de empresas no financieras cotizantes en años seleccionados**

	1995	2000	2005	2010	2015
Argentina	15	36	54	59	58
Brasil	52	131	177	224	212
Chile	59	109	131	145	145
Colombia	15	19	20	41	44
México	45	71	80	92	96
Perú	22	45	79	84	85

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de Thomson Reuters, Base de datos Worldscope, 2017.

### 1. Inversión en capital fijo

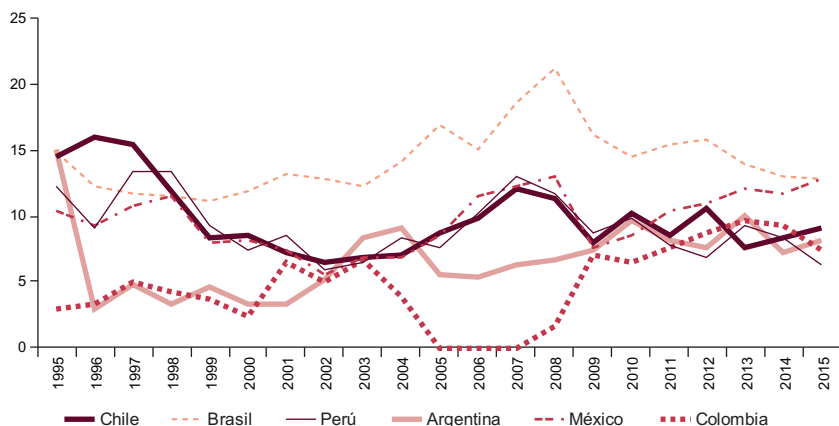
En primer lugar, se examina el comportamiento de la inversión fija a partir del cociente entre el gasto anual en propiedad, planta y equipo y el capital físico total de la empresa. Tras una reducción generalizada entre finales de los años noventa y el inicio de la década de 2000, la tasa de inversión se incrementó hasta alcanzar un pico en 2008, como se muestra en el gráfico VI.1.

<sup>4</sup> La creación del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) se acordó en septiembre de 2009. Este comenzó sus operaciones en marzo de 2011, uniendo las plataformas bursátiles de Chile, Colombia y el Perú. La bolsa de valores de México se unió al MILA en diciembre de 2014 (MILA, 2017).



La excepción es Colombia, donde más de la mitad de las empresas de la muestra informan no haber realizado inversiones de capital entre 2005 y 2007. La tasa de inversión tendió a disminuir en los países de la región en el período 2009-2015, con excepción de México, donde el indicador se mostró dinámico y recuperó sus valores máximos en 2015. En conjunto, la tendencia general observada sugiere un movimiento procíclico de la inversión, pues la acumulación de capital se aceleró durante el período de mejora de los términos de intercambio de la región y redundó en una aceleración de la tasa de crecimiento de los países de América Latina entre 2003 y 2008.

**Gráfico VI.1**  
**América Latina (6 países): relación entre inversión y capital físico**  
**en las corporaciones no financieras, 1995-2015**  
*(En porcentajes, los valores corresponden a la mediana de la variable)*



**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de Thomson Reuters, Base de datos Worldscope, 2017.

En el cuadro VI.3 se indica la relación entre la inversión y los beneficios en el período 1995-2015. Excepto en Colombia, donde la variable se recuperó en la primera mitad de la década de 2010, y en México, donde se incrementó en el período más reciente, la proporción de ganancias reinvertidas en bienes de capital —es decir el autofinanciamiento— disminuyó de forma progresiva en los otros cuatro países estudiados.

Como tal, el nexo entre los beneficios y la inversión —es decir, la interacción dinámica que surge porque los beneficios son simultáneamente un incentivo a la inversión, una fuente de inversión y un resultado de la inversión— característico del modelo empresarial gerencial (Akyüz y Gore, 1996, pág. 461) parece haberse debilitado en América Latina. Esta tendencia podría sugerir un cambio a favor del paradigma de supremacía del accionista.

**Cuadro VI.3**  
**América Latina (6 países): relación entre gastos de capital e ingresos netos**  
**en las corporaciones no financieras**  
*(En porcentajes, los valores corresponden a la mediana de la variable)*

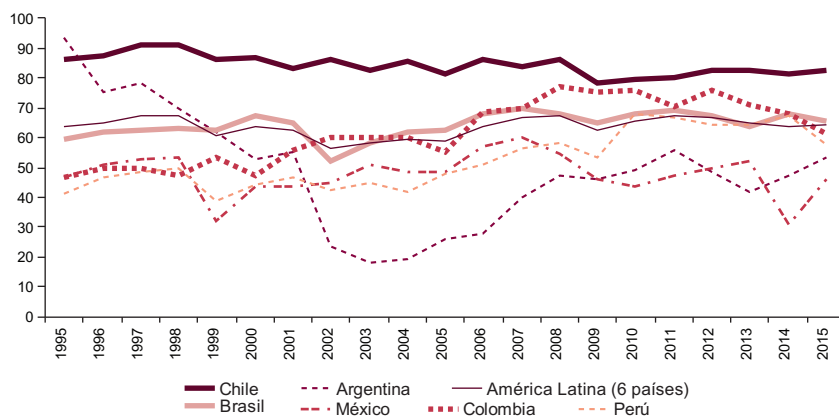
	1995-2002	2003-2011	2012-2015
Argentina	62,4	42,3	22,7
Brasil	56,5	34,0	22,5
Chile	73,4	47,3	44,2
Colombia	39,1	20,8	40,1
México	50,8	38,7	46,8
Perú	44,4	29,4	36,3

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de Thomson Reuters, Base de datos Worldscope, 2017.

## 2. Distribución de dividendos

En cuanto a la distribución de dividendos, se destacan dos tendencias. En primer lugar, la proporción de empresas que reparten dividendos se mantuvo estable en torno al 60% en la región en su conjunto, mientras que la proporción más elevada de empresas cotizantes que reparten dividendos se registró en Chile (véase el gráfico VI.2). Se destaca también la disminución pronunciada en el reparto de dividendos de las empresas no financieras de la Argentina, que pasó de valores elevados hacia el final de la década de 1990 a niveles inferiores al promedio regional hacia 2015. Esta tendencia sugiere una desfinancierización del comportamiento corporativo en ese país.

**Gráfico VI.2**  
**América Latina (6 países): proporción de empresas no financieras cotizantes**  
**que repartieron dividendos, 1995-2015**  
*(En porcentajes)*



**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de Thomson Reuters, Base de datos Worldscope, 2017.

En segundo lugar, al considerar el subgrupo conformado únicamente por las empresas que distribuyen beneficios en forma sistemática (solo aquellas que lo han hecho al menos cinco años consecutivos dentro de la muestra), se observa que la proporción de ganancias distribuidas en relación con los beneficios totales aumentó tendencialmente en el Brasil, México y el Perú, pero se mantuvo relativamente estable en la Argentina, Chile y Colombia (véase el cuadro VI.4).

**Cuadro VI.4**  
**América Latina (6 países): dividendos en efectivo pagados con respecto a ingresos netos en las corporaciones no financieras, 1995-2015<sup>a</sup>**  
*(En porcentajes, los valores corresponden a la mediana de la variable)*

	1995-2002	2003-2011	2012-2015
Argentina	18,1	15,4	23,1
Brasil	26,8	35,3	42,2
Chile	49,8	51,4	52,1
Colombia	51,8	45,2	48,7
México	12,4	26,3	36,1
Perú	28,9	31,5	46,1

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de Thomson Reuters, Base de datos Worldscope, 2017.

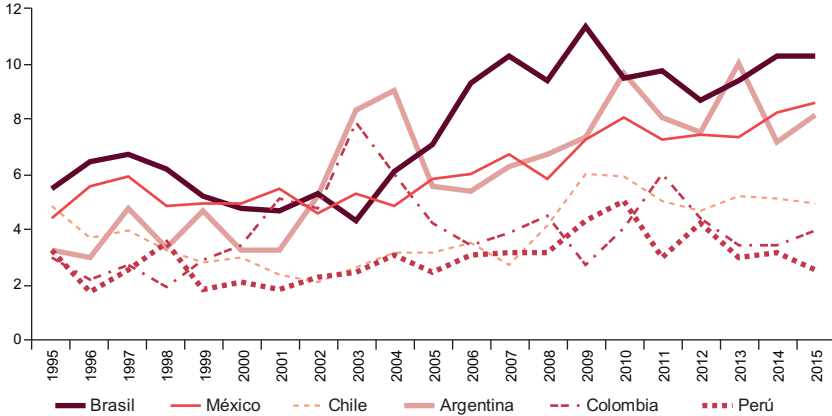
<sup>a</sup> Corresponde al subconjunto de empresas que distribuyen dividendos de forma sistemática.

Las empresas mexicanas y chilenas aparecen como las más involucradas en prácticas de creación de valor para el accionista. El crecimiento de las ganancias distribuidas en el Brasil y el Perú, en el contexto del desarrollo de los mercados de capital, puede ser un indicio de un aumento de la influencia de los gestores de activos profesionales en la toma de decisiones empresariales.

### 3. Activos financieros

Los datos de los balances generales muestran una tendencia al aumento de la proporción de activos financieros con respecto a los activos totales (que en el caso del Perú se revierte desde 2009, véase el gráfico VI.3). Esta tendencia sugiere, antes que nada, que la inversión de las grandes empresas no está necesariamente limitada por la disponibilidad de recursos.

**Gráfico VI.3**  
**América Latina (6 países): activos financieros de las corporaciones no financieras, 1995-2015**  
*(En porcentajes, los valores corresponden a la mediana de la variable)*



**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de Thomson Reuters, Base de datos Worldscope, 2017.

Cabe destacar que las empresas no detallan sus colocaciones financieras, lo que restringe la posibilidad de conocer el riesgo que asumen. Entre las diversas razones detrás de la acumulación de activos financieros cabe mencionar las siguientes:

- i) En períodos de incertidumbre macroeconómica, las empresas pueden decidir posponer sus decisiones de inversión y colocar sus ganancias en activos financieros líquidos. Este comportamiento ya se observó por ejemplo en los Estados Unidos, donde las grandes empresas de los sectores de tecnología, salud y productos farmacéuticos, productos al consumidor y energía incrementaron sus activos líquidos en el período posterior a la crisis financiera mundial (Moody’s Investors Service, 2016). De ser recurrente, esta práctica chocaría con la lógica de valorización para el accionista, pues este preferiría gestionar por su cuenta los recursos ociosos generados por la empresa y exigir eventualmente un incremento de la distribución de dividendos o la recompra de acciones con los beneficios.
- ii) En un contexto de amplia liquidez internacional tras la generalización de las políticas de flexibilización monetaria en la primera mitad de la década de 2010, las empresas cotizantes en América Latina pueden haber voluntariamente elegido

construir reservas de liquidez y mostrarse más saludables ante los inversionistas del mercado. Llegado el caso, las empresas podrían enfrentar condiciones crediticias internacionales adversas apoyándose en sus reservas, sin que la continuidad de sus negocios resultara amenazada.

- iii) El aumento de los activos financieros puede reflejar también un aumento de la actividad de acarreo (*carry trade*). La liberalización financiera externa incrementó las opciones de cartera para las empresas y proporcionó fuentes de rentabilidad alternativas mediante estas operaciones especulativas (Bruno y Shin, 2015). Las empresas —y otros agentes— piden préstamos cuando hay una gran liquidez internacional disponible e invierten en activos locales, tradicionalmente bonos del gobierno, con la premisa de que los cambios en el ambiente financiero tendrán lugar de manera gradual, y que el tipo de cambio será más estable que los diferenciales de la tasa de interés<sup>5</sup>. Esta estrategia puede convertirse en una considerable fuente de riesgo en caso de depreciaciones abruptas del tipo de cambio. Las empresas pueden realizar operaciones de acarreo cuando piensan que tienen una ventaja informativa para predecir los movimientos del mercado cambiario (Géczy, Minton y Shrand, 2007) o si esperan un rescate del gobierno en caso de una disminución significativa del valor de la moneda. Caballero, Panizza y Powell (2015) encontraron evidencia de la adopción de estrategias de acarreo por corporaciones no financieras desde mediados de la década de 2000. Una vez más, esta práctica de intermediación financiera tiene poco que ver con la actividad central de la empresa, de modo que se opone a la lógica del modelo de creación de valor para el accionista. Sin embargo, no es contradictoria con modelos de gobierno de empresas menos transparentes o con el funcionamiento de empresas familiares. Aunque es poco probable que se trate de una tendencia predominante, las empresas podrían especular con instrumentos derivados, no para compensar los riesgos de fluctuación de las monedas y las tasas de interés sino para tomar posiciones direccionales con la esperanza de incrementar sus beneficios (Géczy, Minton y Shrand, 2007).

---

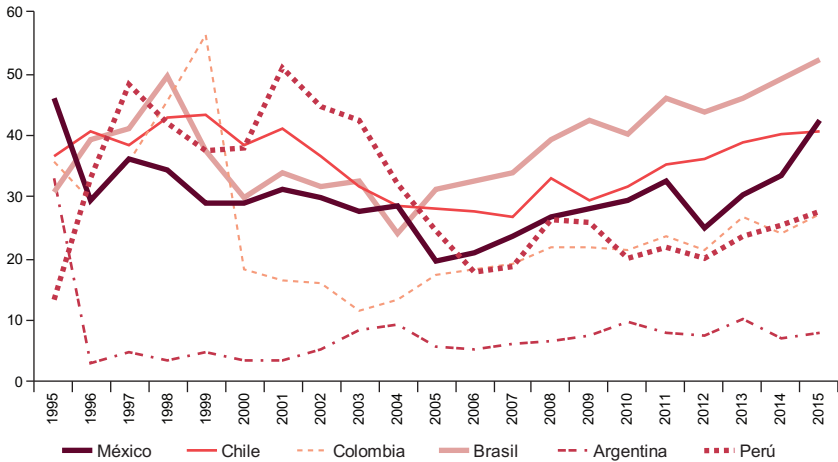
<sup>5</sup> Como señala Demir (2009), estas prácticas ya eran comunes en países como la Argentina y México, que pasaron por la liberalización financiera externa en las décadas de 1980 y 1990.

### 4. Apalancamiento

En cuanto a la estructura del capital de las empresas cotizantes de los grandes países de América Latina, desde 2010 se observa una marcada deformación a favor de la deuda. El mayor incremento del cociente entre la deuda y el patrimonio neto se registró entre las empresas cotizantes del Brasil, seguidas por las de México y Chile.

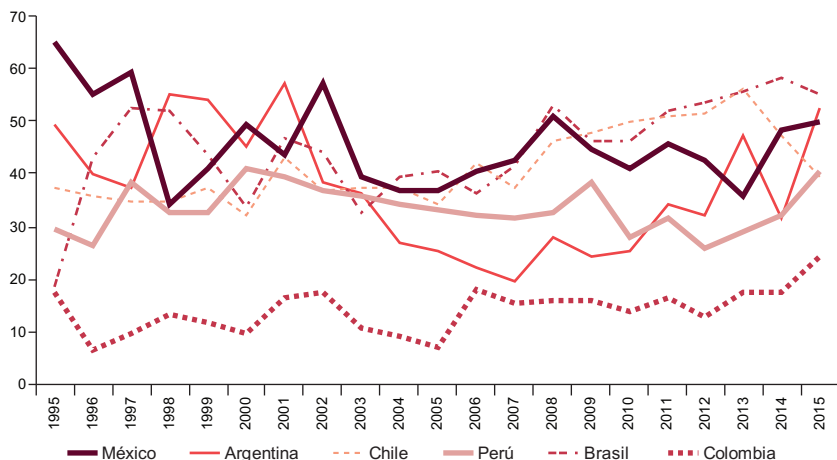
Por otra parte, la relación entre la deuda y las ventas también creció, lo que sugiere un aumento de la fragilidad financiera (véanse los gráficos VI.4 y VI.5). Cabe resaltar que dicha tendencia no se limitó a las grandes empresas de América Latina, pues la deuda del sector privado se incrementó en la mayoría de los mercados emergentes. De acuerdo con estimaciones del FMI (2015), la deuda de las corporaciones no financieras en las principales economías emergentes pasó de 4 billones de dólares en 2004 a 11 billones de dólares en 2010 y a más de 18 billones de dólares en 2014. La relación entre la deuda de las empresas y el PIB también aumentó.

**Gráfico VI.4**  
**América Latina (6 países): relación entre la deuda y las ventas**  
**en las corporaciones no financieras, 1995-2015**  
*(En porcentajes, los valores corresponden a la mediana de la variable)*



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Thomson Reuters, Base de datos Worldscope, 2017.

**Gráfico VI.5**  
**América Latina (6 países): relación entre la deuda y el patrimonio común**  
**en las corporaciones no financieras, 1995-2015**  
*(En porcentajes, los valores corresponden a la mediana de la variable)*



**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de Thomson Reuters, Base de datos Worldscope, 2017.

Las corporaciones no financieras también han recurrido cada vez más al financiamiento de bonos en los mercados financieros internacionales y a los préstamos bancarios transfronterizos. Este incremento tuvo lugar en condiciones de financiación favorables, incluido el rápido aumento de la liquidez impulsado por los programas de flexibilización cuantitativa implementados por los bancos centrales de las principales economías avanzadas como respuesta a la crisis internacional de 2008 y la crisis de la deuda soberana en Europa en 2010. El mayor endeudamiento empresarial, impulsado sobre todo por la gran disponibilidad de liquidez en los mercados internacionales y no por la propia rentabilidad de las empresas, se refleja en el reciente aumento de la relación entre los gastos por concepto de interés y las ventas totales de las empresas. Esto plantea un incremento del riesgo, pues las vuelve más vulnerables a los cambios en la tasa de interés. Además, el mayor endeudamiento en moneda extranjera también crea desequilibrios monetarios para las empresas involucradas en actividades no negociables, amenazando la estabilidad económica (Chui, Kuruc y Turner, 2016; FMI, 2015).

## D. Conclusiones

Los sistemas financieros en América Latina han experimentado una rápida transformación estructural en las últimas décadas. La desregulación, el proceso de privatización, el fomento de los mercados de capitales locales tras

las reformas previsionales, los cambios en la legislación sobre los mercados de capital y la creciente penetración de los inversionistas extranjeros en las bolsas de valores han sido los determinantes del cambio. Como resultado de esta evolución, las fuerzas del mercado ocuparon un lugar más destacado en la asignación del crédito.

Asimismo, como sugiere la información contenida en los balances de las empresas cotizantes, dicha transformación estuvo acompañada por la difusión del modelo de gobernanza basado en la creación de valor para el accionista, si bien los cambios en el comportamiento empresarial alcanzaron grados diversos entre las economías de América Latina.

A la luz de una política de reparto de dividendos más agresiva, pudo observarse que las prácticas asociadas con la financierización de los criterios de desempeño están difundidas en las empresas de Chile y, cada vez más, Colombia. Se observó también un debilitamiento generalizado de la relación entre gastos de capital e ingresos netos en las corporaciones no financieras, aun durante un período de gran dinamismo de la inversión entre 2003 y 2011. Las dos tendencias respaldan la idea de una mayor difusión del modelo gerencial de supremacía del accionista.

Por otra parte, y en otro orden de cosas, el estudio de los balances de las empresas no financieras latinoamericanas confirma, al menos para el grupo de empresas cotizantes en los mercados de valores, la aparición de retos novedosos vinculados con la mayor integración financiera, en particular la posibilidad de una mayor vulnerabilidad a los movimientos internacionales de capital.

Entre las empresas no financieras de América Latina, se observó también un aumento de la proporción de activos financieros en el total. Si bien los datos de los balances no permiten deducir las razones subyacentes, tal comportamiento puede resultar del retraso de las decisiones de inversión frente a una mayor incertidumbre, de la decisión de generar un colchón de liquidez aprovechando tasas de interés atractivas en el mercado internacional o incluso de la posibilidad de especular, entre otras formas, mediante operaciones de acarreo de divisas, comunes en el marco de una mayor integración financiera internacional.

En cualquier caso, el acceso a mayores fuentes de financiación, en particular desde el período posterior a 2008 tras la generalización de las políticas monetarias expansionistas en los principales centros financieros, resultó concomitante a un aumento del endeudamiento. Un rasgo compartido por las empresas cotizantes es el notable aumento del apalancamiento, que no se correspondió con un aumento proporcional del volumen de negocios. En consecuencia, aumentaron la fragilidad financiera de las empresas y su vulnerabilidad a los riesgos de mercado.



## Bibliografía

- Aglietta, M. (1997), *Régulation et crises du capitalisme*, París, Editions Odile Jacob, octubre.
- Akyüz, Y. y C. Gore (1996), "The investment-profits nexus in East Asian industrialization", *World Development*, vol. 24, N° 3, Amsterdam, Elsevier, marzo.
- Artus, P. y M. Debonneuil (1999), "Crises, recherche de rendement et comportements financiers: l'interaction des mécanismes microéconomiques et macroéconomiques", *Architecture financière internationale*, F. Bergsten y otros (eds.), París, La Documentation Française.
- Bastch, L. (2002), *Le capitalisme financier*, París, La Découverte.
- Bavoso, V. (2016), "Shareholder value, emerging economies and the need to reconcile the corporate objective with sustainable and inclusive goals", *Corporate Governance in Developing and Emerging Markets*, F. Ngwu, O. Osuji y F. Stephen (eds.), Londres, Routledge, diciembre.
- Bebchuk, L. y J. Fried (2003), "Executive compensation as an agency problem", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, N° 3, Nashville, Asociación Estadounidense de Economía.
- Bruno, V. y H. S. Shin (2015), "Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis", *BIS Working Papers*, N° 510, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), agosto.
- Caballero, J., U. Panizza y A. Powell (2015), "The second wave of global liquidity: why are firms acting like financial intermediaries?", *Working Paper*, N° HEIDWP21-2015, Ginebra, Instituto Superior de Estudios Internacionales y de Desarrollo [en línea] [https://www.nbs.rs/internet/latinita/90/90\\_9/UgoPanizza\\_wp.pdf](https://www.nbs.rs/internet/latinita/90/90_9/UgoPanizza_wp.pdf).
- Chandler, A. (1984), «The emergence of managerial capitalism», *Business History Review*, vol. 58, N° 4, Cambridge, Cambridge University Press.
- Chui, M., E. Kuruc y P. Turner (2016), "A new dimension to currency mismatches in the emerging markets: non-financial companies", *BIS Working Papers*, N° 550, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), marzo.
- Claessens, S. y B. Yurtoglu (2013), "Corporate governance in emerging markets: a survey", *Emerging Markets Review*, vol. 15, Amsterdam, Elsevier, junio.
- Cohen, M., J. March y J. Olsen (1972), "A garbage can model of organizational choice", *Administrative Science Quarterly*, vol. 17, N° 1, Thousand Oaks, SAGE Publications, marzo.
- Demir, F. (2009), "Financial liberalization, private investment and portfolio choice: financialization of real sectors in emerging markets", *Journal of Development Economics*, vol. 88, N° 2, Amsterdam, Elsevier, marzo.
- EGA (Emerging Global Advisors) (2014), "The power of dividends", *EGA Investment Strategy Commentary*, Nueva York.
- Eyraud, L., D. Singh y B. Sutton (2017), «Benefits of global and regional financial integration in Latin America», *IMF Working Paper*, N° 17/1, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), enero.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2016), "Financial integration in Latin America", *IMF Policy Paper*, Washington, D.C., marzo.
- (2015), "Corporate leverage in emerging markets – a concern?", *Global Financial Stability Report. Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges: Risks Rotating to Emerging Markets*, Washington, D.C., octubre.
- Galbraith, J. (1971), *The New Industrial State*, Boston, Houghton Mifflin.

- Gamble, A. y G. Kelly (2001), "Shareholder value and the stakeholder debate in the UK", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 9, N° 2, Hoboken, Wiley-Blackwell, abril.
- Géczy, C., B. Minton y C. Shrand (2007), "Taking a view: corporate speculation, governance, and compensation", *The Journal of Finance*, vol. 62, N° 5, Hoboken, Wiley-Blackwell/Asociación Financiera Estadounidense, octubre.
- Guttman, R. (2008), "A primer on finance-led capitalism and its crisis", *Revue de la régulation: capitalisme, institutions, pouvoirs*, vol. 3-4, París [en línea] <https://regulation.revues.org/5843>.
- Habbard, P. (2010), "Corporate governance in Brazil: an international trade union perspective", París, Fundación Hans Böckler/Comité Sindical Consultivo de la OCDE, abril [en línea] [http://www.tuac.org/en/public/e-docs/00/00/06/F0/document\\_doc.phtml](http://www.tuac.org/en/public/e-docs/00/00/06/F0/document_doc.phtml).
- IFC (Corporación Financiera Internacional) (2009), *Practical Guide to Corporate Governance. Experiences from the Latin American Companies Circle*, Washington, D.C
- Jensen, M. y W. Meckling (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, N° 4, Amsterdam, Elsevier, octubre.
- Jensen, M. y J. Warner (1988), "The distribution of power among corporate managers, shareholders, and directors", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, Amsterdam, Elsevier, enero-marzo.
- Krier, D. (2005), *Speculative Management: Stock Market Power and Corporate Change*, Albany, State University of New York Press, marzo.
- Lazonick, W. (2013), "The financialization of the U.S. corporation: what has been lost, and how it can be regained", *Seattle University Law Review*, vol. 36, N° 2, Seattle, Seattle University.
- Lefort, F. (2005), "Ownership structure and corporate governance in Latin America", *Revista ABANTE*, vol. 8, N° 1, Santiago, Pontificia Universidad Católica de Chile, abril.
- \_\_\_\_\_(2003), "Anexo C: Estructura de la propiedad y gobierno corporativo en los países latinoamericanos un panorama empírico", "'White paper' sobre gobierno corporativo en América Latina", Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), París [en línea] <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/22368983.pdf>.
- Liebeskind, J. y T. Opler (1992), "The causes of corporate refocusing", *Working Paper*, N° 92-0702, Dallas, Universidad Metodista del Sur, enero [en línea] [http://digitalrepository.smu.edu/business\\_workingpapers/155](http://digitalrepository.smu.edu/business_workingpapers/155).
- Lizarzaburu, E. y otros (2015), «Emerging markets integration in Latin America (MILA) stock market indicators: Chile, Colombia and Peru», *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, vol. 20, N° 39, Lima, Universidad ESAN, diciembre.
- Manne, H. (1962), "Corporate responsibility, business motivation, and reality", *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, vol. 343, Thousand Oaks, SAGE Publications, septiembre.
- Markides, C. (1992), "The economic characteristics of de-diversifying firms", *British Journal of Management*, vol. 3, N° 2, Londres, British Academy of Management, junio.
- MILA (Mercado Integrado Latinoamericano) (2017), "MILA overview" [en línea] <http://www.mercadomila.com/home/resena>.
- Milberg, W. (2008), "Shifting sources and uses of profits: sustaining US financialization with global value chains", *Economy and Society*, vol. 37, N° 3, Abingdon, Routledge.

- Moody's Investors Service (2016), "Moody's: US non-financial corporates' cash pile increases to \$1.68 trillion, tech holding the lead", 20 de mayo [en línea] [https://www.moodys.com/research/Moodys-US-non-financial-corporates-cash-pile-increases-to-168--PR\\_349330](https://www.moodys.com/research/Moodys-US-non-financial-corporates-cash-pile-increases-to-168--PR_349330).
- OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) (2015), *Corporate Governance of Company Groups in Latin America*, París.
- (2003), "White paper' sobre gobierno corporativo en América Latina", París [en línea] <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/22368983.pdf>.
- Palley, T. (2007), "Financialization: what it is and why it matters", *Working Paper*, N° 525, Annandale-on-Hudson, Levy Economics Institute, diciembre.
- Solimano, A. (2013), "Comercio exterior, cadenas globales de producción y financiamiento: conceptos y relevancia para América Latina y el Caribe", *serie Financiamiento para el Desarrollo*, N° 247 (LC/L.3745), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), diciembre.
- Stockhammer, E. (2004), "Financialisation and the slowdown of accumulation", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, N° 5, Oxford, Oxford University Press, septiembre.
- Stout, L. (2012), "The problem of corporate purpose", *Issues in Governance Studies*, N° 48, Washington, D.C., Brookings Institution, junio.
- Yepes-Ríos, B., K. González-Tapia y M. González-Pérez (2015), «The integration of stock exchanges: the case of the Latin American Integrated Market (MILA) and its impact on ownership and internationalization status in Colombian brokerage firms», *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, vol. 20, N° 39, Lima, Universidad ESAN, diciembre.



## Capítulo VII

# El papel de la financierización en la dinámica de los precios de los productos básicos

*Jorge Carrera*<sup>1</sup>

“¿A qué se debe que se haya registrado un gran aumento en los precios de los productos básicos, como combustibles, alimentos y metales? En términos generales, el debate se divide entre quienes lo analizan como un fenómeno especulativo, impulsado por una combinación de tasas de interés bajas y exuberancia irracional, y quienes lo ven como un proceso de demanda creciente en un contexto de oferta restringida.”

*Paul Krugman (2008)*

## Introducción

La discusión sobre el potencial impacto de la financierización en el mercado de los productos básicos comenzó a ganar notoriedad a principios de la década de 2000, cuando se observa un punto de inflexión a partir del cual se registran acusadas y persistentes subas —así como una importante volatilidad— en los precios de las materias primas. En la literatura económica hay acuerdo en cuanto a la idea de que este proceso, a diferencia de lo ocurrido durante los dos mayores auges anteriores (el primero en tiempos de la guerra de Corea y el segundo durante la crisis energética de principios de la década de 1970),

---

<sup>1</sup> Profesor de Finanzas Internacionales de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de La Plata.

tiene la particularidad de englobar en sus efectos a los tres grupos principales de productos básicos: metales, productos energéticos y productos agrícolas (Spatafora y Tyrell, 2009; Ocampo y Parra, 2010; Erten y Ocampo, 2012). A la vez, no solo ha sido el ciclo de auge de precios de los productos básicos más difundido en términos de la cantidad de productos involucrados, sino que también fue el más largo e intenso desde la segunda posguerra (Baffes y Haniotis, 2010).

Si bien existe una amplia literatura, que se ha ido consolidando con los años, sobre la determinación del precio de los productos básicos, en las últimas dos décadas ha tomado fuerza la idea de que la financierización de los mercados de materias primas ha pasado a cumplir un papel esencial en la dinámica de estos precios. En algunos estudios recientes se indica que, durante las décadas de 1990 y 2000, la causalidad en la formación de precios va de los mercados de futuros a los mercados físicos (Hernández y Torero, 2010), dado que los mercados de futuros de estos productos tienden a absorber más rápidamente los cambios en los fundamentales que los mercados de entrega inmediata (*spot*). Si la especulación financiera es muy intensa en los mercados de futuros, entonces puede afectar las señales de precios allí generadas que se transmiten al mercado *spot*.

El comportamiento observado en el último auge de los precios de las materias primas ha reavivado el interés por investigar los factores que ocasionan su dinámica, tanto en ámbitos académicos como en aquellos donde se discuten, diseñan y ejecutan las políticas públicas. El entendimiento de los determinantes de este proceso es de suma relevancia para varios de los frentes de acción más importantes de la política macroeconómica: las presiones inflacionarias, el impacto sobre el tipo de cambio nominal y real, el crecimiento y la composición sectorial del producto, y la distribución del ingreso, entre otros. Estos son especialmente trascendentes para los países en desarrollo (G20, 2011). Además, y como consecuencia del marcado incremento en los precios de los productos básicos alimenticios, la preocupación por la seguridad alimentaria pasó a ocupar, al menos en lo declarativo, un lugar destacado en la agenda política internacional (FAO, 2009).

América Latina se ve particularmente afectada por el aumento de los niveles y la volatilidad de los precios de los productos básicos, dado su doble papel de consumidor y exportador neto de materias primas. Por ello, el impacto de estos eventos exógenos sobre las economías nacionales resulta de suma importancia, ya que afecta de manera contundente el sendero de desarrollo de los países de la región.

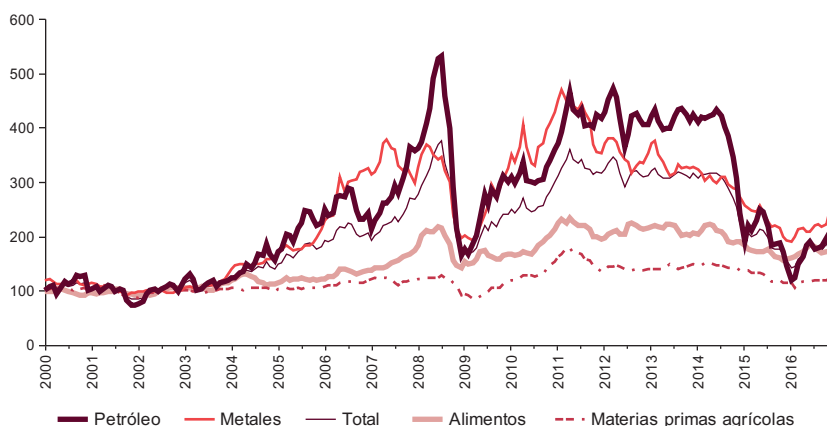
Con el fin de entender cómo interactúa la financierización con el resto de los factores económicos determinantes del mercado de las materias primas, el presente capítulo tiene por objeto describir y analizar la evolución histórica de las series de precios de productos básicos a nivel agregado y

por sector de producción; realizar una extensa presentación del estado de la literatura económica respecto de los determinantes de los precios en el mercado de los productos básicos, distinguiendo apropiadamente factores estructurales y financieros; definir en sus distintos niveles el fenómeno de la financierización, su interrelación con el resto de los determinantes de los precios de los bienes primarios y sus efectos sobre estos; y realizar propuestas sobre opciones regulatorias y de política económica que puedan llegar a morigerar los efectos adversos de la volatilidad de los precios en el desempeño macroeconómico.

## A. Una visión de largo plazo sobre la dinámica de los productos básicos

En la década de 2000 se alcanzaron valores nominales muy elevados en el mercado de productos básicos. Como se muestra el gráfico VII.1, este excepcional desempeño se inicia con un aumento nominal de magnitud significativa para el índice de materias primas, que creció un 338% entre enero de 2002 y julio de 2008. Al hacer un análisis desagregado, se destacan las subas particularmente intensas en los sectores del petróleo (577%) y los metales (249%). Las cotizaciones de los productos básicos alimenticios y de las materias primas agrícolas, si bien tuvieron un desempeño más moderado, también exhibieron incrementos considerables: un 128% y un 46%, respectivamente.

**Gráfico VII.1**  
**Índices de precios nominales de productos básicos, 2000-2016**  
(Base 2002=100)



**Fuente:** Fondo Monetario Internacional (FMI), base de datos International Financial Statistics (IFS) [en línea] <http://data.imf.org/?sk=5DABAFF2-C5AD-4D27-A175-1253419C02D1>.

Los valores máximos se alcanzaron hacia mediados de 2008, cuando la intensificación de la crisis internacional indujo a abruptas reversiones de precios. De este modo, en el segundo semestre de 2008 se registraron contracciones significativas en todos los sectores productivos primarios: materias primas agrícolas (-26,4%), alimentos (-34,3%), metales (-42,2%) y petróleo (-68,5%). Esto explica una caída del índice agregado de materias primas del 54,5% en los últimos seis meses de 2008. Sin embargo, transcurrido el primer trimestre de 2009, las cotizaciones retomaron un sostenido sendero de recuperación para volver a exhibir niveles históricamente altos desde 2011 hasta mediados de 2014. En los sectores de metales, materias primas agrícolas y alimentos, los nuevos valores registrados incluso superaron a aquellos previos al estallido de la crisis.

El período 2011-2014, de relativo amesetamiento en los gráficos de precios de productos básicos, finalizó con una abrupta reversión nominal a fines de 2014, que se mantuvo incluso hasta fines de 2016. Sin entrar —por el momento— en consideraciones respecto de los factores causales de esta abrupta caída, ciertamente el análisis entre puntas del período 2002-2016 deja ver un crecimiento nominal no tan destacado en comparación con los registros alcanzados en las fases previa y posterior a la crisis. El índice agregado de materias primas ostenta un crecimiento en términos nominales del orden del 71,6%. En el caso de los productos básicos agrícolas, el desempeño es menor que el índice, y el crecimiento entre puntas de los precios para las materias primas agrícolas en los últimos 14 años es particularmente pobre (17,8%). En contrapartida, los sectores que salieron casi indemnes de los efectos de la crisis fueron los de metales y petróleo, con crecimientos del 119,7% y el 71,8%, respectivamente.

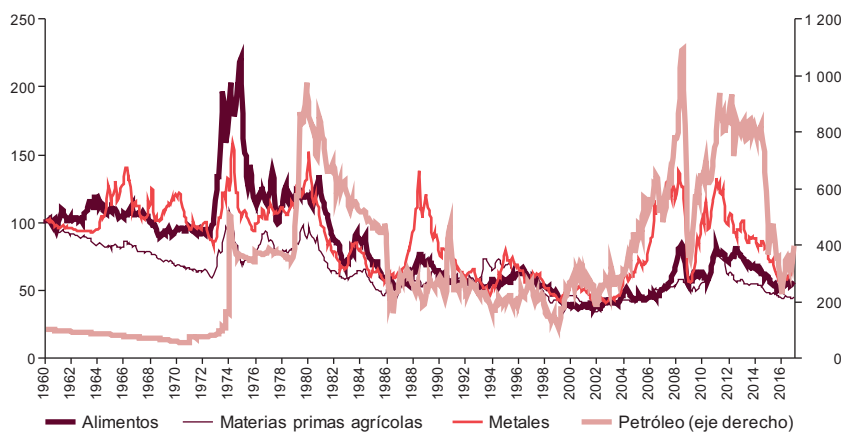
Un análisis diferente se deriva del estudio de la dinámica de precios medidos en términos reales. Al considerar con una perspectiva de más largo plazo la evolución de los índices de precios de los productos básicos antes graficados, que en este caso son deflactados por el índice de precios al consumidor (IPC) de los Estados Unidos, en el gráfico VII.2 se puede observar que el extraordinario desempeño de la década de 2000 solo permitió recuperar parte del terreno perdido durante las décadas de declive. Incluso, al tomar en consideración la súbita reversión de precios de los últimos dos años, nos encontramos con caídas reales que oscilan entre el 30% y el 55%. La llamativa y contundente excepción a la regla la constituye el petróleo, que en el período 1960-2016 muestra un crecimiento real del 224%.

La observación anterior lleva a considerar uno de los principales aportes en lo que se refiere a la explicación de la dinámica de los precios de productos básicos: la tesis del deterioro secular de los términos de intercambio, desarrollada por Prebisch (1949) y Singer (1950). El argumento central se



basa en la idea de que, contrariamente a la visión clásica, los precios de las materias primas (exportadas sobre todo por la periferia) tienen una tendencia decreciente en relación con los precios de los productos industriales (exportados sobre todo por las naciones avanzadas). Esta tendencia sería el resultado de una asimetría fundamental en la división internacional del trabajo. Mientras que los países del centro logran conservar los beneficios asociados a los aumentos de productividad mediante la obtención de mayores ingresos, la periferia concede parte de los frutos de su propio progreso técnico a través de menores precios para sus productos.

**Gráfico VII.2**  
**Evolución histórica de precios reales de productos básicos, 1960-2016**  
 (Base 1960=100)



**Fuente:** Fondo Monetario Internacional (FMI), base de datos International Financial Statistics (IFS) [en línea] <http://data.imf.org/?sk=5DABAFF2-C5AD-4D27-A175-1253419C02D1>.

En el gráfico VII.2 se muestra que, a excepción de la crisis de la década de 1970 (que permitió que todos los productos primarios recuperaran el valor en términos reales correspondiente a 1960), el período analizado exhibe una caída generalizada de los precios reales de los productos básicos, con la salvedad del petróleo. Los análisis econométricos, por su parte, revelan que el deterioro de los términos de intercambio tuvo lugar mayormente bajo la forma de quiebres estructurales y no por una caída tendencial de los precios. En general, estos quiebres suelen ubicarse en la primera posguerra (década de 1920) y en los años ochenta (Ocampo y Parra, 2006). A la luz de la corrección nominal experimentada desde 2014, ha perdido fuerza relativa la posibilidad de un eventual cambio de tendencia que desafíe a la hipótesis Prebisch-Singer.

## **B. Determinantes del precio de los productos básicos**

Dentro de la amplia gama de factores que resultan relevantes en la determinación de los precios de los bienes primarios, es posible realizar una primera diferenciación entre las variables causales relevantes en la formación de los niveles de oferta y demanda de dichos precios. Al mismo tiempo, hay evidencia contundente acerca de la notable gravitación que diversos factores financieros y monetarios a nivel global ejercen sobre los precios de los productos básicos. Mientras que el primer conjunto de variables —que se denominarán estructurales y comprenden, entre otros factores, el nivel de actividad económica, los cambios en los patrones de consumo, la urbanización, los aumentos de la productividad y el incentivo al consumo de biocombustibles— ha generado un consenso relativamente más sólido respecto de sus efectos sobre los niveles de precios, las variables agrupadas en los denominados “determinantes financieros” aún son foco de debate respecto de la magnitud y significatividad de sus efectos en los mercados organizados de bienes primarios. En este segundo grupo de factores se definirá al fenómeno de la financierización en un sentido amplio, entendiéndolo como el grado de incidencia que la sumatoria de los aspectos financieros globales tiene sobre la determinación del precio de los bienes primarios —es decir, las condiciones financieras mundiales y nacionales que estimulan la intervención de agentes especulativos o no comerciales por motivos ajenos a la transacción de bienes primarios en estos mercados—, frente a la acepción más restringida de la financierización, en virtud de la cual se la entiende estrictamente como la participación de agentes especulativos en los mercados de futuros.

A continuación se procederá al análisis de cada uno de estos factores, buscando las motivaciones, los mecanismos de transmisión y los efectos que generan sobre los mercados de productos básicos, y justificando la significatividad de su accionar sobre los precios de estos productos, en virtud de la evidencia empírica relevada.

### **1. Determinantes estructurales: factores de oferta y demanda**

Existe una vasta literatura económica sobre el funcionamiento de los mercados de productos básicos en la que se reconoce como un factor relevante de sus precios al nivel de la demanda de dichos productos, que es aproximado, usualmente, por el nivel de la actividad económica. En el contexto reciente, se ha destacado el intenso proceso de crecimiento y las transformaciones estructurales que han experimentado desde hace al menos tres décadas países emergentes de gravitación significativa en el producto mundial (como China y la India), así como otras naciones emergentes de Asia (como Malasia, la provincia china de Taiwán, la República de Corea, Tailandia y Viet Nam).

Dichas transformaciones estructurales han modificado la composición de la demanda internacional de bienes primarios y, en consecuencia, han afectado sus cotizaciones.

De acuerdo con los trabajos de Popkin (1993) y Popkin, Horton y Kim (2001), a medida que el ingreso por habitante aumenta, se suceden cambios en los patrones alimenticios; este fenómeno se denomina “transición nutricional”. Según estos autores, la suba del ingreso per cápita en la primera etapa de este proceso —desde niveles muy bajos— se asocia a un marcado incremento en el consumo de alimentos. En la segunda etapa, y a medida que el ingreso per cápita continúa creciendo, la ingesta de calorías sube y la composición del consumo se diversifica: los alimentos basados en cereales pierden terreno en términos relativos frente al consumo de pescado, frutas y verduras y carne (en el caso de la carne, su producción implica, a la vez, un gran consumo de granos en concepto de alimento para el ganado).

Además de las modificaciones en los estándares de consumo que obedecen a cambios en el ingreso de los consumidores, también deben destacarse los cambios derivados de una mayor urbanización. Esta tiene efectos particularmente notorios sobre el nivel y la composición del consumo de alimentos en un determinado país si el ingreso de los consumidores urbanos es significativamente mayor que el de los trabajadores rurales. En este sentido, los trabajadores de las ciudades tenderán a alcanzar un nivel de ingesta de calorías más cercano al de los países desarrollados al cambiar sus costumbres alimenticias. Por otra parte, la hipótesis de la “intensidad de uso” (Malembaum, 1973; Syrquin y Chenery, 1989) predice que la urbanización, como etapa inicial del proceso de desarrollo, estimula notablemente el aumento del consumo de metales y productos básicos energéticos para satisfacer las necesidades adicionales de infraestructura, transporte y vivienda.

Como correlato de estas tendencias, las citadas transformaciones estructurales de China y la India, y de Asia en general, implicarían, para un número no menor de productos básicos (particularmente metales, productos energéticos y productos básicos agrícolas), la existencia, al menos en el corto y mediano plazo, de una suerte de “piso de demanda” que contribuiría a apuntalar sus precios. Sin embargo, y sin desconocer el efecto que pueden tener estos procesos en los precios de las materias primas en el largo plazo, la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO, 2009) relativiza la importancia de su papel en la brusca suba de las cotizaciones durante el bienio 2007-2008, argumentando que estas transformaciones son graduales y que, por lo tanto, no podrían explicar súbitos aumentos de la demanda. En el mismo sentido, Baffes y Haniotis (2010) no encuentran evidencia de que la tasa de crecimiento de la demanda de los principales productos básicos empleados como alimentos se haya acelerado durante los últimos 50 años.

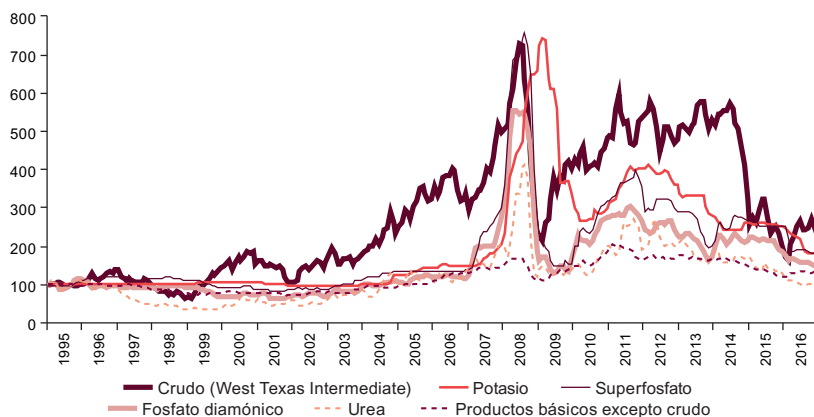
Por el lado de la oferta, las diferencias existentes respecto de la elasticidad-precio de la oferta entre los distintos productos básicos se materializan como consecuencia del impacto que algunas variables significativas tienen sobre ella. Entre estas, se consideran factores influyentes como la intensidad de capital en el proceso productivo, la integración horizontal o vertical de la cadena de valor, la capacidad de almacenamiento y transporte del bien primario en cuestión, la concentración industrial, el grado de desarrollo tecnológico de cada sector y la concentración geográfica (Valiante y Egenhofer, 2013). En esencia, y como regla general, aquellos productos básicos cuya estructura productiva no es intensiva en capital, o que no presentan altos grados de integración en su cadena de valor y tienen una baja capacidad de almacenamiento del producto generado, tienen mayor capacidad de respuesta en sus niveles de oferta al mercado ante variaciones en el precio de equilibrio.

En lo que respecta a las cuestiones de seguridad alimentaria, la respuesta deseable del sector agrícola ante un choque de demanda positivo que presiona al alza los precios de los productos básicos es un aumento de la productividad y de la producción, tarea en la que el uso de fertilizantes cumple una función clave. No obstante, la fuerte suba de la cotización del petróleo a partir de 2003 provocó un significativo incremento en los costos de producción de las materias primas agrícolas.

El impacto se transmitió, entonces, no solo de manera directa, a través del mayor costo de los combustibles y del transporte, sino también al aumentar el precio de los fertilizantes, como se muestra en el gráfico VII.3. Una característica que presentan los precios de los fertilizantes es, precisamente, su estrecha correlación con la cotización del petróleo, que se vuelve evidente cuando se coteja el comportamiento de los precios de los cuatro principales fertilizantes utilizados en la agricultura —la urea, el fosfato diamónico, el potasio y el superfosfato— con el del petróleo.

Durante la década de 2000 (y sobre todo en el bienio 2007-2008), el aumento del precio de los fertilizantes superó ampliamente al de los productos básicos agrícolas, lo que contribuyó al gran deterioro que experimentó el coeficiente entre el valor del producto respecto y el de los insumos, que constituye un indicador de la rentabilidad del sector (FAO, 2009). De esta manera, la notable suba en el precio de los insumos de producción agrícola neutralizó, en parte, el mayor beneficio obtenido por la mejora de los precios de los productos básicos. Este factor podría ser una de las razones por las cuales la oferta no respondió de manera muy significativa al gran aumento de las cotizaciones. Cabe destacar que el análisis gráfico provee un dato particularmente interesante: el patrón divergente entre la serie de productos agropecuarios y sus insumos para fines de 2016 aún se encuentra muy lejos de poder alcanzar el coeficiente de rentabilidad que el sector presentaba para 1995.

**Gráfico VII.3**  
**Precios de los fertilizantes, del petróleo y de los productos básicos, 1995-2016**  
*(Índice 1995=100)*



**Fuente:** Banco Mundial.

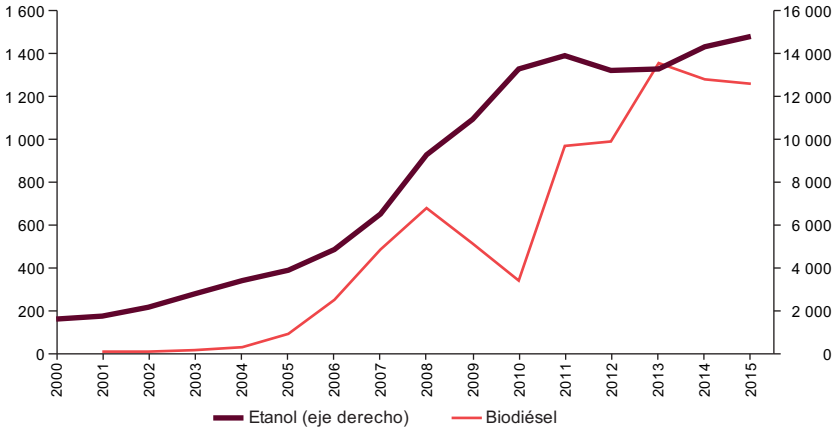
Por otra parte, diversos organismos coinciden en destacar el papel que desempeñaron los niveles históricamente bajos de las reservas de numerosos productos básicos en relación con su consumo (G20, 2011). Esta medida es sumamente relevante porque da cuenta de la estrechez o limitación de la oferta para poder hacer frente a un aumento inesperado de la demanda, o bien a un choque negativo en la producción como consecuencia, por ejemplo, de un escenario climatológico adverso a causa de inundaciones, sequías u otros fenómenos. Ante estas circunstancias, las reservas actúan como amortiguadores, reduciendo la volatilidad de los precios.

Un tercer fenómeno estructural que ha tenido gran incidencia en el desempeño del mercado de productos básicos ha sido la potenciación de los denominados “biocombustibles”. Este proceso —que para la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD, 2011) es un factor de demanda— se ha visto muy influenciado por los subsidios y las reglamentaciones gubernamentales sobre requerimientos de inclusión de componentes de origen vegetal en los combustibles. Además, si bien data de varias décadas, aún representa un porcentaje muy pequeño de la demanda total de combustibles para transporte (un 2,3% en 2015) y del consumo mundial de energía (un 0,3% en 2015, frente a un 79% de participación de los combustibles fósiles).

Sin embargo, la generación de biocombustibles ha experimentado un notable crecimiento desde comienzos de la década de 2000. La producción de etanol se cuadruplicó en un breve lapso y entre 2000 y 2009 (pasó de 17.000 millones de litros a más de 73.000 millones de litros), en tanto que

en el mismo período el aumento de las cantidades de biodiésel elaborado fue aún más impresionante, ya que pasó de 1.000 millones de litros a más de 14.000 millones de litros (FAPRI, 2010). En el gráfico VII.4 se muestra el crecimiento exponencial de la producción de biocombustibles en los Estados Unidos, el país que registra la mayor producción.

**Gráfico VII.4**  
**Estados Unidos: producción de biocombustibles, 2000-2015**  
(En millones de galones)



**Fuente:** Departamento de Agricultura de los Estados Unidos.

El creciente interés por la producción y el consumo de etanol y biodiésel como combustibles renovables para sustituir o complementar la utilización de gasolina y gasoil es el resultado de una conjunción de factores, entre los que se destacan el incremento del precio del petróleo en los mercados internacionales, la búsqueda de la diversificación de la matriz energética y las presiones para reducir las emisiones de dióxido de carbono a fin de mitigar el problema del cambio climático.

En los últimos años, cada vez más países, tanto industrializados como en desarrollo (entre ellos, Alemania, la Argentina, el Brasil, el Canadá, China, los Estados Unidos y Francia), han establecido porcentajes mínimos obligatorios de biocombustible que debe adicionarse a la nafta y al gasoil destinado al transporte automotor (Goldemberg, Coelho y Guardabassi, 2008; Matthews, 2007). Además, los gobiernos han implementado políticas de incentivo a su producción y consumo, dada su limitada viabilidad económica sin el apoyo estatal.

Estas medidas estimularon un pronunciado incremento de la demanda de ciertos productos agrícolas —como el maíz, la soja o la caña de azúcar— empleados para producir biocombustibles. Por esta razón,

diversos investigadores han identificado a los biocombustibles como uno de los principales factores detrás de la suba de las cotizaciones de los productos básicos en el último lustro (Rosengrant, 2008; Braun, 2008; Msangi y otros, 2007). Mitchell (2008), por ejemplo, sostiene que los biocombustibles explicaron dos tercios del incremento del precio de los alimentos registrado en 2002.

Por otra parte, algunos autores relativizan los efectos de la competencia entre alimentos y combustibles por la utilización de recursos y su eventual impacto sobre los precios (Dale, 2007; Kerckow, 2007; Pimentel y Patzek, 2007; Leemans y otros, 1996). Gilbert (2010), por ejemplo, no encuentra evidencia suficiente para poder afirmar que la demanda de productos básicos derivada de la generación de biocombustibles haya inducido la marcada suba de las cotizaciones. En este sentido, Baffes y Haniotis (2010) señalan que si se tiene en cuenta que el área sembrada con granos y oleaginosas destinada a la producción de biocombustibles representa solo el 1,5% del total a nivel mundial, es difícil suponer que haya provocado por sí sola un notable aumento de la demanda mundial de productos básicos. Estos autores, sin embargo, sostienen que los biocombustibles pueden haber afectado sensiblemente la dinámica de las cotizaciones de los alimentos al introducir un nuevo canal de conexión entre los precios de la energía y de los productos agrícolas.

## **2. Determinantes financieros**

### **a) Relevancia de la financierización**

Como ya se indicó, la cuestión que más controversia ha generado durante el reciente ciclo alcista de los productos básicos se vincula a la posible incidencia de los mercados financieros en la determinación de los precios de estos productos. No obstante el interesante debate suscitado, hay que mencionar que, al menos en dos sentidos, esta no es una discusión totalmente novedosa.

En primer lugar, porque, más allá de las especificidades del caso, remite a una pregunta básica y más general sobre el papel de la actividad especulativa en el proceso de “descubrimiento” de los precios de los activos financieros. Entre los argumentos pueden rastrearse desde posiciones que, en sustancia, concuerdan con el planteo adelantado por Friedman (1953), según las cuales la actividad especulativa tiende a ser estabilizadora, hasta posturas más críticas, que destacan que la inestabilidad es intrínseca a los mercados financieros y que, endógenamente, se generan tendencias hacia la fragilidad y excesiva volatilidad (Kindleberger, 1978).

En segundo término, porque la cuestión de la financierización de los productos básicos, definida como la creciente incidencia de instrumentos, mercados y actores financieros sobre estos productos, también puede entenderse como parte de una tendencia más amplia: un cambio en el régimen

de acumulación donde ha perdido prominencia la esfera productiva y ha ganado relevancia la circulación financiera como motor para la generación de beneficios (Boyer, 2000; Lapavistas, 2009). Desde esta perspectiva sistémica, no resultaría llamativo que los precios récord de los productos básicos, junto con su gran volatilidad, se hayan registrado en la misma década en que se gestaron dos grandes burbujas: primero en el precio de las acciones y después en el mercado inmobiliario (Wray, 2009). Entonces, en virtud de esta línea argumental, los sucesivos aumentos de productividad pierden su poder de determinación de la estructura de salarios reales y pasan a ser un mero resultado de la dinámica de los mercados financieros liberalizados. Esto implicó que a partir de la década de 1980 se asentara de manera categórica una estructura macroeconómica caracterizada por la dominación patrimonial en la definición de las relaciones respecto del factor trabajo, coordinada con un retroceso progresivo del arbitraje estatal en las decisiones privadas y una apertura económica bajo restricciones regulatorias.

En la narrativa convencional se plantea que los inversionistas financieros comenzaron a involucrarse en la operatoria con productos básicos a partir de la evidencia histórica que muestra que estos productos poseen un retorno promedio similar al de la inversión en acciones, con la particularidad de que los primeros tienen el atractivo agregado de presentar menor volatilidad. Estos retornos, además, tendían a covariar negativamente con los de las acciones y los bonos, lo que los convertía en buenos vehículos de diversificación, y podían mostrar un alto beneficio potencial en escenarios de aceleración de la inflación esperada, brindando una cobertura frente a ella (Gorton y Rouwenhorst, 2004; Mayer, 2009). De igual modo, sobresalía la baja correlación entre distintos productos básicos (Erb y Harvey, 2006), lo que permitiría un beneficio adicional por diversificación siempre que se incluya más de una variedad de estos bienes en el portafolio de inversión. Estas serían las características centrales de los productos básicos como clase de activos, esto es, como activo financiero.

El impacto más directo de la financierización de los productos básicos es el efecto sobre los precios, que se originaría en el comportamiento de los nuevos agentes financieros participantes en este fenómeno, que operan de una forma distinta a la de los actores tradicionales. Por ello, y para dilucidar el punto, resulta necesario comprender la microestructura de estos mercados, lo que abarca aspectos tales como los distintos tipos de agentes involucrados, los instrumentos de inversión disponibles, las estrategias y motivaciones, y el marco regulatorio.

En este sentido, hay que remarcar que los precios relevantes desde la óptica del consumidor, el productor y la política económica son los precios de los bienes físicos o precios al contado. La especulación allí es más onerosa, aunque no imposible, por los altos costos de transporte y almacenamiento.



Además, dado que solo se puede vender al contado algo que previamente se posee, es casi imposible tomar una posición corta —esto es, especulando a la baja del precio del producto— en los mercados físicos (Gilbert, 2010). En los mercados de futuros, esto último es perfectamente viable, ya que se separa la propiedad del bien material del riesgo de fluctuación de precios. Asimismo, dado que solo es necesario integrar un pequeño margen al momento de suscribir un contrato a futuro, en general puede operarse con altos niveles de apalancamiento: esto implica que los inversionistas entrantes en estos mercados tienen la capacidad de adquirir grandes volúmenes de activos con el compromiso de respaldar esta operatoria con un patrimonio que respalda entre el 5% y el 10% del monto de la transacción.

Las consecuencias de la participación de agentes no comerciales en los mercados de productos básicos financieros no se limitan al ámbito de las economías nacionales, sino que tienen alcance internacional cuando, con propósitos de diversificación del riesgo, los agentes no comerciales que se financian con distintos coeficientes de apalancamiento —entre ellos, fondos de cobertura, bancos de inversión y empresas aseguradoras— procuran adquirir activos financieros en diversos mercados nacionales<sup>2</sup>. En este esquema, el papel que juega el apalancamiento es de suma importancia: al trabajar con niveles máximos de apalancamiento, más allá de los cuales las organizaciones no pueden recurrir a mayor endeudamiento para financiar la adquisición de volúmenes de activos adicionales, las fluctuaciones en el valor corriente de sus activos se tornan relevantes en términos de la definición de las estrategias de inversión. En igualdad de condiciones, si el precio de uno de los activos financieros sube, entonces los agentes no comerciales procurarán adquirir mayores reservas de activos (tanto nacionales como extranjeros), ya que pretenden replicar su portafolio óptimo de inversión. Por el contrario, si el choque es negativo, la caída de uno de los precios genera una contracción de las posiciones de inversión y la consecuente liquidación de activos produce un descenso de la demanda de activos financieros a nivel internacional. Esto genera un efecto contagio al ser liquidados en la proporción correspondiente al portafolio óptimo (Krugman, 2008). Dicho fenómeno es extensivo a los mercados de productos básicos, en particular, a los contratos de futuros y demás derivados, dada su calidad de activos financieros.

Otro aspecto clave es el papel que cumple el manejo de información sobre los fundamentales y las expectativas en los mercados de productos básicos. Según Cheng y Xiong (2013), el proceso de financierización tiene la potestad de afectar el mecanismo de revelación de la información en estos mercados. En un plano eminentemente teórico, la hipótesis de los mercados eficientes —extendida al correspondiente a los productos básicos— enuncia

<sup>2</sup> Se considera apalancamiento al recurso de toma de deuda por parte de entidades para la adquisición de activos. Las organizaciones con un alto nivel de apalancamiento son aquellas con ratios elevados de deuda/activos, lo que equivale a un bajo ratio patrimonio neto/activos.

que cualquier información de dominio público respecto de cualquier producto transado se ve reflejada a partir del ajuste de su precio. En el caso de los productos básicos, esto implicaría que la sucesiva información que se revela públicamente sobre los fundamentales de oferta y demanda altera de inmediato las expectativas de los participantes en el mercado, y mediante la posibilidad de arbitraje se efectúa el ajuste de los precios. Sin embargo, como detalla la UNCTAD (2011), existe un volumen relevante de información que, o bien no se revela públicamente al mercado, o bien se provee de manera selectiva, con lo que se introducen distorsiones en la valuación eficiente de los activos transados. Como primera consideración, se afirma que la información efectivamente publicada en los mercados financieros genera dudas respecto de su credibilidad entre los agentes que participan en la transacción de los productos básicos. Además, el hecho de que las reservas de dichos productos estén mayoritariamente en posesión del sector privado implica que la información relacionada a ellos es, a la vez, de carácter privado (UNCTAD, 2011). Esto acarrea como consecuencia la presencia en el mercado de información incompleta respecto de los volúmenes de reservas existentes.

Otra alteración sustancial del manejo de la información y del proceso de formación de expectativas a nivel individual es el llamado “comportamiento de manada” por parte de los agentes involucrados en los mercados de productos básicos. Este accionar suele acontecer en contextos de incertidumbre, lo que incentiva a los inversionistas a imitar el comportamiento del mercado; esto es, a seguir su tendencia. Más allá de la variedad de formas en que se lleva a cabo el comportamiento de manada, lo cierto es que la persistencia de sus efectos en forma de desvíos respecto de los fundamentales del mercado depende de la velocidad y eficiencia del arbitraje. Sin embargo, al incluir en este razonamiento factores de aversión al riesgo y restricciones de capital, el arbitraje presenta limitaciones (UNCTAD, 2011). Esto explica, en parte, el motivo por el cual las burbujas en los mercados financieros tienen la posibilidad de persistir a lo largo del tiempo.

Como consecuencia directa de lo referido previamente, el funcionamiento del mercado de productos básicos brinda evidencia sustantiva en contra del cumplimiento de la hipótesis de los mercados eficientes, manteniendo su actividad en condiciones de considerable incertidumbre. En particular, Cheng y Xiong (2013) prueban que las fricciones informativas explican el crecimiento exponencial de varios productos básicos a principios de 2008, tanto por asimetrías informativas como por malas interpretaciones de las tendencias en los mercados de futuros, como se evidencia en su trabajo para el caso del petróleo.

Las oportunidades de arbitraje intertemporal son la vía de interconexión entre los precios al contado y a plazo, y tienen como implicancia que las correlaciones entre las cotizaciones que surgen de ambos mercados sean prácticamente perfectas. En algunos estudios recientes se indica que, durante

las décadas de 1990 y 2000, la dirección de causalidad en la formación de precios se ha movido de los mercados de futuros a los mercados físicos (Hernández y Torero, 2010). Este último punto es relevante, ya que, si la especulación tiene lugar en los mercados de futuros, entonces bajo incertidumbre, las señales de precios allí generadas son determinantes para el mercado *spot*.

Dwyer, Holloway y Wright (2012) efectúan la misma evaluación causal y encuentran como resultado principal que, para el caso de los productos básicos agrícolas, las variaciones diarias evidenciadas en el mercado de futuros provocan en la causalidad de Granger modificaciones en los respectivos mercados *spot*. Esto implicaría, según el enfoque de los autores, que los mercados de futuros de estos productos tiendan a incorporar más rápidamente los cambios en los fundamentales que los mercados *spot*, con la facultad de exacerbar las estrategias especulativas en torno a los mencionados productos básicos.

La relación de arbitraje entre ambos precios puede visualizarse más nítidamente a través de la siguiente ecuación:

$$1) F_{t,T} = (1 + r_t)S_t + k_t - y_t$$

Donde  $F_{t,T}$  es el precio futuro en  $t$  para el contrato con plazo  $T$ ;  $S_t$  es el precio al contado en  $t$ ;  $r_t$  es la tasa de interés;  $k_t$  es el costo de almacenaje, e  $y_t$  es el llamado “rendimiento por conveniencia”.

La igualdad de la ecuación 1 garantiza la misma rentabilidad para ambas estrategias de inversión. El rendimiento por conveniencia es la retribución adicional que puede obtenerse por poseer inventarios, lo que brinda la posibilidad de vender en los niveles máximos a precios estacionales. Cuando los inventarios son altos, este retorno debería ser bajo y viceversa. El razonamiento es el siguiente: como poseedor de cierto volumen de un producto básico determinado, cada individuo puede elegir entre consumirlo o reservarlo para el futuro, por lo que el precio del bien será el valor máximo entre el valor de consumirlo en el presente y el valor esperado de consumirlo en el futuro. Esta opción de retraso en el consumo es el núcleo del concepto de rendimiento por conveniencia (Cheng y Xiong, 2013).

Si los inventarios son altos, la suma de los costos de almacenaje y la tasa de interés excede el rendimiento por conveniencia, los precios futuros son superiores al precio al contado y el mercado está en “contango”. En caso contrario, en situaciones donde los inventarios son bajos, la suma de los costos de almacenaje y la tasa de interés tiende a ser menor que  $y_t$  y se dice que el mercado está situación de descuento a plazo. En este entendimiento de la operativa de los mercados de productos básicos, Miffre (2011) provee argumentos adicionales que justifican la inversión financiera en estos activos. En particular, se refiere a la adopción de estrategias largas/cortas —esto es, la combinación de posiciones largas y cortas en distintos activos del

mercado de productos básicos bajo distintas reglas de decisión a elección del inversionista— que presentan mayores retornos ajustados por riesgo (medidos por el índice de Sharpe) que las posiciones puramente compradoras de futuros y una menor volatilidad respecto de posiciones largas tomadas en el índice de productos básicos usado como referencia en dicho trabajo.

Varios autores han sostenido, de manera alternativa, que la acumulación de inventarios físicos es condición necesaria para considerar una suba como especulativa, y que los mercados de futuros solo son apuestas entre distintos agentes que se compensan entre sí, sin afectar los mercados *spot* (Irwin, Sander y Merrin, 2009). No obstante, tanto los mercados *spot* como los de futuros se encuentran afectados por las expectativas del precio al contado futuro. Si se esperan precios más altos mañana, tanto el precio al contado como el futuro tenderán a subir en el presente, independientemente de que la especulación se materialice en el mercado *spot* o en el de futuros.

Un argumento que se ha esgrimido para sostener que la financierización no es responsable de la suba de precios es que también ascendieron mucho los productos básicos que no tienen mercados de futuros organizados, como es el caso del arroz o el mineral de hierro. De todas maneras, esto no demuestra *per se* que la especulación o el apalancamiento con dichos productos básicos no sea posible, sino que, tal vez, adopte formas alternativas (Serrano, 2013). Además, en el caso de los mercados agrícolas también hay que tener presentes las interconexiones entre los propios mercados físicos, ya que, en última instancia, existe competencia por el empleo del “factor fijo”, esto es, la tierra productiva.

De manera complementaria, también es necesario mencionar que los mercados de futuros han existido por más de 200 años y solo recientemente se ha puesto énfasis en la especulación financiera como posible determinante de los precios. Esto obedece a que, a partir de los años noventa, una serie de cambios regulatorios y el mencionado “descubrimiento” de los productos básicos como activo financiero generaron un rápido cambio en la morfología de dichos mercados (UNCTAD, 2011; Cheng y Xiong, 2013).

Siguiendo a Masters (2009), a nivel conceptual puede distinguirse entre la actividad especulativa tradicional y la correspondiente a los mercados financierizados. En el primer grupo se encuentran los agentes comerciales, que buscan cobertura al desprenderse del riesgo de fluctuación de precios y pueden tomar tanto posiciones cortas como largas (aunque lo habitual es que su posición neta sea vendedora). En este primer grupo de agentes se destacan los productores de productos básicos, así como los grandes consumidores de estos productos. La contracara de estos actores son los especuladores tradicionales, que fundamentalmente proveen de liquidez al mercado, asumen el riesgo de movimiento en los precios y suelen ser compradores netos.

Por otra parte, entre los nuevos actores financieros del mercado de productos básicos —es decir, aquellos que ingresan a este mercado incentivados por la posibilidad de diversificación de sus carteras de inversión— pueden caracterizarse dos tipos de estrategias predominantes. La primera está compuesta por los inversionistas que siguen la evolución de los índices de productos básicos y buscan replicar su dinámica (*index speculators*). Entre los principales índices se encuentran el Bloomberg Commodity Index, que incluye una canasta diversificada de bienes básicos, y el S&P GSCI Commodity Index, volcado sobre todo al sector de la energía.

El hecho distintivo de las inversiones de quienes especulan con los índices es que solo toman posiciones largas, como compradores netos de futuros, con lo cual la estrategia es invariable frente a los cambios de precios. Una vez que los futuros se adquieren, se mantienen hasta estar próximos al vencimiento y, en una fecha estipulada cercana a dicho vencimiento, se efectúa una renovación con un contrato de mayor plazo. Este tipo de especulación ha sido señalado por Masters (2008), Wray (2009) y Cheng y Xiong (2013), entre otros, como posible causante de la abrupta suba de los productos básicos hasta 2008, especialmente por el espectacular incremento de los activos administrados por estos fondos, que coincidió temporalmente con el súbito ascenso de las cotizaciones evidenciado entre 2005 y 2008.

Por otra parte, los llamados “administradores de inversiones” plantean estrategias de inversión activa. Según la UNCTAD (2011), existe cierta evidencia respecto de una correlación muy significativa entre los cambios en las posiciones netas de los administradores de inversiones y los cambios de precios durante el período de la suba de los productos básicos en los años posteriores a la crisis (2009-2011). Asimismo, Mayer (2009) encuentra evidencia de que las diferentes motivaciones de los inversionistas que especulan con los índices y los administradores de inversiones para involucrarse en los mercados de productos básicos tienen su correlato en los efectos que cada tipo de agente ejerce sobre dichos mercados. Mientras que los primeros han ejercido durante el período 2006-2009 una influencia significativa sobre una gran variedad de productos básicos, los agentes que se comportan como administradores de inversiones tendieron a generar variaciones de magnitud sobre los precios de los productos básicos alimenticios en las etapas de mayor aumento durante la década de 2000.

Atendiendo a esta situación, buena parte de los estudios empíricos sobre el impacto de la financierización en los precios despliegan sus metodologías a partir del análisis de los microdatos de los mercados de futuros, empleando mayormente como fuente la información desagregada por tipo de agente que releva la Comisión de Contratación de Futuros de Mercancías (CFTC). La estrategia predominante en esta literatura consiste en analizar el cambio en las posiciones netas de los actores financieros y contrastarlo con el movimiento

en los precios de los productos básicos mediante técnicas econométricas de series temporales tales como el análisis de correlación, los modelos de cálculo del valor en riesgo o los test de causalidad de Granger.

En esta línea de trabajo, Masters (2008 y 2009) muestra, por ejemplo, evidencia de una fuerte correlación entre el cambio en las posiciones de los especuladores de índices y el cambio de precios hasta 2008; Singleton (2010) encuentra resultados similares para el caso del petróleo. Por el contrario, tras analizar un amplio número de productos básicos en distintas submuestras temporales, ni Irwin y Sanders (2010) ni Irwin, Sanders y Merrin (2009) han podido establecer un patrón causal directo según el cual el cambio en las posiciones de los inversionistas en los índices afecte los retornos en productos básicos. Similares resultados encuentran Aulerich, Irwin y García (2010).

De todas formas, una serie de limitaciones en la información por tipo de agente provista por la CFTC, así como en las técnicas de series temporales empleadas, ha llevado a plantear estrategias empíricas alternativas (véase la sección 2.c), que incluyen la modelización del comportamiento de agentes heterogéneos en el mercado de productos básicos con la presencia de ajustes no lineales al equilibrio de los precios de estos productos respecto de sus fundamentales de largo plazo.

En paralelo, y atendiendo al tópico de la posible conexión en el movimiento de los distintos bienes primarios en los mercados mundiales, Cheng y Xiong (2013) efectúan un estudio de comovimiento entre los productos básicos que participan en los índices S&P GSCI Commodity Index y Dow Jones-UBS Commodity Index respecto de los que no participan. El principal hallazgo del trabajo es que el comovimiento entre todos los productos básicos ha aumentado en los últimos años, pero este incremento ha sido mucho más intensivo entre los productos básicos que componen efectivamente los índices.

Silvennoinen y Thorp (2010) sugieren que, si la hipótesis de financierización es correcta, entonces debería incrementarse la correlación entre los índices de productos básicos y los demás activos financieros, y en su estudio se presenta evidencia concreta en dicha dirección.

En similar sintonía, Büyüktahtin y Robe (2011) emplean datos diarios para 17 productos básicos con mercados de futuros en los Estados Unidos, para los que poseen información no pública sobre posiciones de comerciantes individuales. Eso les permite concluir que la actividad de los fondos de cobertura habría sido responsable de un aumento en la correlación entre acciones y productos básicos, controlando por varios factores explicativos. Esta línea de trabajo trae como correlato una conclusión paradójica: la financierización pareciera haberse iniciado cuando se encontró una clase de activos muy "segmentada", como antes fueron los bonos de países emergentes o, más recientemente, los activos hipotecarios securitizados. Pero cuando los

mercados intentan “explotar” las características históricas de estos activos, las propiedades que se habían manifestado en los datos pasados dejarían de ser tales. Es decir, se estaría en presencia de un típico caso de la ley de Goodhart o de la crítica de Lucas<sup>3</sup>.

Zaremba (2015) presenta evidencia de esto último y en su estudio de los efectos de la renovación sobre los mercados de productos básicos —en particular, de los retornos que esta genera— asevera que el conjunto de cambios producidos por los nuevos agentes financieros en el mercado de productos básicos ha alterado significativamente el funcionamiento de los mercados de productos básicos al generar burbujas de precios, aumentar la correlación entre los productos básicos y otros activos, y modificar la estructura de estos mercados. Su principal resultado indica que el proceso de financierización ha contribuido a reducir los niveles de retorno en una magnitud de 0,38 puntos porcentuales por mes entre 1991 y 2012, lo que influye significativamente sobre los incentivos a la inversión en el mercado de productos básicos.

La reciente investigación de Henderson, Pearson y Wang (2014) pone el foco en la emisión de los *Commodities Link Notes* (productos estructurados emitidos por bancos y otros intermediarios financieros) para estudiar el impacto de la financierización sobre los precios. Cuando las entidades emiten estas notas —algunas de las cuales son productos de inversión muy complejos—, generalmente cubren el riesgo en los mercados de futuros. Eso permite a los autores conocer con exactitud las fechas en que se hacen esas operaciones de cobertura (por lo general, en los tres días subsiguientes a la emisión de las notas) y estudiar el impacto en los precios de las emisiones que tengan una dimensión relevante en relación con el volumen total transado en el mercado. El resultado del análisis de regresión muestra que en esas fechas hay un retorno anormalmente alto, que crece con el tamaño de la cobertura necesario y que no tiende a reducirse en los días posteriores, con lo cual el aumento en los precios presenta cierta persistencia.

Otro fenómeno novedoso, con implicancias significativas sobre el estado del mercado de productos básicos, refiere a la introducción de un instrumento financiero que ha ganado considerable importancia desde 2009: los productos de inversión cotizados. Estos productos resultan de la combinación de bonos ETN y fondos de inversión cotizados, y se encargan de replicar el retorno de un producto básico en particular. Las participaciones en los productos de inversión cotizados se comercializan en los mercados financieros, con la particularidad de que en la mayoría de ellos se usan contratos de futuros como

---

<sup>3</sup> En un contexto de expectativas racionales, la selección de un indicador socioeconómico como variable objetivo de políticas públicas conlleva, como consecuencia potencial, la pérdida del contenido informativo de dicho indicador. Cualquier regularidad estadística observada tenderá a desplomarse una vez que se presione para utilizarla con propósitos de control (Goodhart, 1975).

colateral. Sin embargo, la naturaleza del colateral ha sufrido modificaciones en los últimos años: los productos de inversión cotizados más recientes, en especial aquellos referidos al cobre y al aluminio, están siendo respaldados por productos básicos físicos. La UNCTAD (2011) explica que, debido a factores de aversión al riesgo y al aumento de la preocupación de los participantes en el mercado por el riesgo que pueda presentar la contraparte, las erogaciones referidas a costos de almacenamiento de los productos básicos físicos para ser usados como respaldo de los contratos firmados son cada vez más tolerables. La consecuencia lógica de esta innovación del mercado es la reducción de la oferta de productos básicos físicos, dado que parte de ellos, al funcionar como respaldo de contratos financieros, no se encuentran disponibles para las transacciones. En términos del estado del mercado de productos básicos, la mayor prima en efectivo tiene la potestad de generar mercados en situación de descuento a plazo, lo que, a su vez, aumentaría el retorno de las inversiones en los índices de productos básicos y las haría más atractivas.

Por ende, del examen de la evidencia empírica disponible pueden extraerse dos conclusiones respecto del papel de la financierización. En primer lugar, existe un consenso relativo en cuanto a que la financierización habría jugado un papel amplificador de las variaciones de los precios, exacerbando los ciclos, las desviaciones respecto de los fundamentales de oferta y demanda, y la volatilidad; este papel se ha incrementado en las últimas décadas. En segundo término, si bien hay menos acuerdo respecto de los efectos permanentes de la especulación sobre los precios, la evidencia tampoco permitiría descartar esta idea, sobre todo a partir de los resultados disponibles en los últimos cinco años, con un conjunto de investigaciones que apunta a señalar a la financierización como un nuevo factor de alta relevancia, que se debe considerar junto con los determinantes clásicos.

### **b) Las condiciones financieras mundiales**

Durante la última década, y con notable intensidad desde la crisis financiera internacional que se desató en 2008, el análisis de los aspectos macroeconómicos vinculados al comportamiento de las cotizaciones de los productos básicos ha avanzado más allá de la consideración de los canales tradicionales relacionados con el estado de la oferta y la demanda mundial de los bienes primarios, para colocar en el centro del debate el efecto de factores globales de carácter financiero.

Una acepción abarcadora del fenómeno de la financierización en la totalidad de sus aristas requiere definirlo como la profundización de los mercados de futuros de productos básicos, que se complementa con una mayor participación de los flujos financieros internacionales en mercados donde los productos básicos son importantes, como es el caso de los países productores. Esta mayor participación de los flujos de capitales —tanto financieros como de inversión extranjera directa (IED)— en esos países está



muy influenciada por la propia dinámica de los precios de los productos básicos. En esta definición es sumamente relevante el papel de activo financiero que juegan los productos básicos, en un contexto de expansión de los mercados financieros mundiales. Es decir, la financierización se da en un marco donde la actividad financiera gana protagonismo en el total de la actividad económica y las interconexiones entre los mercados y los países han aumentado notoriamente (Boyer, 2000).

Este desarrollo global de las instituciones y los mercados financieros es la acepción que se pretende dar a la financierización en un sentido amplio. Dicho proceso de expansión no es neutral respecto del desenvolvimiento del ciclo económico: si bien la profundización del sector financiero, o profundización financiera, en las economías nacionales prueba ser beneficiosa en estadios iniciales e intermedios —al canalizar ahorros, promover el intercambio de información, facilitar la diversificación del riesgo y optimizar la distribución de recursos—, también es cierto que los altos niveles de profundización financiera representan un obstáculo en los senderos de crecimiento nacionales. El Fondo Monetario Internacional (FMI) encuentra que los efectos de una mayor profundización financiera se tornan negativos al alcanzar un umbral del 100% en el coeficiente entre crédito privado y PIB (FMI, 2012). Mediante la construcción de un índice propio de desarrollo financiero, dicho organismo también encuentra evidencia en favor de una curva de U invertida entre esta variable y la tasa de crecimiento del PIB (FMI, 2015). Los canales de transmisión esgrimidos para explicar este fenómeno se centran en que la mayor financierización incrementa la volatilidad del ciclo económico, con efectos ulteriores sobre la tasa de crecimiento, a la vez que los sectores financieros de gran tamaño son capaces de atraer el capital humano de mayor calidad desde los sectores más productivos de la economía<sup>4</sup>.

La financierización del mercado de productos básicos no solo está ligada, entonces, al espacio cada vez más grande que los activos financieros vinculados a productos primarios han ido ganando en los portafolios de los inversionistas y al aumento en el volumen negociado de estos nuevos instrumentos y derivados, sino que también hace referencia al mayor peso que tienen los aspectos financieros mundiales en la determinación de sus precios. Más específicamente, uno de los principales interrogantes está relacionado con el impacto de la liquidez internacional y las condiciones financieras mundiales en los países centrales sobre las cotizaciones de los productos básicos.

---

<sup>4</sup> Stiglitz (2012) destaca que las extraordinarias rentas del sector financiero distorsionan la distribución de capital humano entre actividades, lo que perjudica a las actividades con mayor valor social. De este modo, en las sociedades desiguales hay cada vez más graduados en carreras afines a las finanzas y menos en ingenierías, ciencias u otras disciplinas donde la contribución al bienestar general pareciera ser más elevada.

Existe una larga tradición de relevar la relación entre el comportamiento de las cotizaciones de las materias primas y las variables monetarias y financieras globales. En este sentido, tras la ruptura del sistema monetario internacional de Bretton Woods, uno de los primeros pasos de esa agenda fue analizar el impacto de los movimientos de las paridades de las principales monedas sobre los precios de los productos básicos. Así, Ridler y Yandle (1972) demostraron que un descenso en el valor real del dólar (es decir, una depreciación del tipo de cambio real de los Estados Unidos) debería generar una suba en los precios de los productos básicos medidos en dicha moneda. Posteriormente, Dornbusch (1985) refinó este resultado y, a partir de un modelo de dos países, obtuvo una expresión analítica para la elasticidad del precio relativo de los productos básicos al tipo de cambio real del dólar. Esta depende de las elasticidades de demanda y de la participación de cada país en el comercio mundial de estos bienes. En general, en los estudios empíricos se encuentra evidencia a favor de la asociación positiva entre la depreciación real del dólar y el precio de los productos básicos (Gilbert, 1989; Borensztein y Reinhart, 1994; De Gregorio, González y Jaque, 2005; Akram, 2008; Vansteenkiste, 2009).

Para poder discernir la importancia de las variables financieras respecto de otras variables más tradicionales, en la mayoría de los estudios se utiliza el crecimiento mundial como uno de los determinantes clave en las cotizaciones de los bienes primarios. Baffes y Haniotis (2010) destacan que los tres mayores auges de precios de los productos básicos posteriores a la Segunda Guerra Mundial ocurrieron en un contexto de aumento alto y sostenido del PIB mundial. En el mismo sentido, Ocampo y Parra (2010) atribuyen a esta variable un papel central en la determinación de los dos principales quiebres estructurales negativos que experimentaron los precios en el siglo XX.

Para el caso de los productos básicos alimenticios, la ley de Engel provee el marco teórico para predecir el impacto positivo del aumento del ingreso de los países sobre sus precios (Houthakker, 1987; Hamilton, 2001). Sin embargo, en esta ley se señala que la elasticidad-ingreso de la demanda de alimentos disminuye a medida que las naciones se van desarrollando.

Diversos autores han planteado que la relación entre la demanda de metales y el nivel de ingreso de los países tiene forma de U invertida (Malembaum, 1973; Syrquin y Chenery, 1989). De esta manera, la intensidad con que se utilizan estos productos aumenta a medida que el PIB per cápita se incrementa hasta cierto umbral, más allá del cual comienza a declinar. De acuerdo con el estudio del FMI (2006), este umbral se ubicaría entre 15.000 dólares PPA y 20.000 dólares PPA. La intuición de este comportamiento es que en las etapas iniciales del desarrollo existe una mayor inversión en infraestructura y también una mayor ineficiencia en su uso (este argumento también se aplica al consumo de productos básicos energéticos).

La evidencia empírica ha confirmado la importancia del crecimiento económico mundial en la dinámica de los precios de los productos básicos. En un trabajo reciente, Erten y Ocampo (2012) encuentran que, basándose en un análisis de cointegración, los superciclos del PIB mundial constituyen un buen predictor de los superciclos de los precios de los productos básicos no combustibles, ya sea que se consideren índices globales o sus componentes (en particular, materias primas agrícolas y metales).

Una tercera variable global, que tradicionalmente se ha empleado para resumir las condiciones monetarias y financieras, es la tasa de interés internacional. Su vínculo teórico con el precio de los productos básicos se encuentra explicado en el clásico artículo de Hotelling (1931) para el caso de recursos no renovables con oferta fija. Frankel (2006) señala tres canales por los cuales un aumento de la tasa de interés puede afectar las cotizaciones de las materias primas: i) aumentar el incentivo a extraer (o producir) en el presente respecto del futuro, ii) reducir el deseo de las empresas de mantener inventarios y iii) alentar a los especuladores a salir de los contratos a futuro y comprar bonos. Estos tres canales tienden a reducir los precios al contado.

Las estimaciones empíricas, sin embargo, no aportan evidencia concluyente sobre la hipótesis de una asociación negativa entre la tasa de interés real internacional y el precio real de los bienes primarios. En Bastourre, Carrera e Ibarlucía (2010) se encuentra que esta variable impacta negativamente en los precios, tanto en el corto como en el largo plazo. Asimismo, Akram (2008) concluye que los choques de tasa de interés se transmiten con signo negativo a los productos básicos, dándose además un fenómeno de reacción excesiva de los precios en el corto plazo. Kawamoto y Hamori (2011) brindan evidencia en esta misma dirección. Por el contrario, esta relación no parece resultar robusta en el trabajo de Frankel y Rose (2010), que estudian el efecto de la tasa de interés internacional sobre 11 productos básicos. Si bien en 7 de esos 11 productos se encuentra una asociación negativa, la variable resulta significativa solo en las ecuaciones de 2 productos básicos. Para el petróleo, Anzuini, Lombardi y Pagano (2010) hallan que el choque de tasa de interés solo puede dar cuenta de una pequeña parte (en torno al 5%) de la variabilidad de su precio.

Esta evidencia mixta puede estar conectada con la dificultad, que ha sido ampliamente documentada por la literatura, para medir de manera apropiada el nivel de liquidez internacional (Allen y Moessner, 2010). La crisis mundial actual ha dejado en claro que las tasas de interés no necesariamente sintetizan de manera adecuada las condiciones monetarias globales, sobre todo en situaciones de estrés financiero. En ámbitos como el Grupo de los 20 (G20) u organismos emisores de normas regulatorias, como el Consejo de Estabilidad Financiera (CEF), el Banco de Pagos Internacionales (BPI) o

incluso el FMI, existen debates sobre qué variables resultan apropiadas para caracterizar y monitorear el estado de la liquidez internacional (BPI, 2011; Chen y Rogoff, 2012; Eickmeier, Gambacorta y Hofmann, 2013).

Por esta razón, en el análisis estadístico o econométrico de algunos trabajos se incluyen otras variables sustitutivas de liquidez, combinando los indicadores basados en precios con medidas cuantitativas. Inamura y otros (2011), por ejemplo, vinculan los precios de los productos básicos tanto con un déficit de la tasa de interés internacional (medido como un promedio ponderado de la diferencia entre la tasa de interés real y la tasa de crecimiento potencial en un conjunto amplio de países avanzados y en desarrollo) como con una brecha de la razón M1/PIB respecto de su valor de tendencia, y encuentran un impacto positivo de ambas variables sobre las cotizaciones.

Cuando en la evaluación empírica se complementan las medidas de precios con las de cantidades, los resultados indican que la liquidez internacional tiene un papel destacado al momento de explicar la dinámica de los precios de los productos básicos. Esto se evidencia en Bastourre y otros (2012), y Belke, Bordon y Volz (2013), donde se encuentran efectos significativos de largo plazo de los indicadores cuantitativos de liquidez internacional sobre el precio de las materias primas.

Cabe destacar que los flujos de capitales hacia los países productores no solo han tomado la forma de deuda soberana, sino que, detrás de este liderazgo del Gobierno en la baja de diferenciales, han aparecido otros agentes (en especial corporaciones locales) muy activos a la hora de tomar deuda en los mercados financieros internacionales, muchas veces en centros extraterritoriales, lo que hace más dificultoso su contabilización según los criterios usuales de medición de la balanza de pagos. Desde 2010 han tenido particular relevancia los flujos financieros en la forma de deuda o emisión de acciones de las corporaciones no financieras de países emergentes, donde han sobresalido las empresas productoras de productos básicos (Torija Zane, 2017)<sup>5</sup>. En cierta forma, cuando un inversionista financiero compra bonos de una corporación productora de productos básicos, está invirtiendo indirectamente en los productos básicos que produce esa empresa; así como cuando invierte en bonos soberanos de un país eminentemente productor de productos básicos, también está invirtiendo indirectamente en dichos productos básicos.

Por otra parte, los precios de los productos básicos ejercen una gran influencia en los flujos de IED destinada a los países productores. De hecho, un porcentaje significativo de la IED ha estado destinado, en forma directa o indirecta, a la producción de productos básicos. Si bien suele postularse

---

<sup>5</sup> También ha sido importante, aunque no tan significativa, la actividad de toma de deuda de bancos y entidades subnacionales de los países emergentes.

que la IED es sustancialmente distinta a los flujos financieros como fuente de inestabilidad, Abeles, Grimberg y Valdecantos demuestran que el comportamiento de la IED y la remisión de utilidades están muy asociados a los niveles de vulnerabilidad externa en los países de América Latina (véase el capítulo VIII).

Los flujos de capitales en forma de deuda, participación accionaria o IED han llamado la atención de organismos internacionales, como la CEPAL (2016), y de varios autores, como Avdjiev, Chui y Shin (2014), por las diversas implicancias que tienen en la liquidez de los sistemas financieros nacionales. Dado su conocimiento privilegiado del mercado financiero nacional, muchas empresas de países emergentes encuentran rentable efectuar operaciones de acarreo de parte de los fondos obtenidos, tomando deuda en dólares en el exterior y colocándolos a tasas más altas en su país de origen. De esta manera, fungen como intermediarios financieros que aumentan la liquidez del sistema financiero nacional, pero a costa de incrementar el descalce de monedas del país. Por otra parte, al ser corporaciones relativamente grandes para el país, siempre está presente el riesgo sistémico ante mayores dificultades para afrontar los pagos de intereses o la renovación de la deuda ante cambios en el precio internacional de los productos básicos que producen.

Pérez-Caldentey y Vera (2015) realizan una comparación de las principales corporaciones de América Latina en 2010 y 2015 y constatan el deterioro financiero del sector corporativo de varios países productores de productos básicos de la subregión, lo que implica una mayor fragilidad financiera. Esto amplía la probabilidad de enfrentarse a un ciclo de desapalancamiento, con la consecuente caída en la inversión de estas empresas. Otro factor que refleja la financierización de la actividad productiva es que en el 52% de las principales 100 empresas multinacionales relevadas por la UNCTAD predominan como último beneficiario las entidades financieras (Torija Zane, 2017).

### **c) Un esquema analítico de la financierización en los mercados de productos básicos**

El análisis de las acepciones amplia y restringida del fenómeno de la financierización, mediante la descripción tanto de las condiciones financieras mundiales como de la multiplicidad de actores, instrumentos y mercados financieros relevados en torno a un gran número de bienes primarios, pone en primer plano la relevancia que el conjunto de factores financieros tiene sobre la determinación de precios de los productos básicos. No solo se trata de factores estructurales o reales que inciden en el establecimiento de los precios de equilibrio para cada uno de los bienes intercambiados en mercados financieros organizados, sino que el vínculo entre dichos precios y sus comportamientos financieros causales es progresivamente más intrincado y significativo (sobre todo a partir de la década de 1980).

Para efectuar un estudio empírico de las variables estructurales, así como de las variables financieras globales que inciden sobre el precio de los productos básicos, Bastourre, Carrera e Ibarlucía (2010) construyen un índice de productos básicos alimenticios y metales<sup>6</sup>. Entre los regresores se incluye el tipo de cambio real bilateral de los Estados Unidos, la tasa de interés internacional real y la serie histórica del Dow Jones Commodity Index. A la vez, se considera como variable explicativa un índice de producción industrial, que incluye el nivel de actividad de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), así como de algunas naciones asiáticas representativas (China, India, Malasia y República de Corea), con el objetivo de determinar la relevancia que el aumento de su demanda genera sobre estos productos básicos. Una vez encontrada evidencia en favor de la relación de cointegración entre el índice de productos básicos y sus determinantes, y mediante la estimación de un modelo de mínimos cuadrados ordinarios dinámicos (MCO), se obtienen los resultados detallados en el cuadro VII.17.

**Cuadro VII.1**  
**Estimación de determinantes del precio de los productos básicos —modelo de mínimos cuadrados ordinarios dinámicos (MCO)**

Variable	Coefficiente	Valor p
Índice de Producción Industrial	4,1368	0,0000
Tipo de cambio real de los Estados Unidos	-0,5994	0,0000
Tasa de interés internacional real	-1,5452	0,0138
Dow Jones Commodity Index	-0,1086	0,0163
Tendencia temporal	-0,0111	0,0000
Constante	-6,9366	0,0000

**Fuente:** D. Bastourre, J. Carrera y J. Ibarlucía, "Precios de los commodities: factores estructurales, mercados financieros y dinámica no lineal", *Estudios BCRA*, N° 6, Buenos Aires, Banco Central de la República Argentina (BCRA), 2010.

Se encuentra que todas las variables resultan estadísticamente significativas. El Índice de Producción Industrial, que pretende reflejar el estado de la demanda de productos básicos en el mundo, presenta el signo positivo esperado. Respecto de las condiciones financieras en el centro, una apreciación del 1% del tipo de cambio real de los Estados Unidos causa, en igualdad de condiciones, una caída de los precios de los productos básicos del 0,60%. El aumento de la tasa de interés internacional también tiene efectos

<sup>6</sup> El índice All-Comm, que resulta del promedio de los índices de alimentos y metales elaborados en la base de datos International Financial Statistics (IFS) del FMI, muestra, en sus versiones nominal y real, un notable crecimiento de 2002 a 2008: la nominal, del orden del 166,3%, y la real, con un alza del 124,3% en el mismo período.

<sup>7</sup> Este análisis empírico se basa en datos mensuales relevados desde enero de 1973 hasta mayo de 2008. Respecto del tipo de cambio real, se utiliza su versión multilateral, que publica la Reserva Federal de Nueva York e incluye a todos los socios comerciales. En cuanto a la tasa de interés internacional real, se ha optado por usar el rendimiento real de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos.

adversos sobre los precios, mientras que el Dow Jones Commodity Index refleja el efecto sustitución entre los activos financieros.

Además, la evidencia de una tendencia temporal tanto negativa como estadísticamente significativa se encuentra en sintonía con el teorema del deterioro secular de los términos de intercambio de Prebisch y Singer.

Es a partir de regresiones similares a la presentada que se construyen series de precios de productos básicos basados en el estado de sus fundamentales. Resulta de particular relevancia entender el proceso subyacente de las diferencias entre las series de precios efectivas de los productos básicos respecto de la que resultaría de la evolución de sus fundamentales. Esta explicación se presenta exhaustivamente en Bastourre, Carrera e Ibarlucía (2010), donde se formula un modelo de ajuste no lineal al equilibrio, resultante de la participación de los actores de mercado previamente mencionados: inversionistas comerciales, inversionistas que especulan con los índices y administradores de inversiones. En pos de racionalizar su accionar en función de los insumos que cada uno de ellos utiliza para alimentar su regla de comportamiento, es posible reclasificar el universo de estos actores en tres grupos: i) los fundamentalistas, que se posicionan en el mercado suponiendo la reversión del precio de los productos básicos hacia su equilibrio de largo plazo; ii) los analistas técnicos, cuya estrategia es la implementación del llamado “análisis técnico” y el seguimiento de las tendencias de precios; y iii) los gestores de carteras, que ajustan sus expectativas a partir de un promedio ponderado de la fortaleza relativa en el mercado de los comportamientos de los otros dos tipos de agentes mencionados (por ello, en ciertas circunstancias se comportan como analistas técnicos y en otras como fundamentalistas).

Justamente, la presencia de los gestores de carteras en el proceso de formación de expectativas sobre el precio de los productos básicos es la fuente de no linealidad en el ajuste respecto de los fundamentales. El razonamiento es el siguiente: en tanto la brecha entre los precios corrientes y los correspondientes a la evolución de los fundamentales se mantiene en niveles que son considerados bajos según los márgenes que determina su regla de comportamiento, los gestores de carteras replican la estrategia de inversión de los analistas técnicos, con lo cual la brecha puede progresar y perdurar en el tiempo. Sin embargo, cuando el tamaño del desalineamiento supera un umbral considerado aceptable, los administradores de los fondos modifican su estrategia de inversión y pasan a comportarse como fundamentalistas: el efecto es una toma de posiciones en el mercado de tal magnitud que se provoca una reversión del precio corriente de los productos básicos hacia el determinado por sus fundamentales subyacentes. Obviamente, en esta etapa habría lugar para una reacción excesiva respecto de los fundamentales, dado el acompañamiento, ahora a la baja, de los agentes con comportamiento de analistas técnicos.

Esta hipótesis de no linealidad en el ajuste de los precios de los productos básicos es testada por Bastourre, Carrera e Ibarlucía (2010), a partir de un modelo de vectores de corrección de errores (VEC). La evidencia empírica presentada en dicho trabajo sustenta el cambio de estrategia de inversión de los gestores de carteras: las fuerzas correctoras del equilibrio prevalecen a partir de un desalineamiento del 8,5% y adquieren su máxima velocidad cuando este sobrepasa el 25%. Por ende, los desequilibrios más altos en el pasado implican valores más elevados de la función de transición, lo que anticipa reversiones futuras más bruscas de la tendencia.

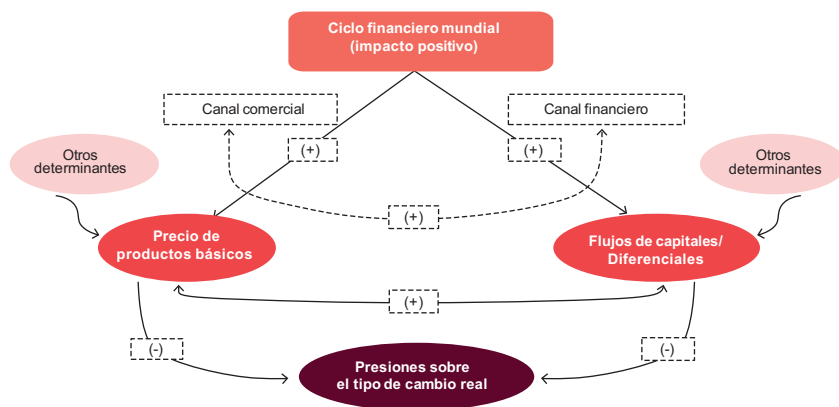
Finalmente, el análisis de impulso-respuesta no lineal permite entender los efectos de los choques que las variables reales y financieras generan sobre los precios de los productos básicos, con la posibilidad de distinguir los efectos según el tamaño del desalineamiento gracias a la modelación de no linealidades. Bastourre, Carrera e Ibarlucía (2010) prueban que tanto los choques del tipo de cambio real estadounidense, como los del Índice de Producción Industrial, de los índices bursátiles y de la tasa de interés internacional generan efectos de largo plazo sobre los precios de los bienes primarios (con la excepción de la última variable mencionada en el caso de un desalineamiento inicial alto).

El análisis de la financierización en un sentido amplio —es decir, no solo teniendo en cuenta los agentes especulativos en los mercados de productos básicos, sino también considerando la mayor interdependencia de esos mercados respecto de las variables financieras globales y la importancia que las condiciones financieras mundiales tienen sobre las economías emergentes exportadoras de productos básicos (muchas de ellas latinoamericanas)— se prueba también sumamente importante, en tanto choques en las variables que reflejan las condiciones financieras mundiales producen alteraciones en las posiciones fiscales y de inversión internacional de los países ligados a la producción de productos básicos. A través de los dos principales canales de transmisión de estos efectos —el comercial y el financiero—, las modificaciones en el estado de la tasa de interés internacional, la aversión global al riesgo o el nivel de actividad de los países industrializados afectan los niveles de precios de los productos básicos y la afluencia de capitales a las economías emergentes, que se traducen, en última instancia, en resultados sobre la restricción externa y los volúmenes de ingresos tributarios y no tributarios. Estos son los que Bastourre y otros (2012) denominan “factores de presión”, es decir, aquellos cuyos efectos provienen de la esfera mundial e inciden en las economías nacionales. Como se muestra en el diagrama VII.1, se espera que un choque financiero mundial positivo, originado, a modo de ejemplo, en una caída de las tasas de interés internacionales, afecte las economías emergentes exportadoras de productos básicos aumentando el precio de



dichos productos y, a la vez, amplificando los flujos de capitales entrantes. Estas dos consecuencias ejercerán, conjuntamente, una fuerza tendiente a la apreciación del tipo de cambio real.

**Diagrama VII.1**  
**Canales de transmisión de los choques en el sistema financiero mundial sobre las economías emergentes exportadoras de bienes primarios**



**Fuente:** Elaboración propia.

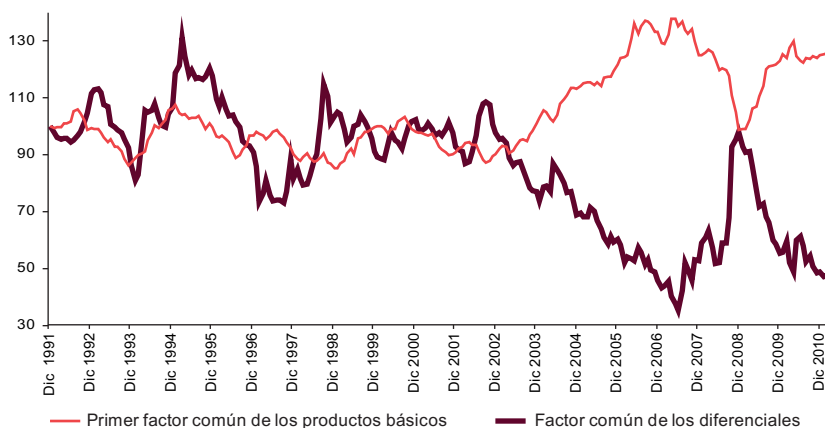
Por otra parte, entre los factores de atracción —cuyos choques positivos tienen la capacidad de atraer las inversiones internacionales a estas naciones emergentes exportadoras de productos básicos— se encuentran: el crecimiento económico, el contexto político, las tasas de interés nacionales, la estabilidad macroeconómica, el régimen cambiario, la inflación, el resultado fiscal y de cuenta corriente, el volumen de la deuda y de las reservas internacionales, y, más en general, las percepciones de sostenibilidad.

Con el fin de analizar la relación entre las condiciones financieras mundiales, el precio de los productos básicos y los flujos de capital, en Bastourre y otros (2012) se plantea un modelo que utiliza estas tres variables. Para ello se usan como variables independientes las más representativas de las condiciones financieras en el centro utilizadas comúnmente en la literatura, que se relacionan, usando la técnica del análisis factorial<sup>8</sup>, con el factor común para un panel de los precios de los principales productos básicos y con el factor común para un panel de diferenciales soberanos de países

<sup>8</sup> El análisis factorial es una técnica de reducción de la dimensionalidad de los datos que permite encontrar el número mínimo de componentes capaces de explicar la mayor información contenida en dichos datos. Se pretende simplificar la información que da una matriz de correlaciones para facilitar su interpretación a partir del estudio de la varianza de las variables a estudiar. La técnica se encarga de discriminar entre el componente común o compartido de la varianza entre los agentes sobre los cuales se han relevado los datos respecto de su componente idiosincrático.

exportadores netos de productos básicos<sup>9</sup>. En ambos casos, la obtención del factor común permite identificar las dinámicas conjuntas subyacentes de estas dos variables, mientras que se depura el efecto específico o idiosincrático que el riesgo de cada país o el precio de un producto básico en particular puede experimentar (véase el gráfico VII.5).

**Gráfico VII.5**  
**Factores comunes para los precios de los principales productos básicos**  
**y para los diferenciales soberanos de países exportadores netos**  
**de productos básicos, 1991-2010**  
*(1991M12=100)*



**Fuente:** D. Bastourre y otros, "Dos síntomas y una causa: flujos de capitales, precios de los commodities y determinantes globales", *Documentos de Trabajo 2012*, N° 57, Banco Central de la República Argentina (BCRA), 2012.

Tanto del análisis factorial de los diferenciales como de los precios de los productos básicos se obtiene un resultado similar: el factor común representa en ambos el 70% de la variabilidad total del modelo. Además, como se muestra en el diagrama VII.1, como los determinantes globales analizados impactan con signos opuestos en los diferenciales y en los productos básicos, se evidencia una asociación negativa entre estas dos series.

A partir de la combinación del análisis factorial y la estimación econométrica, Bastourre y otros (2012) construyen un modelo de autorregresión vectorial aumentado con factores (FAVAR), con el objeto de establecer la

<sup>9</sup> Para el estudio se seleccionaron economías emergentes en las que la producción de bienes primarios adquiere un peso importante. Se emplea una muestra compuesta por 13 economías emergentes que participan del índice global de bonos de mercados emergentes (EMBIG) (un indicador de retorno total de los instrumentos de deuda soberanos), seleccionadas en virtud de su estructura de exportaciones. A la vez, para el estudio de los precios de los productos básicos se seleccionaron 14 productos de exportación correspondientes a las tres categorías generales: alimentos y materias primas agrícolas, metales y minerales, y combustibles.

existencia de una relación de largo plazo entre el factor de los productos básicos y el de los diferenciales soberanos contra las variables estructurales y financieras globales<sup>10</sup>. La metodología, desarrollada por Bernanke, Boivin y Eliasch (2004), y modificada por Eickmeier, Lemke y Marcellino (2011), primero computa los factores comunes a las variables de interés y después estima el modelo de regresión utilizando los factores previamente obtenidos como series adicionales de este. Se obtienen los resultados que se muestran en el cuadro VII.2.

**Cuadro VII.2**  
**Estimaciones de largo plazo: modelo de vectores de corrección de errores (VEC)**

Variable	Diferenciales reales		Precio real de productos básicos	
	Coefficiente	Valor p	Coefficiente	Valor p
Liquidez global real	-10,0401	0,4035	1,5900	0,0000
Tasa de interés internacional real	968,2036	0,0000	-0,9197	0,8900
Índice S&P 500 real	-24,9038	0,0000	1,1312	0,0011
Índice de volatilidad VIX	0,9803	0,9282	-1,8928	0,0000
Tipo de cambio real de los Estados Unidos	-	-	-3,6761	0,0039
Precio real de los productos básicos	-8,8164	0,0709	-	-
Constante	325,4977	-	1,3717	-
<b>Coefficientes de ajuste</b>				
Relación de los diferenciales soberanos	-0,2583	0,0000	-0,0001	0,9730
Relación del precio real de los productos básicos	-2,8441	0,0865	-0,1420	0,0086

**Fuente:** D. Bastourre y otros, "Dos síntomas y una causa: flujos de capitales, precios de los commodities y determinantes globales", *Documentos de Trabajo 2012*, N° 57, Banco Central de la República Argentina (BCRA), 2012.

El hecho relevante en esta presentación de resultados es que la evidencia empírica resulta concordante con las hipótesis de los signos con que los determinantes afectan a los diferenciales y a los precios de los productos básicos. A partir de esto, las estimaciones de los coeficientes de ajuste a los equilibrios de las relaciones de largo plazo de los diferenciales y los precios relevan que los primeros corrigen los desvíos respecto del propio

<sup>10</sup> Los datos se toman en frecuencia mensual, cubriendo el período desde diciembre de 1992 hasta febrero de 2011. La liquidez global se aproxima mediante la suma de las reservas internacionales globales y la base monetaria estadounidense, deflactada por su índice de precios. La tasa de interés internacional real es representada por los rendimientos de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos a un año de plazo. El índice S&P 500 nominal es deflactado por el IPC de los Estados Unidos para expresarlo en términos reales. Según Bloomberg, el índice de volatilidad VIX es considerado una variable sustitutiva de aversión de riesgo basado en la volatilidad de las opciones financieras. El tipo de cambio real multilateral estadounidense, en tanto, es construido por la Reserva Federal a partir de la consideración de los tipos de cambio bilaterales con las 26 economías más significativas en el comercio con los Estados Unidos.

desequilibrio fundamental (como el desvío de los precios), mientras que los precios de los productos básicos responden únicamente a desvíos propios.

Por tanto, la retroalimentación va solo de los precios de los productos básicos a los diferenciales, lo que implica que, dado un contexto global de apetito por el riesgo, donde los flujos de capitales se dirigen a todos los emergentes impulsados por ciertas condiciones financieras globales (por ejemplo, una tasa baja y alta liquidez en las economías centrales), el hecho de que se generen simultáneamente mejores precios de los productos básicos produce un impacto adicional positivo en los diferenciales de los países productores. Esto amplifica, en igualdad de condiciones, el ciclo de los flujos de capitales que reciben estos países.

La evidencia presentada, entonces, justifica la hipótesis de que factores externos de orden global influyen en las condiciones de acceso de las economías emergentes exportadoras de productos básicos a los mercados financieros internacionales. Las alteraciones de los factores de presión tienen la capacidad de afectar los términos de intercambio, la restricción externa, la inflación, los ingresos tributarios y no tributarios, la distribución del ingreso y la composición sectorial del producto, entre otras variables relevantes de política macroeconómica. La conjunción de los dos efectos discutidos en esta sección muestra que la financierización de los productos básicos, mediante la generación de dinámicas de precios más volátiles, puede afectar la amplitud del ciclo económico de los países productores.

### **C. Recomendaciones de política**

Ante la importancia que revisten los factores financieros y, en especial, el fenómeno de la financierización como factor explicativo de la dinámica en los mercados de productos básicos a nivel mundial, en esta sección se presentan algunas sugerencias orientadas a morigerar los efectos de estos determinantes sobre los mercados organizados de bienes primarios en general y los países productores en particular.

Una de las aristas que merece particular atención, dada su gravedad en términos sociales, está constituida por los efectos que la financierización ha tenido, a través de su relevancia en el alza y la volatilidad de los precios de los productos básicos agrícolas, sobre la seguridad alimentaria en el mundo, según informes de la FAO (2015). Este organismo destaca con especial énfasis el aumento que experimentarán, sucesivamente, los patrones de consumo, producción y comercio internacional de productos agrícolas en el futuro. Por este motivo, serán desafíos de especial relevancia, la eliminación del hambre y la malnutrición, y la seguridad alimentaria, esto es, la disponibilidad, el acceso, la utilización y la estabilidad en la provisión de alimentos. En esta línea de razonamiento, la FAO (2011) enuncia, de manera exhaustiva, los efectos que

ha tenido la financierización sobre la seguridad alimentaria: el agravamiento de las crisis económicas en los pequeños países productores de alimentos (especialmente en África), dados los severos choques de precios en la década de 2000; la pérdida de bienestar para los consumidores e importadores netos de alimentos (sobre todo en los sectores urbanos, pero también en regiones rurales); y los efectos a largo plazo que generan los cambios en los precios sobre el desarrollo económico. A pesar de las medidas puestas en práctica para mitigar los efectos de la crisis internacional a nivel mundial, no se ha podido aislar totalmente el fenómeno de la financierización respecto del estado de la seguridad alimentaria en algunas regiones del mundo especialmente afectadas por esta problemática.

En otro plano analítico se encuentran los efectos que la financierización ha generado sobre la dinámica macroeconómica en los países emergentes. Panceira y Kaltenbrunner (2016) remarcan que la financierización produce nuevas formas de vulnerabilidad externa y que esta se nota sobre todo en los países productores.

La volatilidad característica de los mercados de productos básicos en las últimas décadas genera restricciones sustanciales en un país pequeño y abierto, tanto en el plano de la elección de las políticas fiscales, monetarias y cambiarias (en lo que respecta al poder adquisitivo de los consumidores, las estrategias de apertura comercial y las políticas agrícolas y de uso de recursos naturales) como en el plano de la inversión (sobre la estructura de su composición sectorial). Esto ocurre especialmente en la región de América Latina, donde las exportaciones de productos primarios siempre han sido relevantes para obtener divisas y financiar el crecimiento, y relajar así la restricción externa. A la vez, y como se ha visto en lo que va del tercer milenio, la persistencia de los cambios en los precios de los productos básicos tiende a generar incertidumbre en los agentes económicos, ya sean inversionistas reales o financieros, que interpretan los saltos en los precios de los productos básicos como fenómenos con una alta probabilidad de volverse permanentes y adoptan decisiones de consumo e inversión acordes, que incluso afectan la estimación del PIB potencial (Alberola y otros, 2016). Lo mismo suele ocurrir en países productores con los cambios en el tipo de cambio real que en general se caracteriza como permanente o estructural.

Sin embargo, la asimetría en el modo en que los impactos externos globales inciden en cada una de las economías emergentes pone en tela de juicio la formulación de recomendaciones de política homogéneas en materia de regulaciones de flujos de capital. Esto es así dado que la evidencia revela la necesidad de una administración de la cuenta capital mucho más activa en el caso de aquellas naciones emergentes exportadoras de productos básicos, que resultan mucho más vulnerables ante las variaciones del contexto mundial. Además, dada la ausencia de un prestamista de última instancia en el mercado

de crédito internacional, los impactos negativos transmitidos simultáneamente por el canal real y financiero ven magnificados sus efectos, por lo que una estrategia de seguro contracíclico ante escenarios macroeconómicos volátiles debe tener en consideración políticas fiscales cíclicas y de acumulación de reservas. En el largo plazo, el gran desafío es pos de neutralizar la magnitud de los impactos internacionales es la diversificación de la estructura productiva de dichas economías (CEPAL, 2013).

Respecto de la regulación de los mercados financieros, la UNCTAD (2011) enuncia una serie de consideraciones de política, a fin de corregir los potenciales desvíos y la volatilidad que tanto los inversionistas que especulan con los índices como los administradores de inversiones provocan en los precios. La proposición general se erige en tres pilares: i) el aumento de la transparencia en los mercados de productos básicos físicos, los mercados de futuros y los mercados extrabursátiles; ii) las mayores regulaciones locales y mundiales sobre los inversionistas financieros, y iii) los diversos mecanismos y esquemas de estabilización de precios.

Una mayor transparencia en los mercados físicos facilitarían el suministro de información más certera respecto de las condiciones de oferta y demanda de los productos básicos. Una condición necesaria para lograrlo es la generación de mejoras en la recolección, el análisis y la diseminación de datos en tiempo real. En segundo lugar, las mayores regulaciones sobre los inversionistas financieros facilitarían la intervención en situaciones donde se detecten irregularidades. Entre las medidas propuestas se destacan: la introducción de límites en las posiciones de los participantes del mercado individuales y de sus categorías, y la aplicación de la regla de Volcker<sup>11</sup>. Respecto de los esquemas de estabilización de precios, la propuesta de la UNCTAD (2011) se centra en la acumulación de reservas de productos básicos como mecanismo de prevención, desde el lado de la oferta, de los fenómenos de volatilidad de precios. Cabe destacar, sin embargo, que este es un punto controversial, dado que resultaría costoso financiar y garantizar la acumulación de suficientes reservas físicas de bienes primarios como para obtener un volumen que, efectivamente, tenga la potestad de actuar como moderador de precios.

La discusión respecto de las consideraciones sobre las directrices de política mencionadas no es ajena a las entidades encargadas de la regulación macroprudencial global. La necesidad de estandarización de los contratos de derivados extrabursátiles, así como su transacción en mercados organizados y transparentes, ha sido la propuesta central de los líderes del G20 desde el apogeo de la crisis financiera. Estas consideraciones fueron tomadas en cuenta por el Consejo de Estabilidad Financiera (CEF), el organismo internacional

---

<sup>11</sup> Propuesta de reforma del sistema bancario, planteada en 2010, durante la administración de Obama, centrada en la limitación del tamaño de las entidades bancarias, así como en la restricción de sus actividades de riesgo.

que aboga por garantizar la estabilidad financiera y coordina los diversos organismos que proponen la regulación global. Además, desde 2010 se ha elevado una amplia variedad de recomendaciones a este organismo, entre las que sobresalen la imposición de requerimientos de compensación y una mayor supervisión de los mercados remanentes sin compensación bancaria. Para agosto de 2016, los informes de progreso emitidos por el CEF en relación con la puesta en marcha de reformas sobre los mercados de derivados indican un cumplimiento extensivo de las decisiones políticas tomadas en los años posteriores a la crisis: los requerimientos de operación y compensación se encuentran vigentes en un 90% de las operaciones de derivados extrabursátiles, mientras que se ha logrado aumentar los requisitos de márgenes para las transacciones en los mercados sin compensación centralizada. Dicha imposición sobre los límites al apalancamiento es de especial importancia a la hora de mitigar la magnitud de los efectos adversos sobre la volatilidad que los choques de precios generan sobre las posiciones de inversión tomadas por agentes con coeficientes de apalancamiento elevados (Krugman, 2008).

Aunque ha costado, el impulso del G20 a la tarea del CEF ha dado algunos frutos tendientes a una mayor regulación de las transacciones financieras más especulativas y que se consideran generadoras de los mayores riesgos sistémicos que llevaron a la crisis del bienio 2007-2008. En los últimos años, sin embargo, en algunos países del G20 han aparecido distintas opciones políticas que impulsan una menor cooperación internacional en cuanto a regulación financiera internacional. En particular, el nuevo Gobierno de los Estados Unidos se muestra propenso a desandar el proceso de regulación financiera mundial, lo cual, dada la importancia relativa de los flujos financieros con origen en los Estados Unidos y la relevancia del país como centro financiero, plantea dudas sobre la sostenibilidad del esquema que se estaba implementando. Los países emergentes que ya habían hecho grandes avances en esa dirección deberán revisar los pasos dados y sus alternativas regulatorias si la cooperación mundial se hiciera más débil.

## **D. Conclusiones**

En este trabajo se ha realizado un análisis de la motivación, el accionar y los efectos de distintos agentes y factores financieros sobre los mercados mundiales de bienes primarios, así como un amplio relevamiento de la evidencia teórica y empírica al respecto. Ello nos permitió apreciar la importancia que el fenómeno de la financierización tiene sobre los niveles y la dinámica de precios de los productos básicos. Tanto los inversionistas que especulan con los índices como los administradores de inversiones, a través de distintas estrategias de inserción en los mercados financieros, se han ido consolidando como actores gravitantes en la esfera de las transacciones de materias primas. Esto ha generado una sofisticación progresiva de los

contratos derivados de productos básicos en los mercados organizados, ha aumentado el volumen de transacciones extrabursátiles y ha ampliado la integración de estos activos en los portafolios de entidades financieras, en pos de optimizar las carteras de inversión. A la vez, la mayor volatilidad registrada en los mercados de futuros actúa como un incentivo adicional para expulsar a los actores comerciales, quienes eran tradicionalmente los beneficiarios de las operaciones de cobertura que les permitían reducir los costos de incertidumbre de las transacciones para uso productivo de los productos básicos.

Sin dejar de lado la significatividad de las variables reales o estructurales que contribuyen a la determinación de los precios de los productos básicos, surge de la literatura más reciente que su comportamiento ofrece una explicación parcial del desenvolvimiento de estos precios. Así, la participación de agentes no comerciales en los mercados organizados de bienes primarios se ha desarrollado en un marco de condiciones financieras globales que incentivó su accionar. La mayor permisividad de las entidades regulatorias del mercado financiero en el período 1980-2010, las menores tasas de interés y los mayores niveles de liquidez internacional, así como la propagación de análisis financieros sobre los beneficios de la diversificación de riesgo a partir de la adquisición de contratos de productos básicos, contribuyeron a multiplicar los incentivos de las entidades financieras para operar en estos mercados. Las consecuencias de la financierización de estos mercados se evidencian en la mayor frecuencia con que se producen los desvíos de los precios corrientes de estos activos respecto de los valores que predicen sus fundamentales. Esta situación puede persistir debido a dos factores que imponen limitaciones a la posibilidad de arbitraje: la aversión al riesgo y las restricciones de capital de los participantes en estas transacciones.

En la década de 2000, la dinámica de precios de los productos básicos fue extremadamente volátil, y se alcanzaron máximos nominales históricos. Sin embargo, al estudiar la evolución histórica de los precios deflactados por inflación, la tendencia revela una caída secular del valor de los bienes primarios (con la excepción de los productos básicos energéticos). En este contexto, tanto los inversionistas que especulan con los índices como los administradores de inversiones han desempeñado un papel relevante en la determinación de precios: mientras que los primeros han ejercido durante el período 2006-2009 una influencia significativa sobre un amplio rango de productos básicos, los segundos fueron responsables de la generación de grandes variaciones sobre los precios de los productos básicos alimenticios en sus etapas de mayor aumento.

La situación descrita es de especial importancia para las economías emergentes exportadoras de productos básicos, dado que la mayor volatilidad se traduce en alteraciones de los términos de intercambio y de los diferenciales



soberanos a través de los canales de transmisión reales y financieros. La problemática se acentúa con la confusión que la persistencia de los cambios en los precios de los productos básicos genera sobre las expectativas de los agentes económicos, quienes, al interpretar que estos fenómenos tienen una alta probabilidad de permanencia, se vuelven más propensos a alterar sus patrones de consumo y ahorro, lo que termina por afectar la estimación del PIB potencial.

Por este motivo, en el corto y mediano plazo, es recomendable que los países productores adopten una estrategia prudente a fin de evaluar la solidez intertemporal de las nuevas señales de precios. En este sentido, establecer estrategias fiscales contracíclicas y políticas activas de acumulación de reservas internacionales, y evitar, en la medida de lo posible, la excesiva apreciación del tipo de cambio real son medidas fundamentales a corto plazo. En el largo plazo, en tanto, se requiere ampliar y diversificar las matrices productivas.

De hecho, si fueran ciertos nuestros resultados sobre la relación entre la tasa de interés de los Estados Unidos, el tipo de cambio del dólar y los precios de productos básicos, una política monetaria más contractiva en los Estados Unidos en los próximos años afectaría a estos países exportadores de productos básicos (y también a las corporaciones dedicadas a tal fin) por dos vías: una suba del piso sobre el costo financiero y un deterioro en los términos de intercambio por la caída en el precio internacional de los productos básicos que exportan. O sea que se registraría un deterioro simultáneo en la cuenta corriente y en la disponibilidad de flujos financieros externos.

En una perspectiva más amplia, la financierización de los productos básicos es un problema de todos los países, ya sean avanzados o en desarrollo. No obstante, dado que su importancia relativa en la producción, en la inflación y en la distribución del ingreso es más grande en los países en desarrollo, la potencial acción perturbadora de la financierización debe ser una prioridad en la agenda de cooperación económica y financiera mundial de estos países. Además, si las perspectivas respecto de la cooperación mundial en la regulación financiera internacional se vieran ensombrecidas, los países deberán revisar y potenciar sus propios instrumentos de regulación macroprudencial y de política económica.

## Bibliografía

- Abeles, M., F. Grimberg y S. Valdecantos (2016), "Inversión extranjera directa en América Latina: implicancias macrofinancieras", inédito.
- Akram, F. (2008), "Commodity prices, interest rates and the dollar", *Working Paper*, N° 12, Oslo, Norges Bank, agosto.
- Alberola, E. y otros (2016), "Output gaps and policy stabilisation in Latin America: the effect of commodity and capital flow cycles", *BIS Working Papers*, N° 568, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Allen, W.A. y R. Moessner (2010), "Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008-9", *BIS Working Papers*, N° 310, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Andersen, P. y P. Hainaut (1998), "Foreign direct investment and employment in the industrial countries", *BIS Working Papers*, N° 61, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Anzuini, A., M. Lombardi y P. Pagano (2010), "The impact of monetary policy shocks on commodity prices", *Working Paper Series*, N° 1232, Frankfurt am Main, Banco Central Europeo (BCE), agosto.
- Arcand, J.L., E. Berkes y U. Panizza (2012), "Too much finance?", *IMF Working Paper*, N° 12/161, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), junio.
- Aulerich, N., S. Irwin y P. García (2010), "The price impact of index funds in commodity futures markets: evidence from the CFTC's daily large trader reporting system", Berkeley Department of Agricultural and Resource Economics [en línea] <http://are.berkeley.edu/documents/seminar/PriceImpactIndexFund,%20Jan%202010.pdf>.
- Avdjiev, S., M. Chui y H.S. Shin (2014), "Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows", *BIS Quarterly Review*, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), diciembre.
- Baffes, J. y T. Haniotis (2010), "Placing the 2006/08 commodity price boom into perspective", *Policy Research Working Paper*, N° 5371, Banco Mundial [en línea] <http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-5371>.
- Bastourre, D., J. Carrera y J. Ibarlucia (2010), "Precios de los productos básicos: factores estructurales, mercados financieros y dinámica no lineal", *Estudios BCRA*, N° 6, Buenos Aires, Banco Central de la República Argentina (BCRA).
- \_\_\_\_ (2009), "Precio de los productos básicos en Argentina: ¿qué mueve al viento?", *Ensayos Económicos*, N° 51, Mar del Plata, Banco Central de la República Argentina (BCRA).
- Bastourre, D. y otros (2012), "Dos síntomas y una causa: flujos de capitales, precios de los productos básicos y determinantes globales", *Documentos de Trabajo 2012*, N° 57, Banco Central de la República Argentina (BCRA).
- Belke, A., I. Bordon y U. Volz (2013), "Effects of global liquidity on commodity and food prices", *World Development*, vol. 44, Amsterdam, Elsevier, abril.
- Bernanke, B. S., J. Boivin y P. Eliasch (2004), "Measuring the effects of monetary policy: a factor-augmented vector autoregressive (FAVAR) approach", *NBER Working Paper*, N° 10220.
- Borensztein, E. y C. Reinhart (1994), "The macroeconomic determinants of commodity prices", *IMF Staff Papers*, vol. 41, N° 2, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), junio.
- Boyer, R. (2000), "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis", *Economy and Society*, vol. 29, N° 1, Abingdon, Routledge.

- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (2011), "Global liquidity: concept, measurement and policy implications", *CGFS Papers*, N° 45, Basilea, noviembre [en línea] <https://www.bis.org/publ/cgfs45.pdf>.
- Braun, J. (2008), "Rising food prices: what should be done?", *IFPRI Policy Brief*, Washington, D.C., Instituto Internacional de Investigación sobre Políticas Alimentarias (IFPRI), abril.
- Büyükaşahin, B. y M. Robe (2011), "Speculators, productos básicos and cross-market linkages", Comisión de Contratación de Futuros de Mercancías (CFTC), febrero [en línea] [http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@swaps/documents/file/plstudy\\_04\\_jea.pdf](http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@swaps/documents/file/plstudy_04_jea.pdf).
- CEF (Consejo de Estabilidad Financiera) (2016), *OTC Derivatives Market Reforms: Eleventh Progress Report on Implementation* [en línea] <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/OTC-Derivatives-Market-Reforms-Eleventh-Progress-Report.pdf>.
- \_\_\_\_ (2010), *Implementing OTC Derivatives Market Reforms* [en línea] [http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_101025.pdf](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_101025.pdf).
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2016), *La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe, 2016* (LC/G.2680-P), Santiago.
- \_\_\_\_ (2013), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2013: tres décadas de crecimiento económico desigual e inestable* (LC/G.2574-P), Santiago, agosto.
- \_\_\_\_ (2012), *Cambio estructural para la igualdad: una visión integrada del desarrollo* (LC/G.2524(SES.34/3)), Santiago.
- Chen, Y. y K. Rogoff (2012), "Are the commodity currencies an exception to the rule?", *Global Journal of Economics*, vol. 1, N° 1, Singapur, World Scientific Publishing, junio.
- Cheng, I. y W. Xiong (2013), "The financialization of commodity markets", *NBER Working Paper*, N° 19642.
- Dale, B. (2007), "Cellulosic ethanol and sustainability: there is no 'food vs. fuel' conflict", documento presentado en el 233er Encuentro y Exposición Nacional de la Sociedad Estadounidense de Química, Chicago, 25 a 29 de marzo.
- De Gregorio, J., H. González y F. Jaque (2005), "Fluctuaciones del dólar, precio del cobre y términos de intercambio", *Documentos de Trabajo*, N° 310, Santiago, Banco Central de Chile, febrero.
- Dornbusch, R. (1985), "Policy and performance links between LDC debtors and industrial nations", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2, Washington, D.C., Brookings Institution.
- Dwyer, A., J. Holloway y M. Wright (2012), "Commodity market financialization: a closer look at the evidence", *Bulletin March Quarter 2012*, Reserve Bank of Australia.
- Eickmeier, S., L. Gambacorta y B. Hofmann (2013), "Understanding global liquidity", *BIS Working Papers*, N° 402, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), febrero.
- Eickmeier, S., W. Lemke y M. Marcellino (2011), "Classical time-varying FAVAR models: estimation, forecasting and structural analysis", *Discussion Paper*, N° 8321, Londres, Centro de Investigación sobre Políticas Económicas (CEPR), abril.
- Erb, C. y C. Harvey (2006), "The strategic and tactical value of commodity futures", *Financial Analysts Journal*, vol. 62, N° 2, Charlottesville, CFA Institute, marzo-abril.
- Erten, B. y J. Ocampo (2012), "Super-cycles of commodity prices since the mid-nineteenth century", *DESA Working Paper*, N° 110, Nueva York, Departamento de Asuntos Económicos y Sociales (DAES), febrero.
- Falkowski, M. (2011), "Financialization of productos básicos", *Contemporary Economics*, vol. 5, N° 4.

- FAO (Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura) (2015), *El estado de los mercados de productos básicos agrícolas 2015–16*, Roma.
- (2011), *El estado de la inseguridad alimentaria en el mundo 2011. ¿Cómo afecta la volatilidad de los precios internacionales a las economías nacionales y la seguridad alimentaria?*, Roma.
- (2009), *The state of agricultural commodity markets. High food prices and the food crisis: experiences and lessons learned*, Roma.
- FAPRI (Instituto de Investigación de Políticas Alimentarias y Agrícolas) (2010), *U.S. and World Agricultural Outlook*, Ames, enero.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2006), “The boom in nonfuel commodity prices: can it last?”, *World Economic Outlook, September 2006: Financial Systems and Economic Cycles*, Washington, D.C., septiembre.
- Frankel, J. (2006), “The effect of monetary policy on real commodity prices”, *NBER Working Paper*, N° 12713, Cambridge, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER), diciembre.
- Frankel, J. y A. Rose (2010), “Determinants of agricultural and mineral commodity prices”, *HKS Faculty Research Working Paper series*, N° 10-038, Cambridge, Universidad de Harvard.
- Friedman, M. (1953), *Essays in Positive Economics*, Chicago, University of Chicago Press.
- Gandolfo, G. (2002), *International Finance and Open-Economy Macroeconomics*, Berlín, Springer.
- Gilbert, C. (2010), “Speculative influences on commodity futures prices 2006–2008”, *UNCTAD Discussion Paper*, N° 197, Ginebra, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), marzo.
- (1989), “The impact of exchange rates and developing country debt on commodity prices”, *The Economic Journal*, vol. 99, N° 397, St. Andrews, Royal Economic Society, septiembre.
- Goldemberg, J., S. Coelho y P. Guardabassi (2008), “The sustainability of ethanol production from sugarcane”, *Energy Policy*, vol. 36, N° 6, Amsterdam, Elsevier, junio.
- Goodhart, C. (1975), “Monetary relationships: A view from Threadneedle Street”, *Papers in Monetary Economics*, vol. 1, Sidney, Banco de la Reserva de Australia.
- Gorton, G. y K. Rouwenhorst (2004), “Facts and fantasies about commodity futures”, *NBER Working Paper*, N° 10595.
- G20 (Grupo de los 20) (2011), “Communiqué. G20 Leaders’ Summit-Cannes-3-4 November 2011” [en línea] [https://www.g20.org/Content/DE/StatischeSeiten/Breg/G7G20/Anlagen/G20-2011-11-04-gipfelkommunique-en.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=4](https://www.g20.org/Content/DE/StatischeSeiten/Breg/G7G20/Anlagen/G20-2011-11-04-gipfelkommunique-en.pdf?__blob=publicationFile&v=4).
- Henderson, B.J., N. Pearson y L. Wang (2014), “New evidence on the financialization of commodity markets”, *The Review of Financial Studies*, vol. 28, N° 5, Oxford University Press.
- Hernández, M. y M. Torero (2010), “Examining the dynamic relationship between spot and future prices of agricultural products básicos”, *IFPRI Discussion Paper*, N° 00988, Instituto Internacional de Investigaciones sobre Políticas Alimentarias (IFPRI).
- Hamilton, B. (2001), “Using Engel’s Law to estimate CPI bias”, *The American Economic Review*, vol. 91, N° 3, Nashville, Asociación Estadounidense de Economía, junio.
- Hotelling, H. (1931), “The economics of exhaustible resources”, *The Journal of Political Economy*, vol. 39, N° 2, Chicago, University of Chicago Press, abril.

- Houthakker, H. (1987), "Engel's Law", *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, J. Eatwell, M. Milgate y P. Newman (eds.), Londres, Palgrave Macmillan.
- Inamura, Y. y otros (2011), "Recent surge in global commodity prices: impact of financialization of productos básicos and globally accommodative monetary conditions", *Bank of Japan Review*, N° 2011-E-2, Tokio, Banco de Japón, marzo.
- Irwin, S. y D. Sanders (2010), "The impact of index and swap funds on commodity futures markets: preliminary results", *OECD Food, Agriculture and Fisheries Working Paper*, N° 27, París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE).
- Irwin, S., D. Sanders y R. Merrin (2009), "Devil or angel? The role of speculation in the recent commodity price boom (and bust)", *Journal of Agricultural and Applied Economics*, vol. 41, N° 2.
- Kawamoto, K. y S. Hamori (2011), "Market efficiency among futures with different maturities: evidence from the crude oil futures market", *Journal of Futures Markets*, vol. 31, N° 5, Hoboken, Wiley, mayo.
- Kerckow, B. (2007), "Competition between agricultural and renewable energy production", *Quarterly Journal of International Agriculture*, vol. 46, N° 4, Frankfurt am Main, DLG-Verlag, enero.
- Kindleberger, C. (1978), *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Macmillan.
- Krugman, P. (2008), "Productos básicos and speculation: metallic (and other) evidence", *The New York Times* [en línea] [https://krugman.blogs.nytimes.com/2008/04/20/productos-basicos-and-speculation-metallic-evidence/comment-page-1/?\\_r=0](https://krugman.blogs.nytimes.com/2008/04/20/productos-basicos-and-speculation-metallic-evidence/comment-page-1/?_r=0).
- Lapavitsas, C. (2009), "Financialised capitalism: crisis and financial expropriation", *Historical Materialism*, vol. 17, N° 2, Leiden, Brill.
- Leemans, R. y otros (1996), "The land cover and carbon cycle consequences of large-scale utilizations of biomass as an energy source", *Global Environmental Change*, vol. 6, N° 4, Amsterdam, Elsevier, septiembre.
- Malenbaum, W. (1973), "Material requirements in the United States and abroad in the year 2000", proyecto de investigación para la Comisión Nacional de Política sobre los Materiales, Filadelfia, Universidad de Pennsylvania.
- Masters, M.W. (2009), "Testimony of Michael W. Masters before the Productos básicos Futures Trading Commission", Washington, D.C., 25 de agosto [en línea] [http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/hearing080509\\_masters.pdf](http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/hearing080509_masters.pdf).
- (2008), "Testimony of Michael W. Masters before the Committee on Homeland Security and Governmental Affairs, United States Senate", Washington, D.C., 20 de mayo [en línea] <https://www.hsgac.senate.gov/imo/media/doc/052008Masters.pdf>.
- Matthews, J. (2007), "Biofuels: what a biopact between North and South could achieve", *Energy Policy*, vol. 35, N° 7, Amsterdam, Elsevier, julio.
- Mayer, J. (2009), "The growing interdependence between financial and commodity markets", *UNCTAD Discussion Paper*, N° 195, Ginebra, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), octubre.
- Miffre, J. (2011), *Long-Short Commodity Investing: Implications for Portfolio Risk and Market Regulation*, EDHEC-Risk Institute.
- Mitchell, D. (2008), "A note on rising food prices", *Policy Research Working Paper*, N° 4682, Washington, D.C., Banco Mundial, julio.

- Msangi, S. y otros (2007), "Global scenarios for biofuels: impacts and implications for food security and water use", documento presentado en la Décima Conferencia Anual de Análisis Económico Global, West Lafayette, Proyecto de Análisis del Comercio Global (GTAP), 7 a 9 de junio.
- Ocampo, J. y M. Parra (2010), "The terms of trade for productos básicos since the mid-19th century", *Revista de Historia Económica - Journal of Iberian and Latin American Economic History*, vol. 28, N° 1, Cambridge, Cambridge University Press, marzo.
- \_\_\_\_ (2006), "The dual divergence: growth successes and collapses in the developing world since 1980", *DESA Working Paper*, N° 24, Nueva York, Departamento de Asuntos Económicos y Sociales (DAES), junio.
- Panceira, J. P. y A. Kaltenbrunner (2016), "The financialisation of emerging economies: lessons from Brazil", Research Brief, N° 1 [en línea] <https://www.soas.ac.uk/fessud/file118014.pdf>.
- Pérez-Caldentey, E. y C. Vera (2015), "El financiamiento para el desarrollo en América Latina y el Caribe", *serie Financiamiento para el Desarrollo*, N° 257 (LC/L.4115), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), diciembre.
- Pimentel, D. y T. Patzek (2007), "Ethanol production: energy and economic issues related to U.S. and Brazilian sugarcane", *Natural Resources Research*, vol. 16, N° 3, Berlín, Springer, septiembre.
- Popkin, B. (1993), "Nutritional patterns and transitions", *Population and Development Review*, vol. 19, N° 1.
- Popkin, B., S. Horton y S. Kim (2001), "The nutrition transition and prevention of diet-related chronic diseases in Asia and the Pacific", *Food and Nutrition Bulletin*, vol. 22, N° 4, Tokio, United Nations University Press.
- Prebisch, R. (1949), "El desarrollo económico de la América Latina y sus principales problemas" (E/CN.12/89), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), mayo [en línea] [http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/30088/001\\_es.pdf](http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/30088/001_es.pdf).
- Rosegrant, M. (2008), "Biofuels and grain prices: impacts and policy responses", Washington, D.C., Instituto Internacional de Investigación sobre Políticas Alimentarias (IFPRI), 7 de mayo [en línea] <http://www.ifpri.org/publication/biofuels-and-grain-prices>.
- Ridler, D. y C. Yandle (1972), "A simplified method of analyzing the effects of exchange rate changes on exports of a primary commodity", *IMF Staff Papers*, vol. 19, N° 3, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), noviembre.
- Sahay, R. y otros (2015), "Rethinking financial deepening: stability and growth in emerging markets", *IMF Staff Discussion Note*, N° 15/08, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), mayo.
- Serrano, F. (2013), "Continuity and change in the international economic order: towards a Sraffian interpretation of the changing trend of commodity prices in the 2000s", *Sraffa and the Reconstruction of Economic Theory. Volume Two: Aggregate Demand, Policy Analysis and Growth*, E. Levrero, A. Palumbo y A. Stirati (eds.), Basingstoke, Palgrave Macmillan.
- Silvennoinen, A. y S. Thorp (2010), "Financialization, crisis and commodity correlation dynamics", *Research Paper*, N° 267, Sídney, Quantitative Finance Research Centre, enero.
- Singer, H. (1950), "The distribution of gains between investing and borrowing countries", *The American Economic Review*, vol. 40, N° 2, Nashville, Asociación Estadounidense de Economía, mayo.

- Singleton, K. (2010), "The 2008 Boom/Bust in oil prices", Stanford, Universidad de Stanford, 17 de mayo [en línea] [http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@swaps/documents/dfs submission/dfs submission\\_091410\\_31\\_0.pdf](http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@swaps/documents/dfs submission/dfs submission_091410_31_0.pdf).
- Spatafora, N. e I. Tytell (2009), "Commodity terms of trade: the history of booms and busts", *IMF Working Paper*, N° 09/205, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), septiembre.
- Stiglitz, J. (2012), *El precio de la desigualdad: el 1% de la población tiene lo que el 99% necesita*, Buenos Aires, Taurus.
- Syrquin, M. y H. Chenery (1989), "Patterns of development, 1950 to 1983", *World Bank Discussion Papers*, N° 41, Washington, D.C., Banco Mundial, marzo.
- Torija Zane, E. (2017), "Finanzas e inversión, el comportamiento de las grandes empresas de América Latina", documento presentado en el Tercer Seminario-Taller Estructura Productiva, Instituciones y Dinámica Macroeconómica en América Latina, Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, Buenos Aires, 1 y 2 de septiembre.
- UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) (2012), "Don't blame the physical markets: financialization is the root cause of oil and commodity price volatility", *Policy Brief*, N° 25 [en línea] [http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/presspb2012d1\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/presspb2012d1_en.pdf).
- \_\_\_\_ (2011), *Price Formation in Financialized Commodity Markets: The Role of Information*, Ginebra.
- \_\_\_\_ (2009), "The growing interdependence between financial and commodity markets", *Discussion Papers*, N° 195, Ginebra.
- Valiante, D. y C. Egenhofer (2013), "Price formation in productos básicos markets: financialization and beyond", *CEPS-ECMI Task Force Report*, Centro de Estudios sobre Política Europea, septiembre [en línea] <https://www.ceps.eu/system/files/commodtfr.pdf>.
- Vansteenkiste, I. (2009), "How important are common factors in driving non-fuel commodity prices? A dynamic factor analysis", *Working Paper series*, N° 1072, Frankfurt am Main, Banco Central Europeo (BCE), julio.
- Wray, L. (2009), "The rise and fall of money manager capitalism: a Minskian approach", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, N° 4, Oxford, Oxford University Press, julio.
- Zaremba, A. (2015), *Is Financialization Killing Commodity Investments?*, Poznan University of Economics.





## Capítulo VIII

# La inversión extranjera directa en América Latina: algunas implicancias macrofinancieras

*Martín Abeles<sup>1</sup>  
Facundo Grimberg<sup>2</sup>  
Sebastián Valdecantos<sup>3</sup>*

## Introducción

La participación de la inversión extranjera directa (IED) en los flujos transfronterizos de capital ha registrado un aumento significativo en las últimas décadas (véase el gráfico VIII.1). En consecuencia, se ha producido un incremento igualmente notable de las rentas derivadas de estas inversiones en la cuenta corriente de la balanza de pagos (véase el gráfico VIII.2). Tanto es así que, en todas las regiones analizadas, estas superan a los servicios de la deuda estrictamente financiera. Esta tendencia es en general percibida como una señal positiva desde el punto de vista financiero. La IED suele considerarse una fuente de financiamiento externo más estable (y, por ende, potencialmente menos disruptiva) que otros flujos provenientes del exterior, como los ingresos de capitales a corto plazo. En esa línea, Fernández-Arias y Hausmann (2001) sostienen, al referirse a los pasivos externos de una economía, que la deuda financiera a corto plazo es asimilable al “colesterol

---

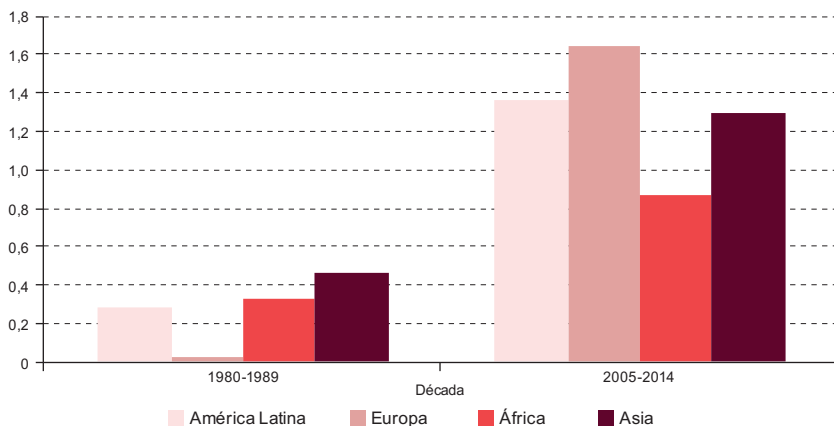
<sup>1</sup> Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

<sup>2</sup> Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Consultor.

<sup>3</sup> Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Consultor.

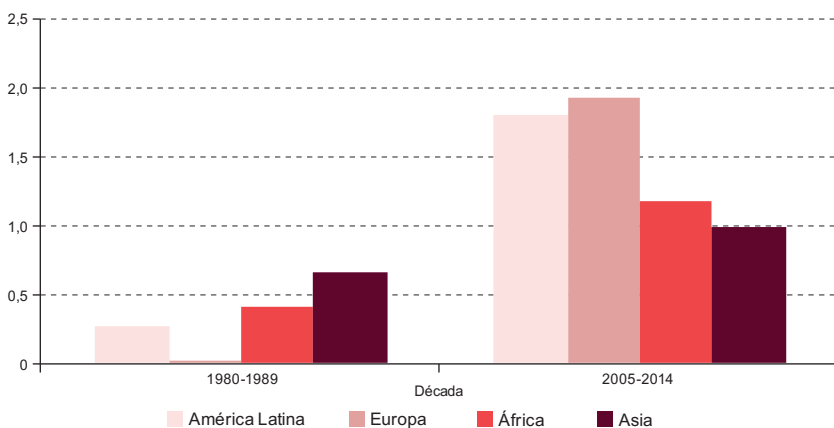
malo” y la IED se asimila al “colesterol bueno”. Más recientemente, en algunos documentos de trabajo de distintos organismos internacionales se ha insistido en la noción que sostiene que la IED constituye un financiamiento vinculado a la esfera de la producción (Echandi, Krajcovicova y Qiang, 2015) y que, por ende, exhibe mayores niveles de estabilidad en comparación con otras formas de endeudamiento (Igan y Tan, 2015).

**Gráfico VIII.1**  
**Economías emergentes (promedio regional): ingreso neto de inversión**  
**extranjera directa (IED), 1980-1989 y 2005-2014**  
*(En porcentajes del PIB)*



Fuente: Elaboración propia.

**Gráfico VIII.2**  
**Economías emergentes (promedio regional): remisión de utilidades**  
**y dividendos, 1980-1989 y 2005-2014**  
*(En porcentajes del PIB)*



Fuente: Elaboración propia.

La idea de que la IED es una fuente más estable de financiamiento externo presupone que ese tipo de flujos constituye una inversión de capital fijo que no puede ser repatriado con facilidad e inmediatez. Esta presunción, sin embargo, ha ido perdiendo validez en las últimas décadas, en la medida en que tendieron a borrarse las diferencias entre los flujos de inversiones directas (consideradas, con frecuencia, “ilíquidas” y “de largo plazo”) y de cartera (asimiladas a inversiones “líquidas” y “de corto plazo”). La dilución de esas diferencias se debe en parte a que, desde el punto de vista de las casas matrices, una porción considerable de la IED puede estar motivada por factores ajenos a objetivos de alcance productivo, como el arbitraje tributario, la cobertura frente al riesgo, la diversificación financiera o la especulación (Liang, 2007). Como consecuencia del peso creciente de esos factores, los flujos de IED han tendido a seguir, ya sea por su propia lógica o por su complementación con otras operaciones, una dinámica semejante a la de los movimientos de activos de corto plazo.

En este capítulo se examinan los flujos de IED que las economías emergentes recibieron en las últimas décadas, poniendo especial atención en los países de América Latina, a fin de analizar la validez de la presunción de mayor estabilidad de los flujos de IED con respecto a otros flujos financieros. En la sección A se aborda esta problemática desde una perspectiva macroeconómica, apelando a las contribuciones de Domar (1950) y Kregel (2004), y se incluye un primer análisis de los datos agregados, en el que se advierten ciertos cambios de tendencia en las últimas décadas, en particular en el grado de liquidez de la IED. En la sección B se trata el mismo tema, pero desde una perspectiva microeconómica, utilizando información al nivel de las empresas. Allí se constata, partiendo de las hojas de balance de las empresas individuales, la tendencia mencionada al aumento en el grado de liquidez del activo de las filiales de empresas extranjeras. Ello resulta congruente con lo que podría describirse como una creciente “financierización” de las operaciones de este tipo de empresas, que en las últimas décadas se manifiesta en una creciente desconexión entre su grado de endeudamiento y la inversión productiva. Por último, en la sección C se presentan las principales conclusiones.

## **A. Las implicancias macrofinancieras de la inversión extranjera directa: una primera aproximación**

El primer autor en discutir los efectos de la inversión extranjera desde una perspectiva macrofinanciera fue Evsey Domar. Esto ocurrió en el contexto de la posguerra, cuando los Estados Unidos contribuían activamente a financiar, entre otras cosas, la reconstrucción de las economías europeas, con las que mantenían un gran superávit comercial. En este marco, Domar (1950) analizó la relación entre los flujos salientes de inversión extranjera estadounidense y la tasa de interés percibida como retorno de esas inversiones (ya sean financieras

o directas), y concluyó que solo si esa tasa de interés resultaba menor que el ritmo al cual fluían los capitales estadounidenses hacia el exterior resultaría posible mantener un flujo neto positivo hacia las economías receptoras. De lo contrario, lo que inicialmente pretendía ser un apoyo, terminaría siendo una carga para dichas economías, a menos que el ritmo de las inversiones salientes se ajustara (hacia arriba) para equipararse a la tasa de interés.

Si bien el análisis de Domar (1950) estaba pensado para el caso de los países desarrollados (y superavitarios), es posible adaptar sus argumentos para aplicarlos al caso de los países en desarrollo (y deficitarios). Kregel (2004) plantea que en los procesos de desarrollo suele ser necesario un flujo de endeudamiento externo que financie el exceso de importaciones de bienes de consumo y capital. El problema en esas circunstancias es la sostenibilidad de esa deuda. Siguiendo a Domar (1950), Kregel afirma que solo se puede financiar externamente y de manera sostenible una estrategia de desarrollo si la tasa de interés que se paga por la deuda contraída en el exterior es igual o menor a la tasa de crecimiento de esa deuda.

Las condiciones planteadas por Domar (1950) y Kregel (2004) para la sostenibilidad de una política de crecimiento financiada por el ingreso de capitales del exterior (ya sean créditos o inversiones directas) constituyen el equivalente de las condiciones que Minsky (1977) propuso para el análisis de las estructuras de financiamiento de unidades individuales, cuando distinguió las posiciones cubiertas (*hedged*), especulativas y Ponzi. El problema que se deriva de estas condiciones de sostenibilidad es que rara vez se las observa en la práctica de manera sostenida, por lo cual los procesos de desarrollo diseñados sobre la base del endeudamiento externo (dentro de lo cual la IED ha pasado a constituir un componente fundamental) suelen quedar tanto o más expuestos a dinámicas de parada y arranque (*stop and go*) semejantes a las padecidas por los procesos de industrialización por sustitución de importaciones<sup>4</sup>. En particular, porque un esquema en que, para evitar una salida neta de divisas, el ritmo de aumento del acervo de IED debe equipararse a la tasa de interés, supone una estructura de financiamiento de tipo Ponzi.

Una de las maneras en que los países en desarrollo podrían sortear el problema de la insostenibilidad de la estrategia de desarrollo basada en el endeudamiento externo es si, justamente, dicho proceso generara un aumento de las exportaciones netas (debido a una ampliación de la canasta exportadora o a un proceso de sustitución de importaciones). De este modo, parte de las salidas de divisas asociadas al pago de rentas de la deuda podría financiarse con exportaciones netas positivas y crecientes, lo que reduciría las necesidades de financiamiento presentes y, por tanto, la carga de intereses futura. En la medida en que este no sea el caso —ya sea porque el financiamiento externo no se destina a la diversificación de la matriz

---

<sup>4</sup> En esa línea de razonamiento, véase Barbosa-Filho (2001).

productiva o porque no transcurrió el tiempo necesario para alcanzar dicha diversificación—, el país quedará expuesto a los vaivenes de los mercados financieros internacionales (Kregel, 2004). Cualquier evento externo que modifique el acceso al financiamiento tenderá a producir inestabilidad y dará lugar a políticas de ajuste macroeconómico tradicionales. Al mismo tiempo, para garantizar la confianza de los acreedores externos respecto de la capacidad del país de honrar sus compromisos de deuda, tenderán a privilegiarse las políticas que mejoren la capacidad de pago en el corto plazo con respecto a los proyectos de más largo plazo. En ese marco, la estrategia de acumulación de reservas internacionales (mediante la reducción de la absorción interna) y la acumulación de superávits fiscales (por medio de la reducción del gasto y la inversión pública) prevalecerán sobre las políticas más directamente orientadas al desarrollo.

## **1. Algunas presunciones acerca de la inversión extranjera directa**

En la literatura convencional la IED suele presentarse como un factor que puede contribuir al desarrollo al facilitar el acceso de los agentes económicos locales a tecnologías de frontera y a mejores prácticas. También se presenta como un factor dinamizante desde una perspectiva macroeconómica, al facilitar o aumentar el acceso al financiamiento externo. En este sentido, se presume que, a diferencia de otros flujos de financiamiento externo, de características más volátiles por su motivación preponderantemente especulativa (como las inversiones de portafolio), la IED constituye una fuente relativamente más estable de financiamiento. Como se mencionó, esta presunción de mayor estabilidad se basa en la idea de que los flujos ingresantes de IED constituyen una inversión de capital fijo que no puede ser repatriado con la misma facilidad que una inversión de portafolio<sup>5</sup>. Sin embargo, esta presunción de liquidez, que pudo haber tenido asidero en otras circunstancias históricas, ha ido perdiendo validez empírica. En un estudio reciente de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) se estima que solo un tercio de los flujos de IED ingresantes se destina a la acumulación de capital fijo; los dos tercios restantes se dividen en fusiones y adquisiciones (en torno al 29% del ingreso de IED) y “pérdidas”, que abarcan desde el desplazamiento de proyectos de inversión de empresas locales hasta la adquisición de activos financieros (CEPAL, 2016).

La primera razón por la que en la actualidad no necesariamente se cumple el supuesto de mayor estabilidad de la IED se relaciona con la creciente

---

<sup>5</sup> De acuerdo con la definición adoptada por la mayoría de los países en la construcción de sus cuentas internacionales, la IED involucra la posesión de una porción mayor o igual al 10% de las acciones de una empresa del país receptor. La tenencia de esta cantidad mínima de acciones representa, supuestamente, un interés de largo plazo en dicha inversión, lo que la diferencia de las inversiones de cartera o de otras inversiones, más asociadas con decisiones de corto plazo.

facilidad con que los inversionistas externos pueden tomar el control de una empresa local o renunciar a él a través de las fusiones y adquisiciones. Como plantea Kregel (1996), en las últimas décadas las compañías parecen haberse vuelto mercancías que son intercambiadas a diario en los mercados. De esta manera, la diferencia que tradicionalmente se hacía entre los flujos y el volumen de inversiones directas y de cartera se ha vuelto cada vez más imperceptible.

Un factor que dificulta la distinción entre la IED y las inversiones estrictamente financieras o de cartera es el comportamiento subyacente o la motivación de los inversionistas. Así como no toda IED conlleva la creación de nuevas capacidades productivas (con frecuencia constituye un traspaso de propiedad), tampoco toda inversión se realiza con fines preponderantemente productivos. Desde el punto de vista de las casas matrices, la IED puede estar motivada por factores como el arbitraje fiscal, la cobertura frente al riesgo, la diversificación de cartera o la especulación (Liang, 2007). Esto tiende a diluir la distinción entre las inversiones directas y las decisiones de cartera. El crecimiento de los derivados financieros y los fondos de cobertura (hedge funds) dificulta aún más la posibilidad de distinguir unos pasivos externos de otros, porque estos instrumentos han vuelto a la propia inversión directa un activo cada vez más líquido (Singh, Glen y Lee, 2001). Así como la adquisición de bonos de largo plazo no necesariamente implica la disposición a una tenencia de largo plazo de estos activos, la innovación financiera ha permitido que las inversiones directas puedan exhibir en la práctica una liquidez semejante a la que caracteriza a los instrumentos de corto plazo.

Esta noción de que la IED tiende a comportarse, ya sea por su propia lógica o por su complementación con otras operaciones (arbitraje, cobertura o diversificación), como activos de corto plazo no es novedosa. En un documento elaborado por el Banco Mundial a principios de la década de 1990 ya se planteaba que por más que un inversionista externo efectivamente posea una empresa local y desarrolle actividades productivas, esto no le impide cubrirse del riesgo cambiario mediante la toma de deuda en el mercado local para proteger su capital (Claessens, 1993). Así, las inversiones directas pueden ser cubiertas de la misma manera que las inversiones de cartera, dando lugar a flujos de capitales transfronterizos que también pueden ejercer una presión considerable sobre los mercados cambiarios locales (Kregel, 1996).

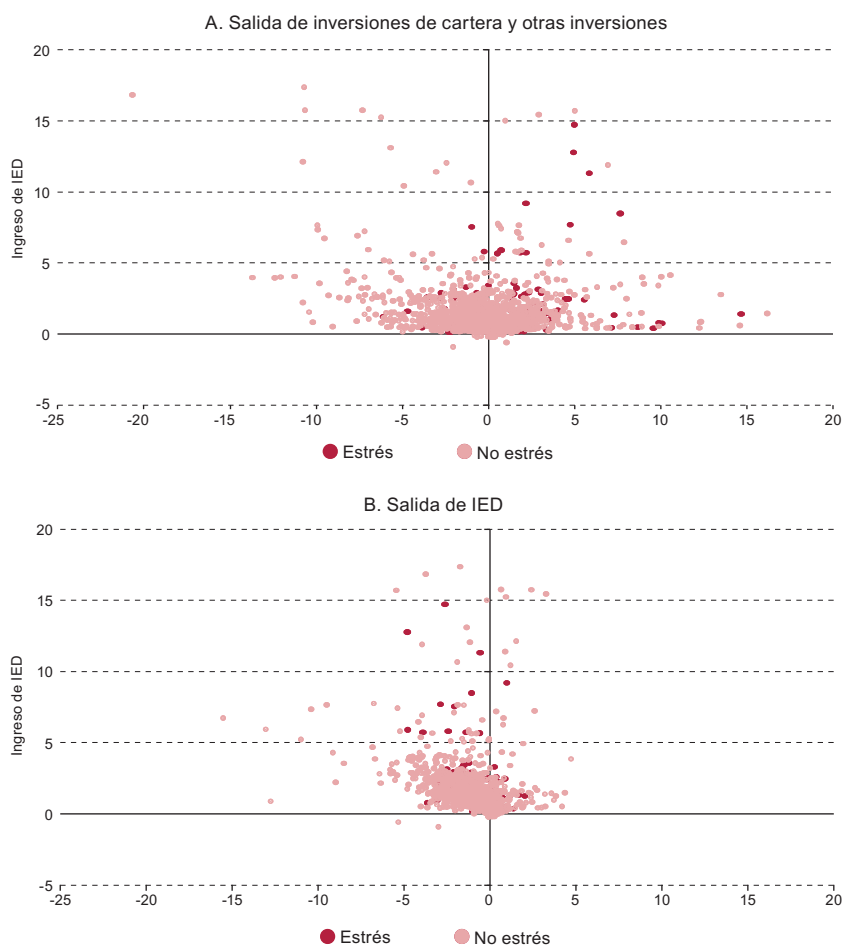
Para indagar sobre las fuentes de inestabilidad derivadas de la inversión directa y su posible vínculo con la vulnerabilidad externa se construyó un panel trimestral de episodios de estrés cambiario para un grupo de países emergentes<sup>6</sup>. El estrés cambiario se define a partir del indicador de tensión

---

<sup>6</sup> La muestra está compuesta por los siguientes países: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Ecuador, Federación de Rusia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Paraguay, Perú, Polonia, Rumania, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Uruguay, Venezuela (República Bolivariana de) y Viet Nam.

en el mercado cambiario<sup>7</sup>. En el gráfico VIII.3 se analiza qué sucede con los flujos de IED y de inversión de cartera en el trimestre en que se registra un estrés cambiario, y a la vez se incorpora lo sucedido con la entrada de IED en los cinco años previos.

**Gráfico VIII.3**  
**Economías emergentes: salida neta de inversiones de cartera y otras inversiones, salida neta de inversión extranjera directa (IED) y entrada de inversión extranjera directa (IED) en los últimos 5 años, 1990-2014**  
*(En porcentajes del PIB)*



**Fuente:** Fondo Monetario Internacional (FMI), International Financial Statistics (IFS) [en línea] <http://data.imf.org/?sk=5DABAFF2-C5AD-4D27-A175-1253419C02D1>; Fondo Monetario Internacional (FMI), Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOP/IIP) [en línea] <http://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52>.

<sup>7</sup> Este indicador computa el estrés cambiario en función de los desvíos del tipo de cambio, la tasa de interés y las reservas internacionales respecto de su media.

En los gráficos VIII.3A y VIII.3B se muestra que la distribución en períodos de estrés cambiario está centrada más a la derecha que en períodos de estabilidad, lo que evidencia que no solo los flujos de inversión de cartera sino también otras inversiones, como los flujos de IED (aunque en menor medida), contribuyen a una mayor turbulencia en el mercado cambiario.

En el gráfico VIII.3A, además, se observa una correlación positiva entre la entrada de flujos de IED en los cinco años previos y la salida de capitales mediante las cuentas de inversión de cartera y otras inversiones, de conformidad con lo planteado por Claessens (1993) y Kregel (1996). Esta correlación positiva puede deberse a que no necesariamente todos los flujos de IED se dirigen a la adquisición de activos físicos o productivos: una subsidiaria de una empresa multinacional puede, por ejemplo, reinvertir sus utilidades en activos financieros, lo que le otorga mayor margen de maniobra en momentos de estrés cambiario o inestabilidad financiera local para posicionarse en activos externos. Según la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), en 2011, el 39% de los flujos de IED hacia los países emergentes estuvo constituido por beneficios retenidos, gran parte de los cuales se destinaron a la acumulación de dinero en efectivo y activos financieros (UNCTAD, 2013). Si este fuera el caso, en el gráfico VIII.3B se estaría subestimando el aporte de la IED a la vulnerabilidad externa de las economías emergentes, ya que parte del acervo de IED puede repatriarse sin que ello quede registrado como una salida de IED. En otras palabras, parte de los puntos oscuros que se ubican en la región derecha del gráfico VIII.3A en realidad pueden estar escondiendo flujos pasados de IED.

Una segunda presunción macroeconómica relacionada con la IED en un sentido favorable remite al supuesto ajuste automático de los flujos de renta asociados a ese tipo particular de inversión a lo largo del ciclo económico. Ello se debería a que la remisión de utilidades y dividendos al exterior depende directamente de los beneficios realizados por las empresas, que suelen estar alineados con el ciclo. Desde el punto de vista de los débitos de la cuenta corriente de la balanza de pagos, la remisión de utilidades y dividendos al exterior operaría, a diferencia de los débitos derivados de la emisión de bonos u otros títulos de deuda, como una suerte de estabilizador automático. Sin embargo, en la práctica se observa que, por motivos de cobertura o riesgo, la remisión de utilidades y dividendos al exterior puede incluso acelerarse —o simplemente no disminuir— en un contexto recesivo.

Ello responde al hecho de que la IED ha tendido a comportarse, en parte a raíz de las innovaciones financieras mencionadas, cada vez más como un instrumento de renta fija. Por medio de operaciones de cobertura en los mercados financieros locales, y haciendo uso de los flujos acumulados bajo la forma de “utilidades retenidas”, las filiales de las empresas extranjeras



pueden, en ciertos momentos, repatriar beneficios muy superiores a los efectivamente generados en el período en cuestión, despegándose del ciclo y agregando un factor adicional de tensión al mercado de cambios<sup>8</sup>.

En el gráfico VIII.2 se muestra el peso creciente de las utilidades y los dividendos derivados de la IED en los débitos de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Una parte de estos puede, sin embargo, reinvertirse en la economía donde está emplazada la filial de la empresa transnacional, sea en activos fijos o en activos líquidos. Resulta difícil examinar más en profundidad esta distinción, y sus implicancias macrofinancieras, a partir de la información provista en las balanzas de pago de los países. Siguiendo las convenciones contables, las cuentas internacionales oficiales consideran a las utilidades retenidas como IED y, como se mencionó, nada impide que estos flujos se materialicen bajo la forma de inversiones a corto plazo (depósitos bancarios, bonos, acciones de otras empresas y demás). Por lo tanto, la convención contable no permite indagar el destino —productivo o financiero— de las utilidades reinvertidas.

De la misma manera, las cuentas internacionales no contabilizan los préstamos y adelantos intraempresariales como deuda, sino como capital en acciones<sup>9</sup>. Como las estadísticas no permiten saber los motivos subyacentes de dichos préstamos (UNCTAD, 2009), resulta difícil imputar esos flujos a una aplicación particular. El comportamiento de estos préstamos, sumamente volátil, puede en algunos casos distorsionar las conclusiones. Por ejemplo, en 2012, el repago de préstamos de filiales de empresas brasileñas en el exterior a sus casas matrices en el Brasil generó una cifra negativa de emisión de IED cuando en ese mismo año las casas matrices del Brasil habían inyectado en sus filiales en el exterior capital por 7.500 millones de dólares (UNCTAD, 2013). Por lo tanto, la existencia de los préstamos intraempresariales dificulta el seguimiento de los flujos de inversión reales, al tiempo que no necesariamente estos van acompañados de una motivación productiva subyacente. Como se muestra en la sección B, y en línea con un conjunto de estudios recientes, la evidencia no parecería respaldar la hipótesis de que estos préstamos intraempresariales están necesariamente destinados a expandir la capacidad productiva.

---

<sup>8</sup> A medida que la liquidez aumenta con la creación de instrumentos financieros cada vez más sofisticados, el mercado de acciones comienza a operar como el mercado de bonos. Esta tendencia es característica del fenómeno de la financierización. Los inversionistas institucionales demandan cada vez un mayor mantenimiento de las tasas de dividendos, independientemente del desempeño de la empresa, lo que impone una carga deflacionaria en su flujo de caja (Eatwell, 1996).

<sup>9</sup> La excepción a esta regla son las instituciones financieras, fundamentalmente los bancos internacionales, ya que en estos casos los préstamos intraempresariales no tienen una conexión con inversiones directas.

A fin de tener una mirada más precisa sobre el comportamiento de las filiales de las empresas transnacionales que operan en América Latina, en la sección B recurrimos al análisis de datos de las hojas de balance de estas empresas. Ello nos permitirá contrastar los resultados encontrados con la evidencia hallada por los estudios más recientes sobre el comportamiento de estas empresas en las economías emergentes.

## **B. Las implicancias de la inversión extranjera directa a la luz de los datos de las empresas**

En esta sección se analiza el balance de un conjunto de filiales de empresas que fueron seleccionadas a partir del *ranking* de las 50 empresas transnacionales con mayor facturación en 2013. De esas 50 empresas se pudo acceder al balance de 30<sup>10</sup>. Todos los balances fueron convertidos a moneda nacional para evitar las variaciones inducidas por depreciaciones o apreciaciones del tipo de cambio. Tomando como período de análisis el intervalo 2002-2015, se obtuvo un total de 316 observaciones (hay empresas que no cuentan con información disponible para todos los años)<sup>11</sup>. Cada observación está dada por el balance de cada empresa en un momento del tiempo (por ejemplo, el balance de Volkswagen México en 2008).

A partir de la información presentada en los balances, se construyeron las siguientes variables, que serán de utilidad para analizar la evolución de los pasivos de las empresas y el grado de liquidez de sus activos. En primer lugar, se define el flujo de IED como la suma de la variación del capital en acciones y los beneficios retenidos en el período analizado. En segundo término, se define la inversión real o productiva como la variación de los activos fijos de la empresa. En tercer lugar, se utiliza el pasivo total de la empresa como medida de su endeudamiento. Por último, se definen los activos financieros de la empresa, aproximados como los activos corrientes menos los inventarios. En función de la trayectoria conjunta de estas variables es posible obtener algunas conclusiones respecto de la orientación —hacia actividades reales o financieras— de las empresas transnacionales que operan en la región. En particular, nos interesa resaltar el vínculo entre la IED y el creciente peso de los activos financieros en los balances de esas empresas.

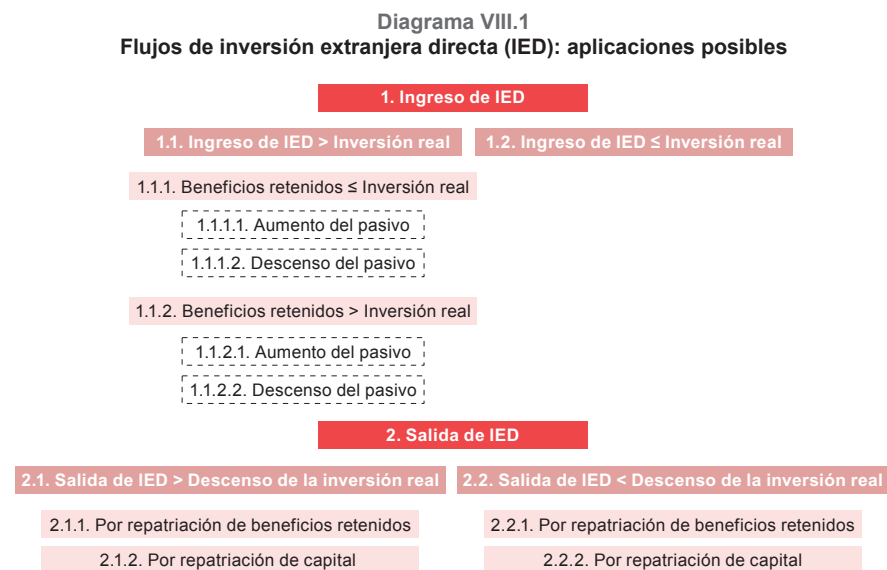
---

<sup>10</sup> Las empresas son las siguientes: Walmart México, Ambev, Telefónica Brasil, Bunge Brasil, General Motors de México, Walmart Brasil, Coca-Cola Brasil, Volkswagen México, Enersis Chile, Cargill Brasil, Ford México, Nissan México, Chrysler México, Embratel, TIM Brasil, Minera Escondida, ArcelorMittal Brasil, Cemig, Walmart Chile, Brasil Telecom, Nestlé Brasil, Ternium México, Renault Brasil, Neoenergía, Repsol Perú, PepsiCo México, Telecom Argentina, Magna International México, Whirlpool Brasil y Enel Generación Chile.

<sup>11</sup> A fin de obtener un mayor número de observaciones hemos incluido los datos anteriores a 2002 para las pocas empresas que tenían información disponible para esos años.

Es importante aclarar, sin embargo, que la metodología aquí adoptada no permite atribuir las variaciones observadas a decisiones económicas específicas. Supóngase, por ejemplo, que una empresa registra en un momento determinado un aumento de sus activos financieros y al mismo tiempo evidencia un incremento similar de la IED (según la definición proporcionada más arriba) explicado en buena medida por los beneficios retenidos. Esa situación podría obedecer a dos procesos muy diferentes: a que los beneficios operativos se hayan reinvertido en activos financieros o a que, como resultado de un aumento del precio de los activos financieros de la filial adquiridos en el pasado, la empresa haya registrado beneficios que, al no distribuirse, se computan como IED<sup>12</sup>.

A fin de ordenar la información extraída de los balances de las filiales de las empresas transnacionales, introducimos una tipología que comprende nueve posiciones posibles en relación con el sentido y la forma de los flujos de IED (véase el diagrama VIII.1). Por “sentido” nos referimos a si se trata de ingresos o salidas de capitales; por “forma” nos referimos a la manera en que esos flujos se aplican (a inversiones reales o financieras).



**Fuente:** Elaboración propia.

<sup>12</sup> Para poder realizar afirmaciones acerca del sentido de la causalidad es necesario complementar el análisis adoptado en este trabajo con otro tipo de metodologías. En una serie de trabajos recientes se apela a la econometría para concluir que desde el lanzamiento de la política de expansión cuantitativa las empresas han tendido a usar el acceso a la liquidez en los mercados internacionales para realizar inversiones financieras (Bruno y Shin, 2015; Caballero, Panizza y Powell, 2015; Serena y Moreno, 2016).

Con respecto a los ingresos de IED, la primera distinción relevante es entre los casos en que el ingreso de inversión extranjera supera a la inversión en activos fijos, que representa a la inversión real (posición 1.1), y los casos en que el ingreso de IED no alcanza para cubrir la inversión real (posición 1.2). La importancia de esta distinción radica en el hecho de que, asumiendo que la inversión en activos fijos tiene fines productivos, siempre que el ingreso de IED supere a la inversión en activos fijos, el excedente implicará el incremento de algún activo financiero o la reducción de un pasivo. En caso de que el excedente esté acompañado del aumento de algún activo financiero, el flujo de IED ingresante podría implicar una fuente potencial de mayor inestabilidad, debido a la instantaneidad con que ese activo financiero local puede transformarse en demanda de activos externos (salida de capitales). Es importante recordar que la secuencia temporal no necesariamente comienza con la llegada de IED y termina con la adquisición de un activo financiero. También puede suceder lo opuesto: que debido al incremento de los activos financieros (mediante el aumento de su valor de mercado) se produzca un beneficio que, en el balance, se registra como ingreso de IED. Cualquiera sea el caso, las implicancias en términos de vulnerabilidad externa se sostienen.

Si, en cambio, la inversión en activos fijos realizada por la empresa supera al ingreso de IED (posición 1.2), la diferencia puede estar financiándose con la disminución de algún activo financiero o mediante un aumento del pasivo. Este caso no supone un riesgo latente desde una perspectiva macrofinanciera porque implica que las filiales están reduciendo sus activos financieros (y, por ende, su capacidad para repatriar capitales en el futuro) o aumentando su pasivo (que no puede repatriarse al exterior).

En los casos en que el ingreso de IED supera a la inversión real (posición 1.1) encontramos una segunda distinción: entre aquellos casos en que los beneficios retenidos (cualquiera sea su origen) son menores que la inversión productiva (posición 1.1.1), en cuyo caso resultaría necesaria una inyección de capital por parte de la casa matriz para solventar la totalidad de la inversión real, y los casos en que los beneficios retenidos superan la inversión real (posición 1.1.2), sin que exista, por lo tanto, la necesidad de realizar nuevos aportes de capital.

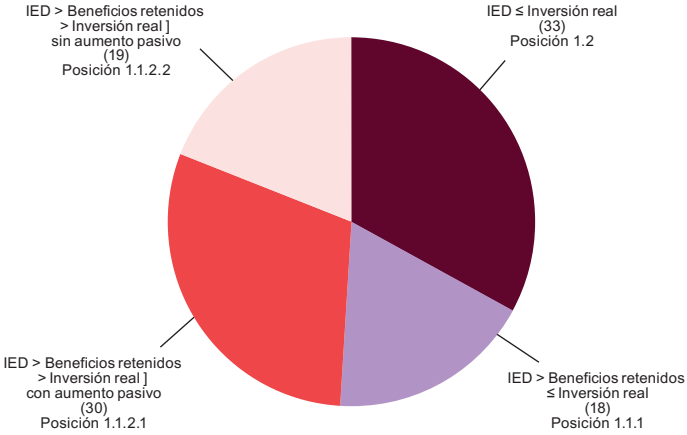
En los casos en que el ingreso total de IED supera a la inversión productiva y los beneficios retenidos resultan suficientes para financiarla (posición 1.1.2), una parte de la inyección de capital se orienta a incrementar la tenencia de activos financieros o a reducir el pasivo. El siguiente paso de la clasificación, entonces, distingue si el pasivo aumentó o disminuyó. Una situación que podría denotar una posición particularmente especulativa es aquella en la cual la empresa recibe aportes de capital, a pesar de que

los beneficios retenidos alcanzaban para financiar la inversión real, y, al mismo tiempo, incrementa su endeudamiento (posición 1.1.2.1). Incluso si en este caso el origen de los beneficios retenidos fuera la valorización de los activos financieros (ganancias que no necesariamente se capitalizan y, por lo tanto, no están disponibles en forma directa para financiar la inversión productiva), la combinación de toma de deuda con nuevos aportes de capital en un contexto de débil crecimiento de la inversión productiva debe considerarse con atención. En la posición 1.1.2.2, en cambio, si bien parte del ingreso de IED no es acompañado de un aumento de la inversión real, la empresa dedica esta diferencia entre ingreso de IED e inversión real (o al menos una parte de ella) a desendeudarse, con lo cual la presunción de una motivación especulativa se debilita. En los casos 1.1.1.1 y 1.1.1.2 se pueden hacer las mismas consideraciones según si el pasivo sube o baja, pero teniendo en cuenta que, si bien el flujo de IED excede a la variación en activos fijos, al menos parte de la inyección de capital se justificaba porque los beneficios retenidos no alcanzaban a financiar la inversión productiva, con lo cual los potenciales riesgos en términos de estabilidad financiera son menores que en sus contrapartes 1.1.2.1 y 1.1.2.2.

En cuanto a las salidas de IED, distinguimos dos situaciones: aquellas en las que el flujo saliente es inferior al descenso de la inversión real (posición 2.2) y aquellas en las que es mayor (posición 2.1). Esta última situación denota la posibilidad de ocurrencia de episodios en los que la salida de capitales excede a la inversión productiva original. A fin de separar el origen de la salida de IED, distinguimos entre el componente asociado a la repatriación de beneficios retenidos en el pasado (posición 2.1.1) y el componente ligado a los aportes de capital (posición 2.1.2). Lo mismo hacemos para los escenarios en que la salida de IED es inferior al descenso de la inversión real (posiciones 2.2.1 y 2.2.2).

Una vez distinguidos los diferentes casos que pueden producirse en relación con los flujos de IED, encontramos que de las 316 observaciones, 203 (64%) corresponden a ingresos. De estas 203 observaciones, 65 (casi un tercio de los ingresos) corresponden a la posición 1.2, que en principio no supondría una conducta especulativa ni potencialmente disruptiva en términos de estabilidad financiera. De los dos tercios restantes (posición 1.1), 41 observaciones (18%) corresponden a la posición 1.1.1, que comprende las dos primeras posiciones (1.1.1.1 y 1.1.1.2, representadas en el gráfico VIII.4 en color azul oscuro), que tampoco encarnan posiciones que aumentan la vulnerabilidad. Los 97 casos restantes (un 49% de los ingresos de IED) se corresponden con las posiciones 1.1.2.1 y 1.1.2.2, y más de la mitad de estos casos se asocian a la posición 1.1.2.1, la de mayor potencial disruptivo. Esta información se sintetiza en el gráfico VIII.4.

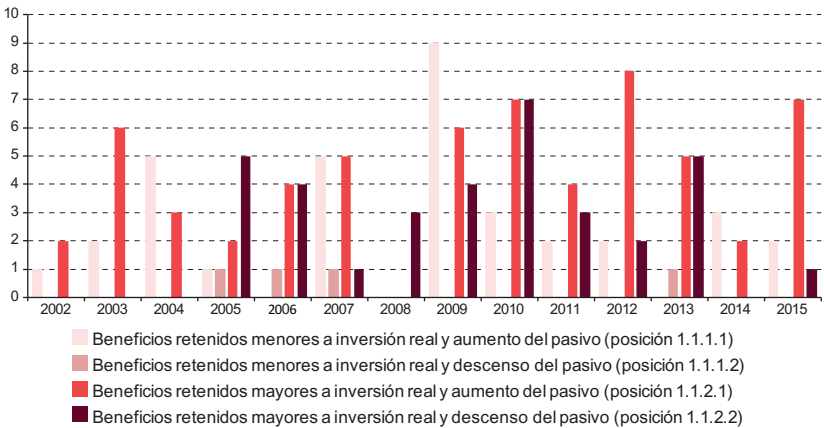
**Gráfico VIII.4**  
**Caracterización de los ingresos de inversión extranjera directa (IED)**  
*(En porcentajes)*



Fuente: Elaboración propia.

En el gráfico VIII.5 se muestra la distribución de los casos a lo largo del tiempo. Se observa que los casos que podrían inducir una mayor inestabilidad (posiciones 1.1.2.1 y 1.1.2.2) exhiben una distribución uniforme a lo largo del período observado.

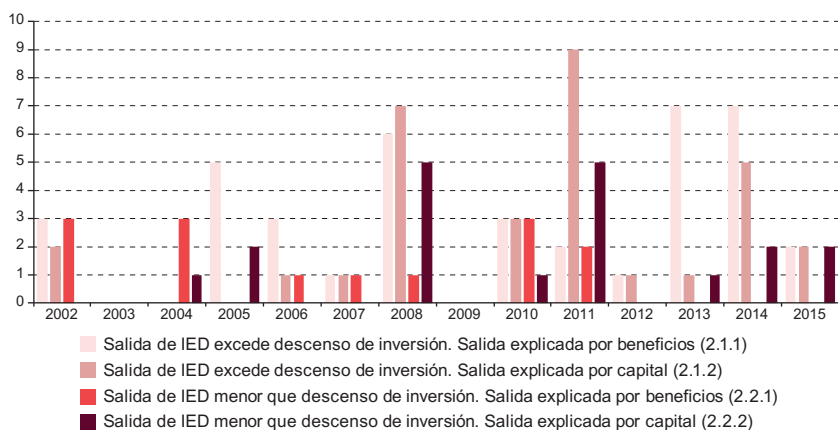
**Gráfico VIII.5**  
**Distribución temporal de los ingresos de inversión extranjera directa (IED), 2002-2015**  
*(En exceso con respecto a inversión fija y en cantidad de casos)*



Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a los egresos de capital (véase el gráfico VIII.6), en el 52% de las salidas de IED, el concepto que más explica el flujo es la repatriación de utilidades retenidas (posiciones 2.1.1 y 2.2.1). Si bien la información disponible no permite extraer conclusiones inequívocas al respecto, esta salida de IED explicada por la repatriación de utilidades retenidas en el pasado puede estar asociada con los casos de ingresos de IED superiores a los requeridos para fines productivos, que adquieren la forma de inversiones financieras que pueden revertirse con facilidad.

**Gráfico VIII.6**  
**Caracterización de las salidas de inversión extranjera directa (IED)**  
*(En cantidad de casos)*



**Fuente:** Elaboración propia.

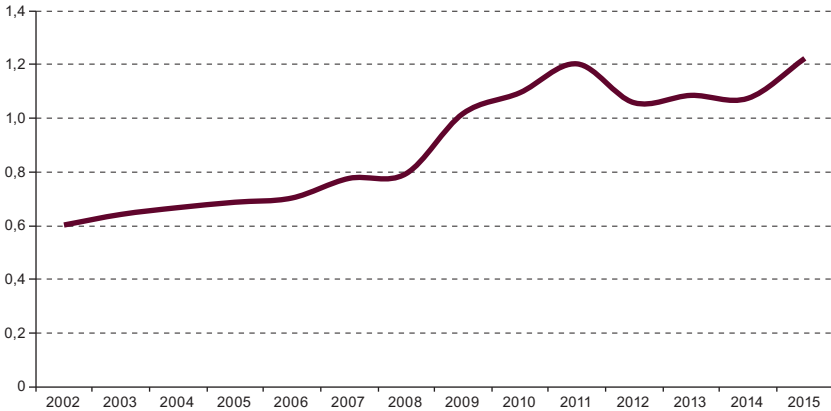
Otro aspecto destacable es que el 68% de los episodios de salida de IED pertenecen a la posición 2.1 (en que el flujo saliente de IED supera al descenso de la inversión en activos fijos), de lo que se deduce que parte de los fondos que egresaron no estaban invertidos en activos destinados a fines productivos sino financieros (posiciones 2.1.1 y 2.1.2). Este punto se ve reforzado al observarse el predominio del caso 2.1.1 sobre el caso 2.1.2, es decir, del caso donde el origen de la salida de IED (que supera en valor absoluto al descenso de la inversión real) está fundamentalmente explicado por beneficios retenidos.

Los resultados encontrados a partir de los indicadores construidos sobre la base de la información extraída de los balances de las empresas no parecen respaldar la hipótesis convencional que sostiene que la IED constituye una fuente de endeudamiento externo más estable (“colesterol bueno”, en los términos de Fernández-Arias y Hausmann, 2001). Lo que esta información

muestra es que solo un tercio de las veces en que se producen ingresos de IED las inversiones productivas parecen predominar sobre las financieras (posición 1.2). En los dos tercios restantes, en cambio, se advierte que los ingresos de IED exhiben cierta desconexión respecto de las inversiones productivas. En cuanto a las salidas de IED, se halló que la repatriación de utilidades retenidas constituye un componente importante de estos reflujos y que en la mayoría de los casos la salida de IED excede al descenso de las inversiones reales. Estos resultados parecen constatar la presunción de que las inversiones extranjeras no siempre (ni de manera preponderante) se circunscriben a actividades productivas.

Por último, los balances de las empresas permiten estimar la proporción de activos financieros en relación con los activos fijos de cada una de las empresas. Sobre la base de esta información se construyó una serie para el período 2002-2015 promediando las ratios de todas las empresas de la muestra, a fin de poder apreciar la tendencia general<sup>13</sup>. En el gráfico VIII.7 se exhibe una clara tendencia ascendente en el grado de liquidez del activo de las empresas que componen la muestra. Al realizar un análisis caso por caso se constata que en 29 de las 30 empresas la ratio de activos líquidos sobre activos fijos aumenta entre 2002 y 2015, lo que da cuenta de una creciente disociación entre los ingresos de IED y la inversión productiva.

**Gráfico VIII.7**  
**Grado de liquidez de activos financieros en relación con activos fijos**  
*(Ratio entre los activos financieros y los activos totales)*



**Fuente:** Elaboración propia.

<sup>13</sup> Debe notarse que la información disponible no permite la separación entre la cantidad de activos financieros en posesión de la empresa y su valor de mercado, por lo que el conjunto de activos financieros utilizado para la construcción del indicador puede estar influenciado por el efecto valuación que tiene lugar cada vez que los precios de los activos aumentan.



## 1. Algunos estudios de caso

Para ilustrar los análisis realizados, nos detenemos particularmente en el comportamiento de cuatro empresas: una empresa fabricante de bebidas del Brasil, una empresa automotriz de México, una cadena de supermercados del Brasil y una empresa petrolera del Perú. En el gráfico VIII.8 se muestran cinco series de flujos (tomados como la variación de reservas incluidas en los balances de las empresas): los aportes de capital, las utilidades reinvertidas, la variación de los pasivos, la inversión en activos fijos y la inversión presumiblemente financiera (a la que se hace referencia como “exceso” de IED), medida como los aportes de capital más los beneficios retenidos menos la inversión real. Todos estos flujos están medidos en el eje izquierdo y se expresan en millones de reales, pesos mexicanos y nuevos soles (según corresponda). En el eje derecho se incorpora una serie de la ratio de activos corrientes (neto de inventarios) sobre activos fijos netos.

En el gráfico VIII.8A —de la empresa brasileña fabricante de bebidas— se da cuenta de que nueve de los años de la muestra se corresponden con la posición 1.1.2.1, es decir, el caso en que la filial recibe un aporte superior a lo que destina a la inversión real, al tiempo que aumenta su nivel de endeudamiento, de lo que se deduce que parte del ingreso de IED fue acompañado por un aumento de los activos financieros. Con respecto a las salidas, esta filial registra tres episodios en los que el flujo saliente excede al descenso de la inversión (posición 2.1), de lo que deducíamos que parte de la repatriación suponía el desarme de posiciones estrictamente financieras. En dos situaciones se explican por beneficios retenidos (posición 2.1.1) y en una por aportes de capital (posición 2.1.2). El caso de esta empresa ilustra, entonces, una fuerte actividad financiera en simultáneo con la actividad principal.

La empresa automotriz mexicana (véase el gráfico VIII.8B) exhibe el comportamiento de una empresa que combina inversiones financieras y reales. En seis ocasiones la filial recibe un aporte de su casa matriz superior a lo que aumentó su inversión real mientras su endeudamiento se incrementaba. Al mismo tiempo, se observan cuatro ocasiones en que la inversión real supera al ingreso de IED. Con respecto a las salidas de capitales, en el caso de la empresa analizada, estas siempre se explican por la cuenta de aportes de capital (posición 2.1.1).

La cadena de supermercados radicada en el Brasil (véase el gráfico VIII.8C), en tanto, es más propensa a la inversión real. En siete ocasiones los ingresos de capital resultaron inferiores a la inversión real (posición 1.2), aunque se registra un caso de ingreso de capitales excesivos con fines presumiblemente especulativos (posición 1.1.2.1). La empresa muestra cinco episodios de salidas: en tres se registraron salidas de IED explicadas por la partida de beneficios retenidos (posición 2.1.1), en tanto que en los dos restantes la salida tiene como contrapartida los aportes de capital (posición 2.2.2). En estos

dos, la salida de IED no parece tan vinculada a motivaciones estrictamente financieras, ya que el flujo saliente es inferior a la liquidación de activos reales.

Con respecto a la empresa petrolera del Perú (véase el gráfico VIII.8D), se observan cuatro casos en que los ingresos de IED no superan a la inversión real (posición 1.2), solo dos en los que la empresa exhibió un comportamiento presumiblemente especulativo (posición 1.1.2.1) y cinco episodios de salidas de capitales. Estos cinco casos fueron explicados por la repatriación de utilidades retenidas; en cuatro la salida de IED fue mayor al descenso de la inversión real (posición 2.1.1), mientras que en el caso restante se registró una salida de IED de menor magnitud a la contracción de la inversión real (posición 2.2.1).

**Gráfico VIII.8**  
**Variaciones en los balances de cuatro sedes locales de empresas multinacionales representativas, 2002-2015**

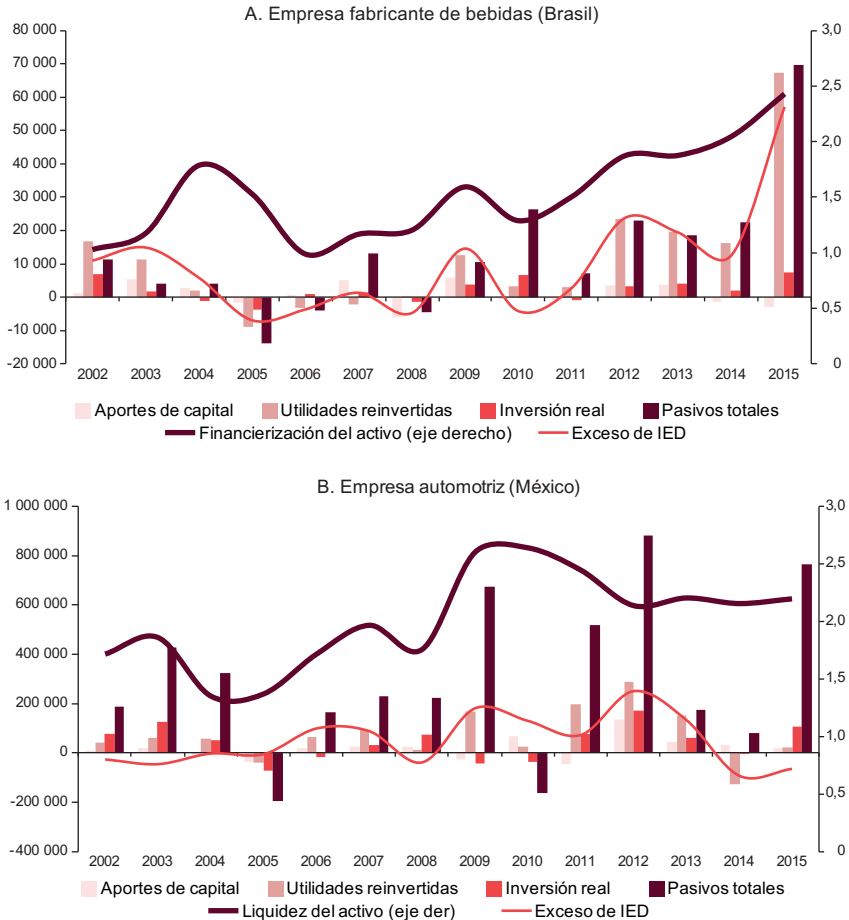
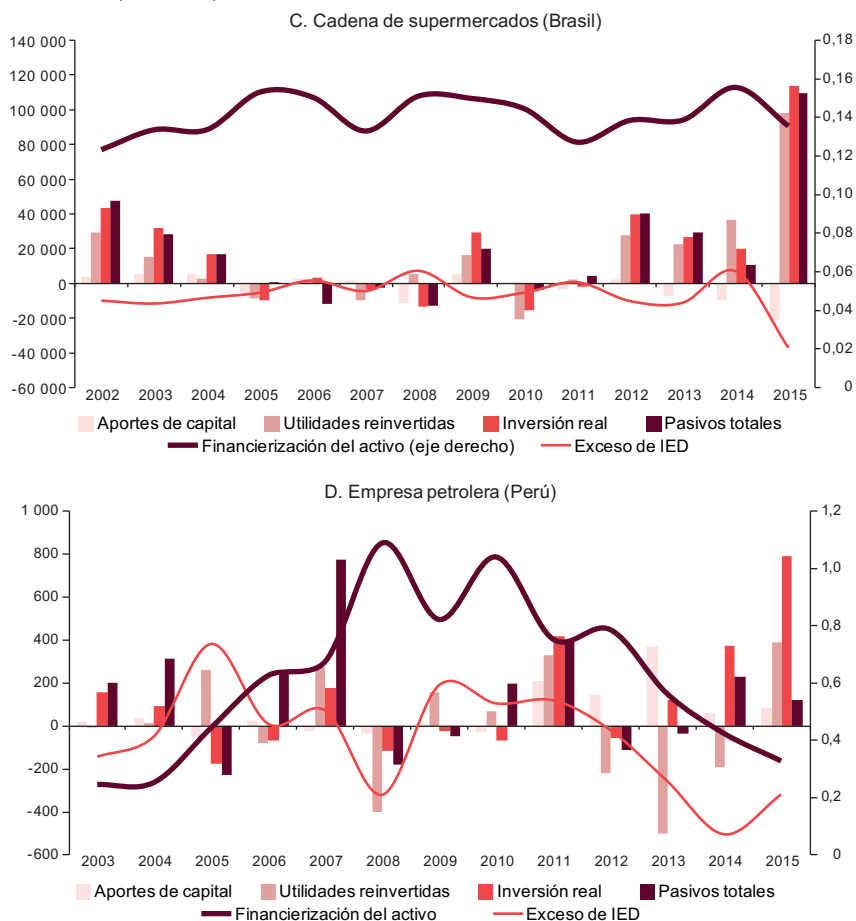


Gráfico VIII.8 (conclusión)



Fuente: Elaboración propia.

Estos cuatro ejemplos son útiles para observar las diferentes posiciones sobre las que hemos realizado nuestro análisis. Como se aprecia en el gráfico VIII.8, si bien el comportamiento de las empresas en lo que se refiere al sentido y la forma de los flujos de IED tiende a ser bastante cambiante, se corrobora la presencia de operaciones eminentemente financieras en sus decisiones de inversión.

## 2. El nexo entre finanzas e inversión extranjera directa en América Latina a la luz de las tendencias mundiales

Los resultados hallados en esta sección se alinean con un conjunto de trabajos recientes donde se estudia la aplicación de los fondos obtenidos por el sector corporativo de los países emergentes en los mercados internacionales durante

los últimos años. Partiendo de la aparente anomalía que supone el hecho de que, en el marco de un creciente endeudamiento corporativo, las tasas de inversión estén en declive, Palma (2015) se pregunta si gran parte del financiamiento se canalizó hacia operaciones de acarreo (*carry trade*). Las intuiciones de Palma (2015) encuentran soporte empírico en trabajos como los de Caballero, Panizza y Powell (2015) y Serena y Moreno (2016), que muestran que la creciente colocación de bonos del sector corporativo en mercados externos se asocia a una mayor tenencia de activos líquidos. No ocurre lo mismo con las emisiones de bonos en el mercado local, presumiblemente porque los mayores costos de financiamiento reducen la rentabilidad de las operaciones de acarreo. La motivación subyacente que estos autores encuentran es la evasión de los controles de capital, que limitan el margen de maniobra de las entidades financieras para ingresar inversiones de portafolio y otorgan al sector corporativo una “ventaja comparativa regulatoria” a la hora de realizar operaciones de acarreo, ya que las empresas pueden evadir los controles ingresando el resultado de la emisión de bonos por la vía de préstamos entre empresas, que suelen registrarse como inversión directa. En el trabajo se muestra que las operaciones de acarreo son más frecuentes cuanto más controlada está la cuenta capital y cuanto mayor es la tasa de ganancia por operación de acarreo (o el diferencial de tasas de interés descubiertas). Bruno y Shin (2015) encuentran resultados similares, con el agregado de que muchas de las empresas que emiten bonos en los mercados externos contaban, al momento de hacer la emisión, con elevados niveles de liquidez, de lo que deducen que, ante la ausencia de una necesidad de fondos, lo que las empresas hicieron fue aprovechar la oportunidad para realizar este tipo de operaciones de arbitraje.

La evidencia descrita por estos trabajos toma como objeto de estudio a las empresas no financieras en general, y no únicamente a las filiales de empresas transnacionales. De todas maneras, todos estos trabajos ponen énfasis en la articulación que las empresas pueden hacer con sus filiales para aprovechar las oportunidades de rentabilidad en los mercados financieros. El ejemplo que más se menciona es el de una empresa radicada en un país en desarrollo que a través de una filial en un país desarrollado realiza una emisión de deuda a bajo costo y transfiere los fondos a su casa matriz bajo la forma de préstamos intraempresariales, los cuales, por considerarse un flujo de IED, no suelen estar sujetos a controles de capitales. De esto se desprende que la IED constituye, además de una fuente de inversión real, un mecanismo alternativo para realizar inversiones esencialmente financieras que, debido a ciertos controles de capitales, son difíciles de efectuar de otra manera. Según información provista por el Banco de Pagos Internacionales (BPI), cuando al analizar la deuda del sector corporativo de los países emergentes se incorpora también el endeudamiento de las filiales de empresas transnacionales en el exterior, los pasivos totales se duplican (Bruno y Shin, 2015). Esto no solo ratifica que parte de la IED se destina a fines especulativos, sino que da

cuenta de un conjunto de vulnerabilidades que las estadísticas de cuentas nacionales no permiten ver<sup>14</sup>. Este tipo de vulnerabilidades se relacionan con las “nuevas formas de vulnerabilidad externa”, que Kaltenbrunner y Paineira describen en el capítulo 2 de este volumen.

## C. Conclusiones

La sabiduría convencional supone que los flujos de IED tienden a ser más estables que los originados en inversiones estrictamente financieras. Ello se debería a que ese tipo particular de desembolso implica una inversión de capital fijo que no puede repatriarse con facilidad o inmediatez. De esta presunción se deriva la idea, muy arraigada en los círculos de los encargados de la formulación de políticas, de que el financiamiento externo por la vía de la IED constituye una contribución permanente y estable al desarrollo de la economía que la recibe.

Otra presunción habitual es aquella que atribuye un comportamiento más benigno a los flujos de renta derivados de la IED a lo largo del ciclo económico en comparación con los flujos asociados a otras formas de financiamiento originado en el exterior. A diferencia de los flujos de renta derivados de, por ejemplo, instrumentos de renta fija, que no se adaptan a las circunstancias macroeconómicas o financieras, se supone que la remisión de utilidades y dividendos de las filiales de empresas extranjeras a sus casas matrices disminuye en situaciones de menor actividad económica y funciona, en alguna medida, como un estabilizador automático del sector externo de las economías receptoras.

En este capítulo se analizó en qué medida la IED puede considerarse efectivamente una fuente de financiamiento externo estable, como se plantea de manera convencional. Mediante el uso de información extraída de los balances de 30 empresas transnacionales que operan en América Latina, construimos una serie de indicadores capaces de describir con cierto detalle la aplicación específica de los flujos de IED. A partir de esos indicadores pudo advertirse que en el 48% de los ingresos de inversiones extranjeras pertenecientes a la muestra parece haber habido una motivación especulativa subyacente. Ello implica que, en esos casos, buena parte de los ingresos por concepto de IED, al materializarse bajo la forma de activos financieros, engendran el mismo

---

<sup>14</sup> La “triple coincidencia” en el territorio económico utilizado para definir el ingreso nacional, la residencia de los agentes económicos y la unidad monetaria, base de los sistemas de cuentas nacionales tal como funcionan hoy, no permite incorporar en los análisis los comportamientos de los actores globales que configuran la dinámica de los flujos financieros internacionales (Borio, James y Shin, 2014). El papel que desempeñaron los bancos internacionales europeos en la etapa previa a la crisis financiera de los Estados Unidos resulta invisible a los sistemas de cuentas nacionales. Tampoco pueden captarse apropiadamente los movimientos en los balances de actores de alcance mundial, como las instituciones financieras de importancia sistémica o las grandes empresas transnacionales, cuya actividad no puede clasificarse a través del principio de residencia.

tipo de vulnerabilidad potencial que la que por lo general se asocia a los activos financieros de corto plazo.

La IED suele plantearse en muchos círculos académicos y de encargados de la formulación de políticas como un mecanismo ideal de financiamiento externo de los países en desarrollo. Por una parte, se supone que trae aparejada una serie de externalidades positivas asociadas, por ejemplo, a efectos de difusión (*spillovers*) tecnológica al facilitar el acceso de los agentes económicos locales a tecnologías de frontera o a mejores prácticas. Por la otra, plantea una fuente de financiamiento relativamente estable para economías que tienden a enfrentar problemas de escasez de divisas (restricción externa). La literatura sobre desarrollo económico en general, incluso la que se concentra en temas de organización industrial o innovación tecnológica, ha tendido a tomar con creciente cautela las distintas presunciones relacionadas con los efectos benéficos de la IED desde una perspectiva microeconómica<sup>15</sup>. En este capítulo hemos intentado poner de relieve, con el mismo sentido de cautela, el tipo de vulnerabilidades de índole macrofinanciera que puede traer aparejado un proceso de desarrollo fundado excesivamente en la atracción de IED.

## Bibliografía

- Abeles, M. y S. Valdecantos (2016), "Vulnerabilidad externa en América Latina y el Caribe. Un análisis estructural", *serie Estudios y Perspectivas- Oficina de la CEPAL en Buenos Aires*, N° 49 (LC/L.4220; LC/BUE/L.228) Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Barbosa-Filho, N. (2001), "The balance of payments constraint: from balanced trade to sustainable debt", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*.
- Borio, C., H. James y H.S. Shin (2014), "The international monetary and financial system: a capital account historical perspective", *BIS Working Papers*, N° 457, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), agosto.
- Bruno, V. y H.S. Shin (2015), "Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis", *BIS Working Papers*, N° 510, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), agosto.
- Caballero, J., U. Panizza y A. Powell (2015), "The second wave of global liquidity: why are firms acting like financial intermediaries?", *CEPR Discussion Paper*, N° DP10926, Londres, Centro de Investigación sobre Políticas Económicas (CEPR), noviembre.
- Cardoso, F. y E. Faletto (1969), *Dependencia y desarrollo en América Latina: ensayo de interpretación sociológica*, Buenos Aires, Siglo XII.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2016), *La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe*, 2016 (LC/G.2680-P), Santiago.
- Claessens, S. (1993), "Equity portfolio investment in developing countries: a literature survey", *Policy Research Working Paper*, N° 1089, Washington, D.C., Banco Mundial, febrero.
- De Souza, J. y G. Epstein (2014), "Sectoral net lending in six financial centers", *Working Paper Series*, N° 346, Amherst, Political Economy Research Institute (PERI), marzo.

<sup>15</sup> Véase, por ejemplo, CEPAL (2016).

- Domar, E. (1950), "The effect of foreign investment on the balance of payments", *The American Economic Review*, vol. 40, N° 5, Nashville, Asociación Estadounidense de Economía, diciembre.
- Eatwell, J. (1996), "International financial liberalization: the impact on world development", *Discussion Paper Series*, N° 12, Nueva York, Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD).
- Echandi, R., J. Krajcovicova y C. Qiang (2015), "The impact of investment policy in a changing global economy: a review of the literature", *Policy Research Working Paper*, N° 7437, Washington, D.C., Banco Mundial, octubre.
- Fernández-Arias, E. y R. Hausmann (2001), "Foreign direct investment: good cholesterol?", *Research Department Working Paper*, N° 417, Nueva York, Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Igan, D. y Z. Tan (2015), "Capital inflows, credit growth, and financial systems", *IMF Working Paper*, N° 15/193, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), agosto.
- Kregel, J. (2004), "External financing for development and international financial instability", *G-24 Discussion Paper Series*, N° 32, Nueva York, Naciones Unidas, octubre.
- \_\_\_\_\_(1996), "Some risks and implications of financial globalization for national policy autonomy", *UNCTAD Review*, Nueva York, Naciones Unidas.
- Lapavitsas, C. (2013), *Profiting Without Producing: How Finance Exploits Us All*, Londres, Verso Books.
- Liang, Y. (2007), "Does foreign direct investment provide desirable development finance? The case of China", *China & World Economy*, vol. 15, N° 2, Beijing, Academia China de Ciencias Sociales, abril.
- Minsky, H. (1977), "The financial instability hypothesis: an interpretation of Keynes and an alternative to 'standard' theory", *Nebraska Journal of Economics and Business*, vol. 16, N° 1, Omaha, Creighton University.
- Palma, J. (2015), "Why corporations in developing countries are likely to be even more susceptible to the vicissitudes of international finance than their counterparts in the developed world: A Tribute to Ajit Singh", *Cambridge Working Paper in Economics*, N° 1539, Cambridge, Universidad de Cambridge.
- Prebisch, R. (1963), *Hacia una dinámica del desarrollo latinoamericano. Con un apéndice sobre el falso dilema entre desarrollo económico y estabilidad monetaria*, Ciudad de México, Fondo de Cultura Económica.
- Serena, J. y R. Moreno (2016), "Domestic financial markets and offshore bond financing", *BIS Quarterly Review*, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), septiembre.
- Singh, A. y A. Zammit (1998), "Foreign direct investment: towards co-operative institutional arrangements between the North and the South", *Globalization, Growth, and Governance: Creating an Innovative Economy*, J. Michie y J. Grieve Smith (eds.), Oxford, Oxford University Press.
- Singh, A., J. Glen y K. Lee (2001), "Persistence of profitability and competition in emerging markets", *Economics Letters*, vol. 72, N° 2, Amsterdam, Elsevier.
- UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) (2013), *World Investment Report 2013. Global Value Chains: Investment and Trade for Development*, Ginebra.
- \_\_\_\_\_(2009), *UNCTAD Training Manual on Statistics for FDI and the Operations of TNCs. Volume I: FDI Flows and Stocks*, Ginebra.





## Capítulo IX

# Flujos de capital y endeudamiento externo: algunas reflexiones para América Latina<sup>1</sup>

*Pablo G. Bortz<sup>2</sup>*

### Introducción

Desde la liberalización financiera, tanto a escala nacional como mundial, se han sucedido distintas crisis de la balanza de pagos caracterizadas por un masivo endeudamiento externo. En particular, las crisis de la deuda latinoamericana en los años ochenta, la crisis asiática en la década de 1990 y la reciente crisis europea fueron episodios caracterizados por un alto endeudamiento externo, sobre todo del sector privado. En la crisis desatada en México en 1994 y en la que llevó al incumplimiento de pagos en la Federación de Rusia en 1998 se combinaron altos endeudamientos externos públicos y privados, al igual que en la crisis argentina, que terminó con el estallido del régimen de la “convertibilidad” en 2001.

---

<sup>1</sup> En el Seminario sobre estructura productiva, instituciones y dinámica económica, celebrado en agosto de 2015 en la Oficina de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) en Buenos Aires, se presentó una primera versión de este capítulo. El autor agradece los comentarios y sugerencias de Martín Abeles, Diego Bastourre, Santiago Capraro, Esteban Pérez Caldentey, Edgardo Torija Zane y Sebastián Valdecantos.

<sup>2</sup> Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET), Centro de Estudios Económicos del Desarrollo (CEED), Instituto de Altos Estudios Sociales (IDAES), Universidad Nacional de San Martín (UNSAM).

Después de la crisis financiera de 2008 se registró en la región un renovado impulso a la entrada de capitales externos, que ha tenido como contrapartida un aumento en los pasivos externos, en especial del sector privado, aunque con indicadores sustancialmente mejores. La deuda pública externa ha tenido una marcada tendencia decreciente en este primer milenio hasta alrededor de 2014, cuando se observa una estabilización de los niveles e incluso una reversión al alza en su movimiento. Este nuevo proceso de endeudamiento genera inquietudes, no solo por sus efectos financieros, sino también por las implicancias para la estructura productiva, para la distribución del ingreso y por los compromisos financieros que genera y que pueden llegar a ser un condicionante en la etapa de reversión de dichos flujos. El episodio del llamado “taper tantrum” es un ejemplo histórico de los posibles efectos de las súbitas reversiones de flujos de capitales sobre la estabilidad financiera en países emergentes (Estrada, Park y Rayamandi, 2016).

Este capítulo tiene por objeto revisar dichas tendencias en materia de endeudamiento externo y flujos de capitales, analizar las implicancias que el endeudamiento externo privado (y su rápido incremento) tiene sobre la estructura productiva, la distribución del ingreso y la situación fiscal, y delinear principios e instrumentos de política económica para lidiar con la volatilidad de los movimientos financieros internacionales, manteniendo un margen de acción para avanzar con medidas para estimular la inversión y el crecimiento.

En la sección A se enumeran distintos efectos que se verifican históricamente cuando hay aumentos veloces y considerables del crédito externo, como ser burbujas en el precio de los activos, desarrollo de sectores no transables y deterioro en la distribución del ingreso. En la sección B se presentan los principales hechos estilizados en materia de endeudamiento externo de la región desde 2000. En la sección C se repasan los desafíos que estos movimientos plantean a los gobiernos en términos de espacio de políticas en cuanto a ciertos ejes, mientras que en la sección D se detallan algunos instrumentos a disposición de los gobiernos para implementar en las distintas etapas del ciclo financiero global, a fin de morigerar los efectos negativos de las entradas y salidas de capitales financieros.

## **A. Entradas masivas de capital y sus efectos**

Las entradas masivas de capital están lejos de tener efectos inocuos sobre las economías emergentes. En esta sección se revisan los efectos que se han identificado en la literatura sobre el desempeño económico, financiero, productivo y distributivo en países emergentes. Sin embargo, la propia definición de lo que constituye un “episodio de entrada masiva” no está libre

de controversias. En tal sentido, conviene repasar las diferencias en torno a la identificación y el análisis de tales eventos, previo a abordar el estudio de sus implicancias.

## 1. Identificación de episodios de entradas masivas

Hacia el final de la primera década del nuevo milenio aparecieron numerosos estudios donde se trata de identificar episodios de entradas masivas de flujos de capitales<sup>3</sup>. No existe un criterio establecido para determinar efectivamente si una experiencia particular califica o no como un “episodio de entrada masiva”. Crystallin y otros (2015) examinan 46 países aplicando 7 métodos distintos utilizados en la literatura, y encuentran que los episodios identificados de “entradas masivas” varían entre 59 y 193.

Los factores que hacen a tamaña divergencia se pueden agrupar entre los siguientes problemas (Crystallin y otros, 2015, págs. 665-666). En primer lugar, la elección de criterios para decir cuándo las entradas califican como masivas está lejos de tener unanimidad. Los criterios varían entre comparar como porcentaje en relación con el PIB, comparar con volúmenes de entradas pasadas, comparar con una tendencia de largo plazo de un país específico y comparar con entradas de otros países o grupos de países. En segundo término, también hay divergencias en cuanto a la definición de la propia tendencia de largo plazo que sirva de criterio evaluador. Si bien se suele usar el filtro de Hodrick- Prescott, existen discrepancias en torno al parámetro de ajuste, que puede hacer que la tendencia sea lineal o que replique los datos reales impidiendo la identificación de brechas, como casos extremos de los valores asignados a dichos parámetros. En tercer lugar, hay diferencias en cuanto al período muestral considerado para determinar la tendencia, respecto de si debe incluir todo el período bajo análisis o es una tendencia móvil que solo considera los datos históricos pasados y no los futuros. Por último, también varía la elección de criterios netos o brutos para medir las entradas de capitales. En este punto, sin embargo, se puede afirmar que existe un consenso acerca de la importancia primordial de los flujos brutos en relación con los flujos netos. En la literatura se plantea que, si bien hasta alrededor de 2000 los flujos netos y brutos tendían a comportarse de forma similar, a partir de esa fecha, los valores brutos superan notoriamente en orden de magnitud y volatilidad a los valores netos.

---

<sup>3</sup> Sin pretender ser totalmente exhaustivos, se pueden mencionar los trabajos de Sula (2006 y 2010), FMI (2007, cap. III), Reinhart y Reinhart (2009), Calderón y Kubota (2012), Furceri, Guichard y Rusticelli (2012), Forbes y Warnock (2012), Balakrishnan y otros (2013), Bluedorn y otros (2013), Molnar, Tateno y Supornsinchai (2013), Ghosh y otros (2014), Powell y Tavella (2015), Crystallin y otros (2015), Caballero (2016) y Ghosh y Qureshi (2016). En este capítulo se entenderá por “entrada masiva” el aumento sustancial en los pasivos externos de una economía. Ghosh y Qureshi (2016) incorporan también la disminución de los activos externos como otro ejemplo de entrada de capitales.

## 2. Efectos financieros de las entradas masivas

Hecha la aclaración, en la literatura tradicional, desde McKinnon (1973) hasta Fry (1980), se ponderaba la apertura de la cuenta de capital (y lo que más adelante se llamó la cuenta financiera) para incrementar el financiamiento externo, mejorar la asignación de recursos, aumentar los ahorros y canalizarlos hacia inversiones más productivas. Sin embargo, y particularmente en América Latina, desde los comienzos de esa apertura se empieza a observar un repentino aumento de la fragilidad financiera interna y externa de los países de la región, con ingentes cantidades de capitales que provocan un endeudamiento masivo, sobre todo del sector privado. Las experiencias de la Argentina y Chile resultan aleccionadoras en tal sentido. Como remarca Díaz-Alejandro (1985), los procesos de endeudamiento y de creciente inestabilidad financiera en estos dos países coexistieron con un superávit fiscal (en el caso de Chile) o con menores déficits fiscales (en el caso argentino), un punto que se resaltarán a continuación.

Arestis (2006) presenta una lista de países emergentes que habían experimentado fuertes crisis tras distintos procesos de liberalización financiera, la mayoría de los cuales fueron acompañados de la apertura de la cuenta de capital y financiera. Esto es reconocido asimismo por Aoki y otros (2007), quienes afirman que estos episodios de fluctuaciones y crisis posteriores a la liberalización financiera no están circunscriptos a los países emergentes (como ser el caso de la crisis de la deuda latinoamericana o la crisis asiática), sino que también afectaron a los países nórdicos a fines de los años ochenta y principios de los noventa. El Japón mismo podría agregarse a la lista, así como los países de la periferia europea.

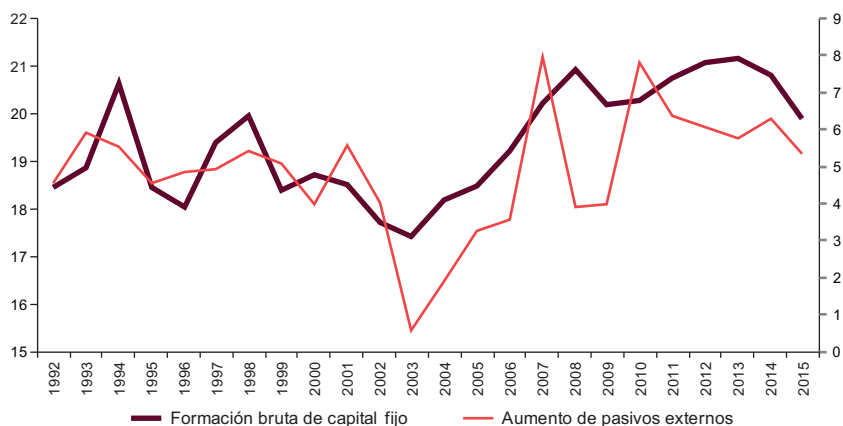
En la literatura se han identificado numerosos efectos de episodios de auge en el endeudamiento externo, vinculados a aspectos financieros, bancarios y cambiarios. Aizenman (2004) y Furceri, Guichard y Rusticelli (2012) encuentran que la probabilidad de atravesar crisis bancarias y cambiarias aumenta significativamente en los dos años posteriores a los episodios de entradas masivas de capital. Un factor preponderante fue el auge en el crédito interno, motivado por el endeudamiento externo (Calderón y Kubota, 2012; Ghosh y Qureshi, 2016), incluido el endeudamiento externo interbancario (Al-Saffar, Ridinger y Whitaker, 2013). Las entradas de capital tienden a apreciar el tipo de cambio y a aumentar el precio de los activos financieros (Jara y Olaberria, 2013; Bhattarai, Chatterjee y Park, 2015; Cimoli, Ocampo y Porcile, 2016). En la década de 2010 se observa un aumento en la vulnerabilidad externa del sector privado en países emergentes (Chow, 2015; FMI, 2015), ya que hay un creciente endeudamiento externo (y denominado en moneda extranjera) por parte de sectores con rentabilidad declinante, algunos de los cuales no son generadores netos de divisas (como el sector de la construcción). Haldane (2011) ha hecho una interesante analogía de las

entradas masivas de capitales a países en desarrollo, comparándolas con un “pez grande en un estanque pequeño”. El propio movimiento del tipo de cambio tiende a reforzar y retroalimentar la entrada de capitales, ya que, por una parte, aumenta la rentabilidad de la inversión, y, por la otra, reduce el costo del endeudamiento externo en términos de la moneda internacional de referencia.

### 3. Efectos productivos y distributivos de las entradas masivas

Los efectos productivos de las entradas de capitales, en especial las de cartera, deuda y préstamos, no han sido tan estudiados. Prasad y otros (2003), Aizenman (2004), Kose, Prasad y Terrones (2008), Demir (2007 y 2009), FMI (2015), Rodrigues, Kamil y Sutton (2015), entre otros, encuentran que el mayor endeudamiento externo (en algunos de estos trabajos se pone especial énfasis en el endeudamiento privado) no se ha visto reflejado en mayores tasas de inversión o en procesos de crecimiento sostenido en países emergentes que liberalizaron la cuenta financiera. En el gráfico IX.1 se muestran las entradas de capitales considerando el aumento en los pasivos externos y la evolución de la formación bruta de capital fijo para la región (América Latina y el Caribe, considerando solo los países en desarrollo), de acuerdo con información del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Banco Mundial, respectivamente.

**Gráfico IX.1**  
**América Latina y el Caribe: pasivos externos e inversión bruta fija, 1992-2015**  
(En porcentajes del PIB)



**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de Banco Mundial, Indicadores del desarrollo mundial [base de datos en línea] <http://databank.bancomundial.org/data/reports.aspx?source=Indicadores%20del%20desarrollo%20mundial>; Fondo Monetario Internacional (FMI), Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOP/IIP) [base de datos en línea] <http://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&ss=1484149488741>.

En primer lugar, la entrada de capitales parece preceder ligeramente al aumento en la inversión bruta fija, como porcentaje del PIB. Sin embargo, las fluctuaciones en la inversión bruta fija son de magnitud muy reducida en relación con la volatilidad de la entrada de capitales, con un coeficiente de desvío del 6,0% del primer indicador, comparado con un 33,8% del segundo. La inversión parece haber mantenido cierta resiliencia incluso ante la volatilidad de los flujos de capitales en el período inmediatamente anterior y posterior a la crisis de 2008.

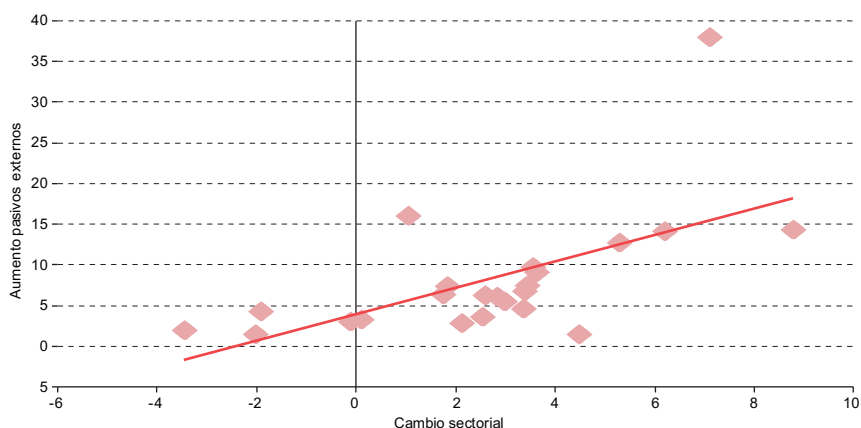
En definitiva, la apertura de la cuenta de capital no generó el auge inversor que sus adherentes pronosticaban. Tampoco provocó una asignación más eficiente de recursos. Benigno, Converse y Fornaro (2015) encuentran que la entrada masiva de capitales desplaza a la inversión y el empleo de la manufactura hacia los sectores primarios y de servicios, bajando la productividad de la economía y extendiendo y agudizando la etapa recesiva del ciclo. Entre los favorecidos suelen estar los sectores inmobiliarios y financieros, de escaso aporte al cambio estructural. Ello redundaría en un deterioro de la distribución del ingreso (Furceri y Loungani, 2015), ya que los valores de los alquileres y las rentas financieras aumentan como consecuencia del incremento en los precios de los activos. Asimismo, la presión al alza sobre el precio de los activos puede fomentar la formación de burbujas. Esto es consecuencia del reducido tamaño de los mercados financieros de la región en términos relativos; lo que Haldane (2011) llama el efecto del “pez grande en un estanque pequeño”. El propio movimiento del tipo de cambio tiende a reforzar y retroalimentar la entrada de capitales, ya que, por una parte, aumenta la rentabilidad de la inversión, y, por la otra, reduce el costo del endeudamiento externo en términos de la moneda internacional de referencia.

Como una primera aproximación, en el gráfico IX.2 se trata de reflejar estos efectos para períodos de entradas masivas de capital, como fuera discutido anteriormente. Se han escogido los casos en virtud de las coincidencias entre los diversos trabajos citados y se cuenta con 23 observaciones. En el eje vertical del gráfico IX.2 se mide la magnitud del auge de las entradas de capital (tomando información del FMI), entendida como la diferencia entre el techo y el piso de los aumentos de pasivos externos durante el período considerado<sup>4</sup>. En el eje horizontal se registra el aumento relativo en la preponderancia de los sectores de construcción, comercio, financiero e inmobiliario en relación con el PIB, y se registra, de igual modo, la diferencia entre el techo y el piso en los países y años seleccionados. Los datos de esta variable se obtuvieron de la base de datos 10-Sector Database del Groningen Growth and Development Centre (GGDC), considerando el valor agregado bruto a precios constantes de 2005. Las excepciones fueron para los casos de Bulgaria (se extrajeron datos del Banco Nacional de Bulgaria, a precios corrientes), Hungría (se

<sup>4</sup> En el anexo IX.A1 se presenta la lista de casos de entradas masivas considerados en el gráfico IX.2.

usaron datos de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), a precios constantes de 2005), Polonia (también se usaron datos de la OCDE, a precios constantes de 2010) y Turquía (con datos del Instituto Turco de Estadística, a precios constantes de 2005). La observación en el extremo superior derecho representa a Bulgaria, entre 2002 y 2008.

**Gráfico IX.2**  
**Ingresos de capital y cambio sectorial**  
(En porcentajes del PIB)



**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOP/IIP) [base de datos en línea] <http://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&ss=1484149488741>; Groningen Growth and Development Centre (GGDC), "10-Sector Database" [en línea] <http://www.rug.nl/ggdc/productivity/10-sector/>; Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), Banco Nacional de Bulgaria e Instituto Turco de Estadística.

Con las salvedades usuales respecto de que correlación no implica causalidad y que es necesario realizar un análisis más detallado y pormenorizado, con controles por diferentes variables, en el gráfico IX.2 se muestra como primera aproximación una correlación positiva entre el auge en las entradas masivas de capital y el aumento en la participación en el PIB de los sectores de la construcción, el comercio y las finanzas. La curva tiene una pendiente de 0,22, con un R2 de 0,36. Este cambio estructural, en el cual entradas masivas de capital llevan al auge de sectores no transables, puede ser considerado como indicativo de la existencia de un proceso de "enfermedad holandesa financiera" (Botta, Godin y Missaglia, 2016). En la "enfermedad holandesa" tradicionalmente descrita, la caída del sector manufacturero y el auge de los no transables se atribuyen a la aparición de un producto de exportación primario que aumenta el ingreso de divisas apreciando el tipo de cambio y retrayendo la inversión de los otros sectores. Para el caso de la "enfermedad holandesa financiera", la causa de la entrada de divisas no es la creciente

exportación primaria (como ser el descubrimiento de pozos petroleros, en el ejemplo típico), sino una masiva entrada de capitales, tanto en concepto de inversión extranjera directa (IED) (el caso que enfatizan Botta, Godin y Missaglia (2016) para Colombia) como en concepto de endeudamiento.

Por otra parte, la apertura de la cuenta de capital no se da en un marco aislado de políticas, sino que sucede generalmente en forma contemporánea a toda una serie de medidas tendientes a liberalizar los mercados de bienes y de trabajo, flexibilizando las normas laborales e inclinando el poder de negociación en contra de los sindicatos. Furceri y Loungani (2015) enfatizan justamente la caída que experimenta la participación asalariada ante la liberalización de la cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos. Jayadev (2007) y Charlton (2008) encontraron resultados en igual sentido. Estos factores, en forma aislada o conjunta, se pueden identificar en la experiencia de América Latina, Asia Oriental y Europa, donde casi todos los países vieron descender la participación asalariada en el ingreso, por más que en el caso latinoamericano se haya observado una reducción en la desigualdad personal en la década de 2000 (Abeles, Amarante y Vega, 2014; Bortz, 2016, cap. I; Valdés, 2016).

#### **4. Algunas consideraciones sobre los efectos fiscales**

La apreciación del tipo de cambio y el auge de sectores como el de bienes raíces y el financiero pueden explicar el hecho de que, aun con políticas fiscales procíclicas, no suenen tan fuerte las señales de alarma, ya que el frente fiscal aparenta tener un comportamiento sólido, a juzgar por los indicadores de déficit fiscal y evolución del endeudamiento público (Reinhart y Reinhart, 2009). Si bien se defiende el carácter disciplinante del mercado para adoptar políticas fiscales conservadoras, Tytell y Wei (2004) concluyen que no hay evidencia a favor de la visión de que la apertura financiera ejerce una presión disciplinante sobre los déficits fiscales (pág. 30). Es muy posible, incluso, que esa “falta de disciplina fiscal”, en un contexto de reducción de tasas de interés internacional, explique parcialmente el efecto expansivo de corto plazo observado en episodios de entradas masivas (Ghosh y Qureshi, 2016). Desde otro ángulo, no obstante, los indicadores fiscales no suelen presentar desbalances agudos en esas etapas de auge. En varios países, la deuda pública como porcentaje del PIB permanecía estable, mientras que el déficit fiscal se reducía (el ejemplo clásico de la literatura, para el caso chileno, es Díaz-Alejandro, 1985, pág. 23). Sin embargo, esto era una simple consecuencia del comportamiento del sector privado, que veía un aumento cortoplacista en su consumo e inversión (residencial), lo que generaba mayores niveles de actividad y de recaudación. Después de la crisis financiera de 2008, junto con la entrada de capitales se verificó un aumento en el nivel de reservas externas en muchos países de la región, lo que, combinado con el plano fiscal, crea una falsa sensación de seguridad. En tal sentido, la experiencia

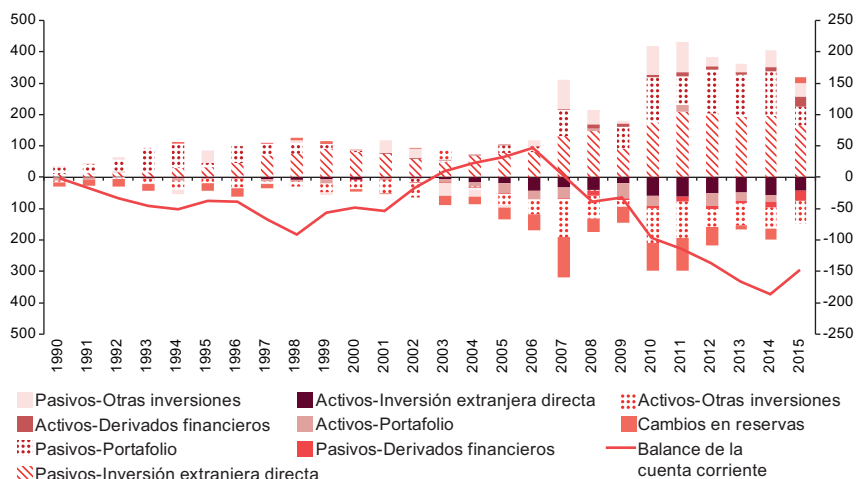


surcoreana es aleccionadora. Aun con equilibrio fiscal y equilibrio en la cuenta corriente, y con elevados niveles de reservas, en 1997 la República de Corea se vio forzada a recurrir a la asistencia financiera del FMI, ya que la fuga de capitales y el quebranto de su sistema privado, tanto financiero como no financiero, evaporaron en cuestión de semanas las reservas externas.

## B. Flujos de capital y endeudamiento externo privado

Akyüz (2014), Dobbs y otros (2015) y FMI (2016) ofrecen una reseña de las principales características de los movimientos de capitales a nivel mundial en las últimas décadas, enfocada en el desempeño de los países emergentes. El Instituto de Finanzas Internacionales (IFI) produce informes trimestrales sobre dichos flujos. Los flujos financieros hacia América Latina replican varios puntos enfatizados por Akyüz (2014). En el gráfico IX.3 se resumen las principales tendencias desde 1990. Para proveer al lector de referencia, las líneas correspondientes al balance de la cuenta de capital y de la cuenta corriente están medidas en el eje secundario, del lado derecho.

**Gráfico IX.3**  
**América Latina: flujos financieros, 1990-2015**  
(En miles de millones de dólares)



**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOP/IIP) [base de datos en línea] <http://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&ss=1484149488741>.

Como se puede apreciar en el gráfico IX.3, hubo una notoria amplitud en la magnitud y volatilidad de los movimientos correspondientes a los conceptos de la cuenta de capital y financiera, que aumentaron muy por encima del crecimiento del comercio internacional y de la actividad económica.

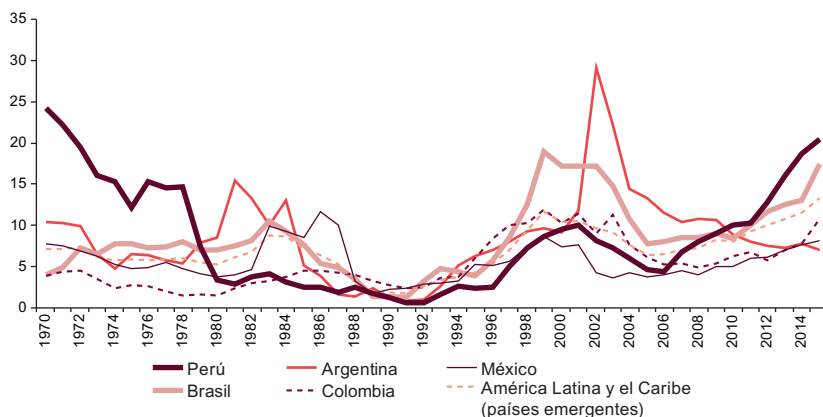
La volatilidad también se expresa en que mientras que en 2015 hubo una reducción en el ritmo de entrada de capitales (FMI, 2016, pág. 68), los ingresos retomaron el ritmo alcista en 2016 (IFI, 2016). Los movimientos de capitales, además de estar explicados parcialmente por el movimiento en el precio de los productos básicos (en particular para el caso de las inversiones extranjeras directas), parecen seguir las percepciones globales de riesgo y las expectativas respecto de la política monetaria estadounidense. Resulta igualmente notorio que la acumulación de reservas se dio tanto en contextos de superávit como de déficit en cuenta corriente (tomando a la región como un todo).

Cuando se analiza con una mirada más desagregada, las principales tendencias se pueden resumir en los siguientes puntos:

- Deuda pública externa: la deuda pública externa se redujo como porcentaje del PIB. Asimismo, aumentó la proporción de la deuda pública denominada en moneda nacional, aunque sujeta a jurisdicción internacional. Por otra parte, hay una gran proporción de deuda pública total en manos de residentes extranjeros, con una creciente participación de inversionistas privados (Arslanalp y Tsuda, 2014; Ebeke y Lu, 2014).
- Deuda externa privada: la deuda externa privada aumentó en los últimos años como porcentaje del PIB en la mayoría de los países de la región. En el gráfico IX.4 se observan claramente las olas de endeudamiento identificadas por Palma (2001) a fines de los años setenta y principios de los ochenta y a mediados de la década de 1990. Salvo en el Perú, la deuda externa privada se encuentra por debajo de los máximos alcanzados en esos años en términos del PIB, e incluso cuando se la compara con el endeudamiento público, se vislumbra una tendencia alcista para la región a partir de 2007, aun en un contexto de fuerte crecimiento del PIB.

También se registra un aumento de la exposición cambiaria, ya que gran parte de estos pasivos externos se encuentran denominados en moneda extranjera (FMI, 2015, pág. 90; Chui, Kuruc y Turner, 2016). Ha habido un incremento en la emisión de deuda externa por parte del sector privado no financiero, aunque el endeudamiento bancario transfronterizo sigue siendo preponderante (Chui, Fender y Sushko, 2014), con un gran aumento de préstamos por parte de subsidiarias de empresas de países emergentes establecidas en paraísos fiscales (Avdjiev, Chui y Shin, 2014). Dichas subsidiarias también incrementaron su propia emisión de deuda en mercados internacionales (Butzen, Deroose e Ide, 2014). Para el caso brasileño, Tarashev, Avdjiev y Cohen (2016, pág. 7) calculan que alrededor del 53% de la deuda externa de las empresas del país fue emitida por sus afiliadas. Cabe resaltar que esas emisiones no están reflejadas en el gráfico IX.4, ya que no se registran en virtud del criterio de residencia (Chui, Kuruc y Turner, 2016).

**Gráfico IX.4**  
**América Latina y el Caribe y países seleccionados: deuda externa privada, 1975-2013**  
 (En porcentajes del PIB)



**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de Banco Mundial, Indicadores del desarrollo mundial [base de datos en línea] <http://databank.bancomundial.org/data/reports.aspx?source=Indicadores%20del%20desarrollo%20mundial>.

El principal aumento se ha dado en los sectores vinculados a la explotación petrolífera y a la construcción (FMI, 2015, pág. 90). Rodrigues, Kamil y Sutton (2015) y Bruno y Shin (2015) encuentran, sin embargo, que ese mayor endeudamiento no redundó en niveles más elevados de inversión productiva. Los ingresos provenientes de la emisión de bonos en mercados internacionales se utilizaron sobre todo para renovar vencimientos (con mejores condiciones de madurez e intereses) y para aumentar las tenencias de activos líquidos (Bruno y Shin, 2015).

Los indicadores del Brasil reflejan casi en su totalidad los patrones mencionados anteriormente<sup>5</sup>. Kaltenbrunner y Paineira (2015) describen el aumento en la presencia de bancos extranjeros en los mercados de moneda nacional, en activos de corto plazo, financiados con endeudamiento externo. Un cuidadoso estudio cronológico también refleja la predominante influencia de las condiciones financieras de los países centrales como determinante de los flujos financieros hacia ese país (pág. 1286), así como la correlación en los movimientos de tipo de cambio y otros indicadores con los observados en países con condiciones distintas, como la República de Corea, Sudáfrica y Turquía.

Asimismo, hubo una mayor presencia de bancos extranjeros en activos denominados en moneda local, como ser bonos del gobierno. Sin embargo, estas posiciones fueron financiadas con endeudamiento en moneda extranjera.

<sup>5</sup> Véase el capítulo I, sobre las nuevas manifestaciones de vulnerabilidad externa en los países emergentes.

También se verifica un mayor endeudamiento del sector privado con el exterior, como se observa en el gráfico IX.4. Por último, cabe preguntarse cuáles son las consecuencias de este proceso.

## **C. El papel y el espacio de las políticas públicas**

Los flujos de capitales a la región (y a otros países emergentes) se encuentran determinados principalmente por factores externos. En general, provocan graves daños a la estructura productiva y financiera de un país, así como a las condiciones distributivas, mientras que no se observan beneficios sustanciales asociados a su entrada (Rey, 2013). ¿Cuál es el margen o espacio de política con que cuentan los gobiernos de la región, entendiendo como tal la libertad y habilidad de los gobiernos para identificar y adoptar la combinación de políticas económicas y sociales más apropiada para lograr un desarrollo sostenible y equitativo dentro de sus propios contextos nacionales, pero como parte de una economía mundial dependiente? (UNCTAD, 2014).

Para responder a esta pregunta abordaremos cuatro instrumentos comúnmente mencionados en la literatura y utilizados, en mayor o menor medida, por distintos gobiernos.

### **1. Deuda externa en moneda nacional o extranjera**

Como ya se mencionó, uno de los principales cambios que se han observado en las últimas décadas en cuanto a los patrones de endeudamiento externo se refiere a la moneda de denominación de dichas deudas. Dentro de la deuda pública externa, el endeudamiento en moneda nacional ha incrementado su ponderación en el total, aminorando el llamado “pecado original” (Eichengreen, Hausmann y Panizza, 2003). Este se refiere a la incapacidad de los gobiernos (y del sector privado) para obtener financiamiento externo denominado en moneda nacional.

Existen diversas corrientes —entre las que se destaca la asociada con la teoría monetaria moderna (Wray, 2012)— que sostienen que un gobierno que emite deuda en su propia moneda no corre riesgos de incumplir los compromisos financieros asumidos. Ya no existiría el “problema de la transferencia” de Keynes (1983), que se refería a la incapacidad de un país de afrontar una deuda, no por carecer del ahorro suficiente para hacerlo, sino por no disponer de la moneda internacionalmente aceptada para cancelar dicha deuda. Con obligaciones denominadas en moneda nacional, si el mercado no acepta adquirir los bonos del Estado, el banco central cumple esa función a fin de mantener la tasa de interés en su objetivo. Los sucesos vinculados a la crisis de la zona del euro y la notoria dificultad de muchos países miembros para financiar sus desbalances fiscales son otra fuente de apoyo para esta visión. Los efectos sobre la tasa de retorno de muchos bonos soberanos a

partir del mero anuncio del programa “Outright Monetary Transaction” del Banco Central Europeo (BCE) no han hecho más que reforzar esta postura, ya que este fue entendido como la enunciación de la voluntad del banco central de asegurar la capacidad de financiamiento de los gobiernos.

Este autor no tiene la mínima intención de contradecir tal argumento, pero sí encuentra matices que atenúan la generalidad de sus conclusiones. Un matiz se refiere a la llamada “dolarización latente”. En épocas de inestabilidad o desconfianza en los mercados financieros, los inversionistas internacionales y los inversionistas nacionales más sofisticados desarman sus posiciones en los países emergentes y fugan sus capitales a “puertos seguros”, invirtiendo en monedas internacionales. En el caso de la región, el lugar de destino suele ser los Estados Unidos y la moneda de refugio es el dólar. El punto clave es que las posiciones de estos inversionistas no residentes en países emergentes están fondeadas con endeudamiento en los mercados internacionales. En tales circunstancias, los inversionistas abandonan los activos locales y demandan moneda extranjera para repagar sus obligaciones (Kaltenbrunner y Bortz, 2017). El mismo argumento vale para el endeudamiento externo privado en que incurren las afiliadas de empresas nacionales. Si el banco central no provee las divisas requeridas, lo que se observa es una abrupta volatilidad en el tipo de cambio. Dependiendo del vencimiento de los bonos o papeles de deuda, si están denominados en moneda extranjera, la depreciación de la moneda nacional implicará una mayor carga para el erario público, mientras que si están denominados en moneda nacional, serán los inversionistas los que afronten la pérdida de capital (Bortz, 2014)<sup>6</sup>. No obstante, aun cuando haya aumentado la proporción de deuda soberana denominada en moneda nacional, muchos países siguen teniendo significativas obligaciones en moneda extranjera, a lo que se agrega el peso de la deuda externa privada. Las abruptas depreciaciones pueden tener un gran impacto no solo sobre los salarios reales, sino también sobre los balances de las empresas, muchas de las cuales incluso son exportadoras (Mántey, 2013; Köhler, 2016). En este caso, los efectos positivos de la devaluación sobre la competitividad-precio pueden verse anulados. En resumen, si bien tener más deuda denominada en moneda nacional resulta beneficioso, no implica que un país se vea librado de la posibilidad de enfrentar intensos choques de liquidez en moneda extranjera, con eventuales repercusiones sobre la capacidad de refinanciamiento de la deuda soberana y la estabilidad financiera del sector privado.

En tal sentido, sigue vigente la necesidad de contar con instrumentos para lidiar con esos episodios de iliquidez internacional. Hay dos variables tradicionales para tal fin: la acumulación de reservas internacionales y el aumento de la tasa de interés, o, mejor dicho, del diferencial de tasas de interés.

---

<sup>6</sup> Salvo que posean cobertura provista por el Gobierno o el banco central, como sucede en varios países latinoamericanos.

## 2. Acumulación de reservas: ¿problema o solución?

La acumulación de reservas es un instrumento de reaseguro contra los efectos nocivos de fugas repentinas de capital, que se empezó a utilizar de manera generalizada en países en desarrollo tras la crisis asiática. Esta crisis afectó a algunos países que ya tenían niveles “saludables” de reservas (como la República de Corea), pero que se redujeron en muy poco tiempo en virtud de la magnitud de la huida de capitales foráneos, por lo que se vieron forzados a solicitar financiamiento al FMI. Los motivos varían según los distintos países y contextos, como analizan Ghosh, Ostry y Tsangarides (2012).

Sin embargo, autores como Patnaik (2007) y Bibow (2008 y 2011) plantearon diversos cuestionamientos a esta política, particularmente para los casos en que dicha acumulación se da en un contexto de déficit en cuenta corriente. Si el incremento bruto de pasivos externos ocurre en un contexto de déficit en cuenta corriente, significa que el ingreso de moneda extranjera es más que suficiente para financiar el desahorro externo, por lo cual el banco central puede optar por adquirir esas divisas “sobrantes” en el mercado si es que desea evitar la apreciación de la moneda, o simplemente aumentar su “reaseguro” frente a eventuales salidas. Sin embargo, esas reservas generan un rendimiento sustancialmente inferior para el banco central en relación con el retorno de los pasivos externos. Por otra parte, al comprar divisas con moneda nacional, el banco central usualmente opta por esterilizar esas compras si es que cuenta con un objetivo de tasas de interés por cumplir<sup>7</sup>. En ese contexto, sus propios pasivos pueden llegar a rendir más que las reservas. De continuar esa dinámica, se puede llegar a una situación explosiva en la que se aumenten exponencialmente los giros al exterior en concepto de rentas financieras. Bibow (2008 y 2011) recomienda, en tal sentido, evitar acumular reservas y proceder con una política de controles de capital.

No resulta claro en esta postura, sin embargo, la supuesta contradicción entre acumular reservas externas y establecer controles de capital. La hegemonía del dólar como moneda internacional torna inevitable la necesidad de acumular divisas para hacer frente a eventos imprevistos. Trabajos de diverso origen, como los de Domínguez, Hashimoto e Ito (2012), Catão y Milesi-Ferretti (2013), Bussière y otros (2015), y Krušković y Maričić (2015), muestran que la acumulación de reservas para cada país tiene efectos positivos sobre el crecimiento del producto, ya que permite a las economías proveer liquidez en momentos de retracción del crédito internacional, entre otros efectos positivos. La abundancia de reservas es particularmente relevante en contextos de importantes vencimientos externos de corto plazo. En tal sentido, es ilustrativa la experiencia de los Estados Unidos en los últimos años del sistema de Bretton Woods, si bien el contexto internacional era diferente.

<sup>7</sup> También puede suceder que los bancos que venden esas divisas al banco central opten por cancelar el financiamiento previamente otorgado por la autoridad monetaria.

La posición internacional estadounidense al momento era relativamente equilibrada, pero la madurez de sus inversiones era bastante más prolongada que la madurez de sus pasivos, cuya contraparte eran principalmente las reservas externas acumuladas por países europeos. La IED era el activo preponderante, mientras que los pasivos eran principalmente de corto plazo. La acumulación de reservas permite calzar la madurez de activos y pasivos en tales contextos.

Asimismo, el trabajo de Bussière y otros (2015) resulta particularmente interesante ya que muestra que los efectos positivos de una política de acumulación de reservas se potencian en contextos de controles de capital, apuntando a una complementariedad (en vez de a una sustituibilidad) entre estas dos políticas. Si los controles de capital resultan efectivos en cuanto a provocar aunque sea una reducción de los ingresos, se puede contener la dinámica explosiva originada por el diferencial de rendimientos de pasivos y activos externos.

### **3. ¿Qué función cumplen los controles de capital?**

La magnitud de los flujos de capital descrita en la sección A plantea serias inquietudes sobre las capacidades de los países para impedir su ingreso. La cuestión no se refiere solo a la ingente cantidad de capitales que entran, sino a la propia capacidad del sistema financiero para generar canales que posibilitan dicha entrada y eventuales nuevos canales para fugar capitales (innovaciones endógenas al sistema), tal como reflejan las teorías de Minsky, pero que son incluso cada vez más prevalecientes en el criterio académico dominante (Fostel, Geanakoplos y Phelan, 2015).

Asimismo, la literatura empírica sobre la restricción de la balanza de pagos para el crecimiento económico (véase Thirlwall, 2011) muestra que muchos países emergentes tienen elasticidades-ingreso de las exportaciones sustancialmente menores que las de las importaciones, lo que reduce la tasa máxima de crecimiento a largo plazo que se podría alcanzar sin afrontar problemas serios en la balanza de pagos. En tal sentido, la entrada de capitales (y el freno a la salida) puede proveer de las divisas necesarias para financiar procesos de desarrollo. Se plantea entonces la siguiente cuestión: si no pueden frenar la entrada de capitales, que a la vez resultan necesarios para aliviar la posible escasez de divisas, ¿para qué imponer controles?

La respuesta está en que no todos los capitales son similares y que las entradas tienen los efectos antes mencionados. En el capítulo 10 se analiza la motivación, implementación y efectividad en diversas experiencias. En el contexto del presente capítulo, cabe resaltar la utilidad de adoptar medidas de manejo de la cuenta de capital y financiera que afecten la composición y madurez de las inversiones (UNCTAD, 2014, pág. 133), reduciendo los

flujos de portafolio y las inversiones en activos inmobiliarios, servicios y el sector financiero. Baumann y Gallagher (2012), Ahmed y Zlate (2013), y Jara y Olaberría (2013), entre otros, proveen de evidencia empírica sobre los efectos positivos de los controles de capital en tales aspectos. Baumann y Gallagher (2012), en particular, revisan las experiencias del Brasil y Chile, parte del historial latinoamericano en medidas de este tipo que arrojan lecciones importantes sobre el presente. En la sección D se presenta una propuesta novedosa en tal sentido.

Lo primordial es adoptar un enfoque “dinámico” para los controles de capital, como enfatiza Grabel (2012), a fin de ajustar los instrumentos y medidas a los distintos contextos, evaluando la experiencia pasada. Estos aspectos se analizarán más en profundidad en la sección D.

#### 4. La tasa de interés

En virtud de la eventual necesidad de contar con suficientes divisas para diversos objetivos de política y de la posible insuficiencia del comercio exterior como medio para la obtención de dichas divisas, se plantea la necesidad de proveer a los inversionistas externos de suficiente rentabilidad para atraer capitales. El instrumento primordial para ello está vinculado a la política monetaria.

El criterio académico dominante ha desplazado el foco de la política monetaria, de la cantidad de dinero al manejo de la tasa de interés (Woodford, 2003), un argumento postulado desde mucho antes por corrientes heterodoxas (Lavoie, 2014). Aun rechazando la existencia de una tasa “natural” de interés que equilibre el ahorro y la inversión, o de un tipo de cambio de “equilibrio”, Setterfield (2014) afirma que “un anuncio claro de metas de política creíbles puede contribuir, a través de la formación de expectativas, a la construcción social de resultados de equilibrio en una economía monetaria-productiva sin anclas reales o nominales ‘naturales’” (pág. 17). Rochon y Setterfield (2012) analizan distintas reglas para la política monetaria desde una perspectiva heterodoxa, pero sin incluir sustantivamente dilemas en un contexto de economía abierta.

Para poder atraer capitales es necesario ofrecer un rendimiento superior al de la tasa internacional libre de riesgo, ajustado por riesgo. Se pueden contemplar dos tipos de riesgos, en una formulación simple:

$$i_d = i_i + \Delta e^e + \rho$$

Donde  $i_d$  es la tasa de interés nacional,  $i_i$  es la tasa internacional libre de riesgo,  $\Delta e^e$  se refiere a la expectativa de depreciación del tipo de cambio y  $\rho$  es una prima de riesgo. Este último factor está determinado sobre todo por factores externos englobados dentro del “ciclo financiero global”, de características convencionales, pero sobre las cuales la política económica tiene un cierto margen de acción, como ser la propia acumulación de divisas,



como ya se mencionó<sup>8</sup>. En definitiva, al tratar de disminuir los otros dos factores con un tipo de cambio estable y reducir los riesgos de falta de pago se puede minimizar la diferencia requerida entre las tasas de interés nacional e internacional para atraer divisas en forma de capital financiero, orientadas de acuerdo con criterios nacionales junto con los controles de capital.

Aun en ese caso, no obstante, se podrían cuestionar los efectos recesivos de una mayor tasa de interés sobre la economía nacional. Para evitar tales consecuencias, es imprescindible que el gobierno amplíe la gama de instrumentos de intervención en el mercado crediticio, tanto desde el lado de la oferta como de la demanda. El principio rector debe ser la separación entre la política de tasas de interés, orientada al manejo cambiario/externo, y la política crediticia ampliamente entendida, en donde entran a jugar factores como la segmentación de tasas activas y la orientación consciente e intencionada del crédito, entre otras medidas que se enuncian en la sección D.

## **D. Esquema integrado de políticas**

En la sección C se presentaron diversos elementos para tener en cuenta al momento de armar un esquema integral de manejo de los flujos externos dentro de las condiciones que impone el sistema financiero internacional. En esta sección se presenta un marco para integrar dichos elementos en un esquema integrado y coherente, aunque lógicamente ajustados a la realidad de cada país y al contexto nacional e internacional específico. El principio que guía este marco es la necesidad de utilizar la mayor cantidad de instrumentos, tanto de precios como de cantidades, para lograr los objetivos. Sin embargo, huelga decir que este trabajo no es el primero en sugerir guías de políticas e instrumentos<sup>9</sup>.

A esta altura está claro que la acumulación de reservas no deja de ser un instrumento útil y adecuado para afrontar períodos de iliquidez internacional, sobre todo cuando el refinanciamiento resulta circunstancialmente oneroso. Sin embargo, el impacto negativo que puede llegar a tener el diferencial de rendimientos de activos y pasivos externos no se puede ignorar. A fin de mitigarlo o atenuarlo, es posible adoptar controles de capital que disminuyan la necesidad de adquirir reservas. En este volumen, Bastourre y Zeolla revisan la evidencia internacional y distintas formas de controles. También

---

<sup>8</sup> El impacto de la política económica sobre la prima de riesgo puede ir en uno u otro sentido. La imposición de controles de capital tiene por objeto encarecer la compra y venta de activos nacionales por parte de inversionistas externos y la compra y venta de activos externos por parte de residentes nacionales. Es factible (aunque no inevitable) que la mera imposición de controles tienda a hacer crecer esa prima, al aumentar los costos de transacción, y también al señalar la intención del gobierno, de acuerdo con su reputación y la credibilidad de la política implementada.

<sup>9</sup> Canuto y Ghosh (2013) compilan una serie de artículos enfocados en el mismo problema. Entre los autores se destacan Shin (2013), Claessens y Ghosh (2013), y Claessens, Ghosh y Mihet (2013), los dos últimos más cercanos a las políticas recomendadas por el FMI.

se puede avanzar en medidas que direccionen con más claridad los ingresos, tanto en términos de composición (favoreciendo la inversión productiva y desalentando los flujos de portafolio y especulativos) como de maduración (restringiendo la entrada de capitales de corto plazo).

En tal sentido, y vistas las complicaciones que ocasionan los ingresos desregulados de capitales externos, se podría implementar un impuesto reembolsable al endeudamiento privado externo. Si los fondos obtenidos se aplican a la inversión productiva, el impuesto se reembolsaría. Si, en cambio, se destinan a inversión especulativa (como encontraron Shin y Zhao, 2013; Chung y otros, 2014; Bruno y Shin, 2015; y Caballero, Panizza y Powell, 2015), el monto del impuesto sería retenido por el erario público. Cabría analizar el caso en que el endeudamiento se use para renovar deuda en mejores condiciones, pero con criterios acordes a los objetivos de política (por ejemplo, moneda de denominación de la deuda, endeudamiento intraempresarial, entre otros). Muchas deudas externas contraídas por las empresas suelen ser canales para facilitar una posterior remisión de capitales, una característica común del endeudamiento intraempresarial entre la casa matriz y su subsidiaria en el exterior. El endeudamiento entre empresas relacionadas es un factor importante a tener en cuenta a la hora de diseñar este tipo de políticas.

Para el análisis de la correspondencia entre la moneda de denominación de activos y pasivos es igualmente importante adoptar una visión holística, enfocada no solo en el sector bancario (acreedores), sino también en el sector privado no financiero (deudores). La experiencia argentina durante y después de la “convertibilidad” es aleccionadora tanto en los aspectos negativos como positivos. En los años noventa, los bancos estuvieron “calzados” en cuanto a la moneda de denominación de sus préstamos y depósitos, ambos mayoritariamente en dólares. Sin embargo, tanto el propio régimen cambiario (desprovisto de un prestamista de última instancia en moneda extranjera para hacer frente a una fuga de depósitos) como la fragilidad financiera del sector privado no financiero pusieron al sistema bancario contra las cuerdas. Con posterioridad a la convertibilidad, se impusieron restricciones a los préstamos y depósitos en moneda extranjera: los bancos solo podían prestar en dólares a los prestamistas con ingresos en dicha moneda (exportadores).

La mayoría de los conceptos mencionados se refieren hasta ahora a situaciones caracterizadas por entradas de capitales. Sin embargo, como ya se señaló, durante 2015 se observa una retracción de los flujos internacionales, lo que, combinado con un descenso en el precio de los principales productos de exportación de la región (productos básicos primarios), puede indicar un cambio en el “ciclo financiero”. ¿Qué comportamiento deberían adoptar los gobiernos en este contexto?

Uno de los primeros canales que se suelen secar es el financiamiento bancario. Cetorelli y Goldberg (2010) y Al-Saffar, Ridinger y Whitaker (2013),

entre otros, ponen énfasis en las relaciones bancarias interfronterizas como importantes factores propagadores de la crisis de 2008 desde los países centrales hacia los países emergentes. En el trabajo de Cetorelli y Goldberg (2010) se describen los tres canales de transmisión más comunes: reducción del crédito de bancos extranjeros, de sus entidades afiliadas en países emergentes y de los propios bancos nacionales ante condiciones de fondeo más complicadas. Ribeiro de Mendonça y Deos (2012) y Deos, Rosa y Ruocco (2013) cuentan la reacción del Gobierno brasileño ante un contexto similar, durante la crisis mundial de 2008. Los bancos públicos federales (nacionales), así como el Banco Nacional para el Desarrollo Económico y Social del Brasil (BNDES), incrementaron sus carteras de préstamos para hacer frente a la iliquidez del mercado crediticio que amenazaba con afectar en gran medida al sector privado. La política del Banco Central del Brasil (BCB) fue igualmente expansiva, al facilitar el acceso a la “ventanilla de descuentos” y relajar los requerimientos de reservas. La activa participación del sector público en el mercado crediticio resulta la principal conclusión que uno obtiene de la experiencia brasileña, cuando el crédito externo bancario se seca.

Para esos contextos es que las nuevas normas regulatorias englobadas en los acuerdos de Basilea III permiten a los países exigir mayores cocientes de capitalización a las subsidiarias de bancos extranjeros, justamente para evitar mayores presiones en el mercado cambiario y la descapitalización (y el consiguiente debilitamiento) de esas entidades, que terminan perjudicando el crédito nacional. México es uno de los países que ha aplicado esa prerrogativa. La idea rectora sería tornar más onerosa la remisión de fondos y la eventual salida de capitales desde la entidad subsidiaria (radicada en un país emergente) hacia su casa matriz (en un país desarrollado). El mismo criterio se podría aplicar para casos en los que es la casa matriz la que está endeudada con una afiliada, generalmente radicada en un paraíso extraterritorial, como es el caso de muchos bancos brasileños. La regulación de las relaciones de endeudamiento intraempresarial es un aspecto necesario sobre el cual deberían avanzar las autoridades financieras.

No obstante, el esquema de capitalización ponderando por el riesgo de los activos, pilar de la conceptualización regulatoria de Basilea III, resulta particularmente dañino para los países emergentes. Es un factor que desincentiva el crédito hacia pequeñas y medianas empresas, hacia la innovación y hacia proyectos de inversión de largo plazo, socialmente provechosos, pero que acarrearán riesgos significativos. El impacto es incluso mayor cuando se considera que las principales entidades crediticias de los países latinoamericanos son justamente bancos públicos, que verían limitadas sus capacidades para intervenir en contextos de crisis<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Véase un análisis crítico de Basilea III en Moosa y Burns (2012), Acharya (2013) y UNCTAD (2015, cap. IV).

La orientación del crédito por vías más activas es una de las principales conclusiones que los gobiernos podrían extraer de las respuestas que diversos países implementaron con éxito durante la crisis financiera mundial de 2008. Algunas de esas políticas se continuaron implementando durante un largo lapso. La compra, por parte de los bancos centrales, de activos financieros emitidos por el sector privado fue una de las medidas más difundidas, piedra angular de las políticas monetarias “no convencionales” a las que recientemente adhirió nada menos que el Banco Central Europeo. La Reserva Federal de los Estados Unidos se convirtió en el principal demandante en el mercado de papeles de deuda comercial, en momentos en que se había congelado el crédito para las empresas (Anderson y Gascon, 2009). Este tipo de medidas se consideran más radicales incluso que aquellas instrumentadas por gobiernos desarrollistas en la región durante la etapa de industrialización por sustitución de importaciones.

En esa época, la política financiera y crediticia era mucho más abarcadora que una mera determinación de la tasa de interés activa; involucraba factores cuantitativos y cualitativos, no limitados a mecanismos de precios. Sin obviar el control democrático y efectivo para evitar prácticas ilícitas, el patrocinio de ciertos sectores estratégicos es una vía para fortalecer el crecimiento de la productividad, evitando los efectos nocivos del endeudamiento privado desregulado.

## Bibliografía

- Abeles, M., V. Amarante y D. Vega (2014), “Participación del ingreso laboral en el ingreso total en América Latina, 1990-2010”, *Revista de la CEPAL*, N° 114 (LC/G.2629-P), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), diciembre.
- Acharya, V. (2013), “Adapting micro prudential regulation for emerging markets”, *Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets*, O. Canuto y S. Ghosh (eds.), Washington, D.C., Banco Mundial, octubre.
- Ahmed, S. y A. Zlate (2013), “Capital flows to emerging market economies: a brave new world?”, *International Finance Discussion Papers*, N° 1081, Washington, D.C., Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, junio.
- Aizenman, J. (2004), “Financial opening: evidence and policy options”, *Challenges to Globalization: Analyzing the Economics*, R. Baldwin y A. Winters (eds.), Chicago, University of Chicago Press, febrero.
- Akyüz, Y. (2014), “Internationalization of finance and changing vulnerabilities in emerging and developing economies”, *UNCTAD Discussion Papers*, N° 217, Ginebra, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), noviembre.
- Al-Saffar, Y., W. Ridinger y S. Whitaker (2013), “The role of external balance sheets in the financial crisis”, *Financial Stability Paper*, N° 24, Londres, Banco de Inglaterra, octubre.

- Anderson, R. y C. Gascon (2009), "The commercial paper market, the Fed, and the 2007-2009 financial crisis", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 91, N° 6, St. Louis, Federal Reserve Bank of St. Louis, noviembre-diciembre.
- Aoki, K. y otros (2007), "Capital flows and asset prices", *NBER International Seminar on Macroeconomics*, vol. 4, R. Clarida y F. Giavazzi (eds.), Chicago, Chicago University Press/Oficina Nacional de Investigaciones Económicas.
- Arestis, P. (2006), "Financial liberalization and the relationship between finance and growth", *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, P. Arestis y M. Sawyer (eds.), Cheltenham/Northampton, Edward Elgar Publishing.
- Arslanalp, S. y T. Tsuda (2014), "Tracking global demand for emerging market sovereign debt", *IMF Working Paper*, N° 14/39, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), marzo.
- Avdjiev, S., M. Chui y H.S. Shin (2014), "Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows", *BIS Quarterly Review*, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), diciembre.
- Balakrishnan, R. y otros (2013), "Surging capital flows to emerging Asia: facts, impacts, and responses", *Journal of International Commerce, Economics and Policy*, vol. 4, N° 2, Singapur, World Scientific Publishing, abril.
- Baumann, B. y K. Gallagher (2012), "Navigating capital flows in Brazil and Chile", *Initiative for Policy Dialogue Working Paper Series*, Nueva York, Universidad de Columbia, junio.
- Benigno, G., N. Converse y L. Fornaro (2015), "Large capital inflows, sectoral allocation, and economic performance", *Journal of International Money and Finance*, vol. 55, Amsterdam, Elsevier, julio.
- Bhattarai, S., A. Chatterjee y W.Y. Park (2015), "Effects of US quantitative easing on emerging market economies", *CAMA Working Paper*, N° 47/2015, Canberra, Universidad Nacional Australiana, diciembre.
- Bibow, J. (2011), "Permanent and selective capital account management regimes as an alternative to self-insurance strategies in emerging-market economies", *Working Paper*, N° 683, Annandale-on-Hudson, Levy Economics Institute of Bard College, septiembre.
- (2008), "Insuring against private capital flows: is it worth the premium? What are the alternatives?", *Working Paper*, N° 553, Annandale-on-Hudson, Levy Economics Institute of Bard College, diciembre.
- Bluedorn, J. y otros (2013), "Capital flows are fickle: anytime, anywhere", *IMF Working Paper*, N° 13/183, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), agosto.
- Bortz, P. (2016), *Inequality, Growth and 'Hot Money'*, Cheltenham/Northampton, Edward Elgar Publishing.
- (2014), "Foreign debt, distribution, inflation, and growth in an SFC model", *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, vol. 11, N° 3, Cheltenham/Northampton, Edward Elgar Publishing, diciembre.
- Botta, A., A. Godin y M. Missaglia (2016), "Finance, foreign (direct) investment and Dutch disease: the case of Colombia", *Economía Política*, vol. 33, N° 2, Berlín, Springer, agosto.
- Bruno, V. y H.S. Shin (2015), "Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis", *BIS Working Papers*, N° 510, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), agosto.
- Bussière, M. y otros (2015), "For a few dollars more: reserves and growth in times of crises", *Document de Travail*, N° 550, París, Banco de Francia, abril.

- Butzen, P., M. Deroose y S. Ide (2014), "Global imbalances and gross capital flows", *Economic Review: September 2014*, Bruselas, Banco Nacional de Bélgica, septiembre.
- Caballero, J. (2016), "Do surges in international capital inflows influence the likelihood of banking crises?", *The Economic Journal*, vol. 126, N° 591, St. Andrews, Royal Economic Society, marzo.
- Caballero, J., U. Panizza y A. Powell (2015), "The second wave of global liquidity: why are firms acting like financial intermediaries?", *CEPR Discussion Paper*, N° 10926, Londres, Centro de investigación sobre políticas económicas, noviembre.
- Calderón, C. y M. Kubota (2012), "Gross inflows gone wild: gross capital inflows, credit booms and crises", *Policy Research Working Paper*, N° 6270, Washington, D.C., Banco Mundial, noviembre.
- Canuto, O. y S. Ghosh (eds.) (2013), *Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets*, Washington, D.C., Banco Mundial, octubre.
- Catão, L. y G. Milesi-Ferretti (2013), "External liabilities and crises", *IMF Working Paper*, N° 13/113, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), mayo.
- Cetorelli, N. y L. Goldberg (2010), "Global banks and international shock transmission: evidence from the crisis", *Staff Report*, N° 446, Nueva York, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, mayo.
- Charlton, A. (2008), "Capital market liberalization and poverty", *Capital Market Liberalization and Development*, J. Ocampo y J. Stiglitz (eds.), Oxford, Oxford University Press, enero.
- Chow, J. (2015), "Stress testing corporate balance sheets in emerging economies", *IMF Working Paper*, N° 15/216, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), septiembre.
- Chui, M., I. Fender y V. Sushko (2014), "Risks related to EME corporate balance sheets: the role of leverage and currency mismatch", *BIS Quarterly Review*, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), septiembre.
- Chui, M., E. Kuruc y P. Turner (2016), "A new dimension to currency mismatches in the emerging markets: non-financial companies", *BIS Working Papers*, N° 550, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), marzo.
- Chung, K. y otros (2014), "Global liquidity through the lens of monetary aggregates", *IMF Working Paper*, N° 14/9, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), enero.
- Cimoli, M., J. Ocampo y G. Porcile (2016), "Financial cycles and the macroeconomic dynamics of developing economies", *Working Paper*, N° 29/2016, ISIGrowth Project, agosto.
- Claessens, S. y S. Ghosh (2013), "Capital flow volatility and systemic risk in emerging markets: the policy toolkit", *Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets*, O. Canuto y S. Ghosh (eds.), Washington, D.C., Banco Mundial, octubre.
- Claessens, S., S. Ghosh y R. Mihet (2013), "Macro prudential policies to mitigate financial vulnerabilities in emerging markets", *Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets*, O. Canuto y S. Ghosh (eds.), Washington, D.C., Banco Mundial, octubre.
- Crystallin, M. y otros (2015), "How common are capital flows surges? How they are measured matters – a lot", *Open Economies Review*, vol. 26, N° 4, Berlín, Springer, septiembre.

- Demir, F. (2009), "Financial liberalization, private investment and portfolio choice: financialization of real sectors in emerging markets", *Journal of Development Economics*, vol. 88, N° 2, Amsterdam, Elsevier, marzo.
- (2007), "The rise of rentier capitalism and the financialization of real sectors in developing countries", *Review of Radical Political Economy*, vol. 39, N° 3, Thousand Oaks, Sage Publications, septiembre.
- Deos, S., E. Rosa y C. Ruocco (2013), "Federal public banks in Brazil: historical overview and role in the recent crisis", documento presentado en la 17a conferencia anual del Foro de Macroeconomía y Políticas Macroeconómicas, Berlín, Fundación Hans Böckler, 24 a 26 de octubre [en línea] [https://www.boeckler.de/pdf/v\\_2013\\_10\\_24\\_deos\\_ruocco\\_rosa.pdf](https://www.boeckler.de/pdf/v_2013_10_24_deos_ruocco_rosa.pdf).
- Díaz-Alejandro, C. (1985), "Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19, N° 1-2, Amsterdam, Elsevier, septiembre-octubre.
- Dobbs, R. y otros (2015), *Debt and (Not Much) Deleveraging*, Nueva York, McKinsey Global Institute, febrero.
- Domínguez, K., Y. Hashimoto y T. Ito (2012), "International reserves and the global financial crisis", *Journal of International Economics*, vol. 88, N° 2, Amsterdam, Elsevier, noviembre.
- Ebeke, C. y Y. Lu (2014), "Emerging market local currency bond yields and foreign holdings in the post-Lehman period: a fortune or misfortune?", *IMF Working Paper*, N° 14/29, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), febrero.
- Eichengreen, B., R. Hausmann y U. Panizza (2003), "Currency mismatches, debt intolerance and original sin: why they are not the same and why it matters", *NBER Working Paper*, N° 10036, Cambridge, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas, octubre.
- Estrada, G., D. Park y A. Rayamandi (2016), "Taper Tantrum and emerging equity market slumps", *Emerging Markets Finance and Trade*, vol. 52, N° 5, Abingdon, Taylor and Francis.
- Forbes, K. y F. Warnock (2012), "Capital flow waves: surges, stops, flight, and retrenchment", *Journal of International Economics*, vol. 88, N° 2, Amsterdam, Elsevier, noviembre.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2016), *Global Financial Stability Report: Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era*, Washington, D.C., octubre.
- (2015), *Global Financial Stability Report: Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks*, Washington, D.C., abril.
- (2007), *World Economic Outlook. Globalization and Inequality*, Washington, D.C., octubre.
- Fostel, A., J. Geanakoplos y G. Phelan (2015), "Global collateral: how financial innovation drives capital flows and increases financial instability", *Department of Economics Working Papers*, N° 2015-12, Williamstown, Williams College.
- Fry, M. (1980), "Saving, investment, growth and the cost of financial repression", *World Development*, vol. 8, N° 4, Amsterdam, Elsevier, abril.
- Furceri, D., S. Guichard y E. Rusticelli (2012), "Episodes of large capital inflows, banking and currency crises, and sudden stops", *International Finance*, vol. 15, N° 1, Nueva Jersey, Wiley, abril.
- Furceri, D. y P. Loungani (2015), "Capital account liberalization and inequality", *IMF Working Paper*, N° 15/243, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), noviembre.

- Ghosh, A., J. Ostry y C. Tsangarides (2012), "Shifting motives: explaining the buildup in official reserves in emerging markets since the 1980s", *IMF Working Paper*, N° 12/34, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), enero.
- Ghosh, A. y otros (2014), "Surges", *Journal of International Economics*, vol. 92, N° 2, Amsterdam, Elsevier, marzo.
- Ghosh, A. y M. Qureshi (2016), "Capital inflow surges and consequences", *ADB Working Paper*, N° 585, Tokio, Banco Asiático de Desarrollo (BASD), julio.
- Grabel, I. (2012), "Dynamic capital regulations, IMF irrelevance and the crisis", *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development*, K. Gallagher, S. Griffith-Jones y J. Ocampo (eds.), Boston, Universidad de Boston, marzo.
- Haldane, A. (2011), "The big fish small pond problem", ponencia presentada en la Tercera Conferencia Anual del Instituto para el Nuevo Pensamiento Económico (INET), Bretton Woods, 9 de abril.
- IFI (Instituto de Finanzas Internacionales) (2016), *IIF January Global Regulatory Update*, Washington, D.C., enero.
- Jara, A. y E. Olaberría (2013), "Are all capital inflows associated with booms in house prices? An empirical evaluation", *Documentos de Trabajo*, N° 696, Santiago, Banco Central de Chile, julio.
- Jayadev, A. (2007), "Capital account openness and the labour share of income", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 31, N° 3, Oxford, Oxford University Press, mayo.
- Kaltenbrunner, A. y P. Bortz (2017), "The international dimension of financialisation in developing and emerging economies", *Development and Change*, Nueva Jersey, Wiley, en prensa.
- Kaltenbrunner, A. y J. Painceira (2015), "Developing countries' changing nature of financial integration and new forms of external vulnerability: the Brazilian experience", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 39, N° 5, Oxford, Oxford University Press, septiembre.
- Keynes, J. (1983), *The Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume XVIII. Activities 1922-1932: The End of Reparations*, E. Johnson y D. Moggridge (eds.), Cambridge, Royal Economic Society / Cambridge University Press.
- Köhler, K. (2016), "Currency devaluations, aggregate demand, and debt dynamics in an economy with foreign currency liabilities", *Working Paper*, N° 78/2016, Berlín, Berlin Institute for International Political Economy (IPE).
- Kose, M., E. Prasad y M. Terrones (2008), "Does openness to international financial flows raise productivity growth?", *NBER Working Paper*, N° 14558, Cambridge, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas, diciembre.
- Krušković, B. y T. Maričić (2015), "Empirical analysis of the impact of foreign exchange reserves to economic growth in emerging economies", *Applied Economics and Finance*, vol. 2, N° 1, Beaverton, Redfame Publishing, febrero.
- Lavoie, M. (2014), *Post-Keynesian Economics. New Foundations*, Cheltenham / Northampton, Edward Elgar Publishing.
- Mántey, G. (2013), "¿Conviene flexibilizar el tipo de cambio para mejorar la competitividad?", *Problemas del Desarrollo*, vol. 44, N° 175, Ciudad de México, Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), octubre-diciembre.
- McKinnon, R. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C., Brookings Institution Press, marzo.



- Molnar, M., Y. Tatenó y A. Supornsinchai (2013), "Capital flows in Asia-Pacific: controls, bonanzas and sudden stops", *OECD Development Centre Working Paper*, N° 320, París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), septiembre.
- Moosa, I. y K. Burns (2012), "Basel III as a regulatory response to the global financial crisis", *International Journal of Applied Business and Economic Research*, vol. 10, N° 1, Nueva Delhi, Serials Publications, junio.
- Palma, G. (2001), "Three-and-a-half cycles of 'mania, panic, and (asymmetric) crash': East Asia and Latin America compared", *Financial Liberalization and the Asian Crisis*, H.J. Chang, G. Palma y D. Whittaker (eds.), Basingstoke, Palgrave Macmillan.
- Patnaik, P. (2007), "Financial crises, reserve accumulation and capital flows", *Economic and Political Weekly*, vol. 42, N° 50, Mumbai, 15 de diciembre.
- Powell, A. y P. Tavella (2015), "Capital inflow surges in emerging economies: how worried should Latin America and the Caribbean be?", *Economía*, vol. 15, N° 2, Washington, D.C., Asociación de Economía de América Latina y el Caribe (ADEALC)/Brookings Institution Press, abril.
- Prasad, E. y otros (2003), "Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence", *IMF Occasional Paper*, N° 220, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), septiembre.
- Reinhart, C. y V. Reinhart (2009), "Capital flow bonanzas: an encompassing view of the past and present", *NBER International Seminar on Macroeconomics 2008*, J. Frankel y C. Pissarides (eds.), Chicago, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER)/University of Chicago Press.
- Rey, H. (2013), "Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence", documento presentado en el Simposio económico anual del Banco de la Reserva Federal de Kansas City, Jackson Hole, 21 a 23 de agosto.
- Ribeiro de Mendonça, A. y S. Deos (2012), "Facing the crisis: Brazilian central bank and public banking system as Minskyan "Big Banks", documento presentado en la Tercera Conferencia Anual de la Iniciativa Internacional para la Promoción de la Economía Política (IIPPE), París, 5 a 8 de julio.
- Rochon, L. P. y M. Setterfield (2012), "A Kaleckian model of growth and distribution with conflict-inflation and Post Keynesian nominal interest rate rules", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 34, N° 3, Abingdon, Taylor and Francis Group.
- Rodrigues, F., H. Kamil y B. Sutton (2015), "Corporate financing trends and balance sheet risks in Latin America: taking stock of "The Bon(d)anza"", *IMF Working Paper*, N° 15/10, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), enero.
- Setterfield, M. (2014), "El uso de las tasas de interés como instrumento de política monetaria: efectos reales, feedbacks positivos y discontinuidades", *Ensayos Económicos*, vol. 70, Buenos Aires, Banco Central de la República Argentina (BCRA), junio.
- Shin, H. S. (2013), "Adapting macro prudential approaches to emerging and developing economies", *Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets*, O. Canuto y S. Ghosh (eds.), Washington, D.C., Banco Mundial, octubre.
- Shin, H. S. y L. Zhao (2013), "Firms as surrogate intermediaries: evidence from emerging economies", documento preparado para el Banco Asiático de Desarrollo (BASD), diciembre, [en línea] <https://pdfs.semanticscholar.org/8500/98f332a5bab01f0f3c46f00589ee44a7bf5a.pdf>.
- Sula, O. (2010), "Surges and sudden stops of capital flows to emerging markets", *Open Economies Review*, vol. 21, N° 4, Berlín, Springer, septiembre.

- \_\_\_\_\_(2006), "The behavior of international capital flows to emerging markets", tesis de doctorado, Claremont, Claremont Graduate University.
- Tarashev, N., S. Avdjiev y B. Cohen (2016), "International capital flows and financial vulnerabilities in emerging market economies: analysis and data gaps", documento preparado para el Grupo de los 20, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), agosto [en línea] <http://www.bis.org/publ/othp25.pdf>.
- Thirlwall, A. (2011), "Balance of payments constrained growth models: history and overview", *PSL Quarterly Review*, vol. 64, N° 259, Roma, Economia civile.
- Tytell, I. y S. J. Wei (2004), "Does financial globalization induce better macroeconomic policies?", *IMF Working Paper*, N° 04/84, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), mayo.
- UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) (2015), *Informe sobre el comercio y el desarrollo*, 2015, Ginebra.
- \_\_\_\_\_(2014), *Informe sobre el comercio y el desarrollo*, 2014, Ginebra.
- Valdes, M. (2016), *Reducing Inequality in Latin America: The Role of Tax Policy*, Londres, Routledge, septiembre.
- Woodford, M. (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton, Princeton University Press.
- Wray, L. (2012), *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*, Nueva York, Palgrave Macmillan.

## Anexo IX.A1

Cuadro IX.A1.1

Lista de episodios de entradas masivas de capitales consideradas en el gráfico IX.2

País	Años
Argentina	De 1991 a 1999
Brasil	De 1992 a 1998
Bulgaria	De 2002 a 2008
Chile	De 1976 a 1981
Chile	De 1992 a 1997
China	De 1993 a 1996
Colombia	De 1992 a 1997
Costa Rica	De 2005 a 2008
Filipinas	De 1988 a 1997
Hungría	De 2002 a 2006
India	De 2003 a 2007
Indonesia	De 1990 a 1996
Malasia	De 1989 a 1993
Marruecos	De 1989 a 1993
México	De 1989 a 1993
Perú	De 1991 a 1997
Polonia	De 2003 a 2005
República de Corea	De 1994 a 1996
República de Corea	De 2003 a 2007
Sudáfrica	De 2004 a 2009
Tailandia	De 1988 a 1996
Turquía	De 2002 a 2006
Venezuela (República Bolivariana de)	De 1990 a 1993



## Capítulo X

# **Regulación de la cuenta de capital en un mundo financieramente complejo: la experiencia reciente de América Latina**

*Diego Bastourre  
Nicolás Hernán Zeolla*

### **Introducción**

Luego de la crisis financiera internacional de 2008-2009 se reavivó el debate sobre algunos puntos del enfoque convencional relativo al funcionamiento de los mercados de capitales. Esto dio lugar a una abundante literatura que promovió la discusión acerca de los beneficios y los costos de la apertura financiera, en particular en los países en desarrollo. Según la forma en que se sopesan dichos beneficios y costos, surgen distintas repercusiones en materia de políticas públicas sobre la necesidad (o no) de regular los movimientos de capitales transfronterizos y las modalidades concretas que esa regulación debería adoptar.

La preocupación tradicionalmente expresada en la literatura se refería al vínculo entre la apertura financiera y el crecimiento económico, sobre todo en los países emergentes. La evidencia empírica sobre este punto indica una asociación endeble o incluso negativa entre esas variables. Más recientemente, la literatura sobre el tema se ha centrado en los efectos de la apertura financiera en la gestión de variables macroeconómicas de corto y mediano plazo (tasas de interés, agregados cuantitativos, tipo de cambio nominal y

real, rendimiento de activos financieros, entre otras), en la independencia de la política monetaria, en la dinámica del tipo de cambio en momentos de entrada masiva de capitales y en la excesiva volatilidad causada por la desregulación de los flujos de capital y los fenómenos de interrupción súbita (*sudden stop*) de los flujos de financiamiento, que en sus versiones extremas derivan en episodios de crisis cambiarias, bancarias o de deuda. A diferencia del debate tradicional, esta renovada agenda académica ha tenido mayor influencia en los ámbitos de discusión de las políticas económicas, sobre todo luego de la crisis financiera mundial de 2008-2009, y ha incidido en las agendas de los organismos internacionales (el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco de Pagos Internacionales (BIP), el Consejo de Estabilidad Financiera (CEF), el Grupo de los 20 (G20)), los bancos centrales y otros actores nacionales y supranacionales vinculados con la implementación de políticas monetarias y financieras.

En el presente capítulo se procura analizar la efectividad de las políticas de regulación de la cuenta de capital instrumentadas en la última década en América Latina, que en general obedecieron al ingreso masivo de flujos de capitales hacia la región. El capítulo se divide en cuatro secciones, incluida esta introducción. En la segunda sección se revisa la literatura sobre la regulación de los flujos de capital, haciendo hincapié en los aportes recientes sobre la eficiencia de los controles y la gestión de riesgos macroeconómicos, con especial interés en los efectos en el tipo de cambio. En la tercera sección se analizan la evolución de los flujos transfronterizos de capital y las transformaciones en la regulación de esos flujos en América Latina en la última década, considerando nueva evidencia con respecto a la efectividad de los controles para mediar sobre las presiones a la apreciación del tipo de cambio nominal. En la cuarta y última sección se presentan las conclusiones del trabajo.

## **A. Integración financiera y desregulación de los flujos de capital**

### **1. La literatura tradicional: integración financiera y crecimiento**

A comienzos de la década de 1970, junto con una serie de transformaciones del régimen de producción a escala mundial, desde los países centrales comenzó a favorecerse la desregulación de los flujos de capital. Al mismo tiempo, en la gestión macroeconómica cobró fuerza la idea de que, a pesar de las altas tasas de crecimiento que desde una perspectiva histórica se alcanzaron durante la etapa de Bretton Woods, la “represión financiera” era un obstáculo insoslayable para obtener un mayor dinamismo.

En términos conceptuales, la idea básica de los esquemas de liberalización financiera es que existe un beneficio directo sobre la tasa de crecimiento de la economía vinculado con la mayor disponibilidad de ahorro (recursos reales) mediante el ingreso de flujos de capital internacionales (McKinnon, 1973; Shaw, 1973). Además, existen otros canales directos que influyen positivamente en el crecimiento. En primer lugar, la liberalización del mecanismo de precios asociada a la mayor desregulación supondría la orientación de los recursos hacia usos más productivos, que contribuirían con el proceso de acumulación factorial y al incremento de la productividad total de dichos factores, elemento central de la teoría del crecimiento neoclásica. En segundo lugar, se destacan los beneficios de la transferencia tecnológica asociados a la inversión extranjera directa (IED) dentro del país, que aporta recursos técnicos y conocimientos que de otro modo no estarían presentes en la cadena productiva nacional. En tercer lugar, el mayor desarrollo de los mercados financieros influiría directamente en el bienestar de las familias, al permitirles suavizar las trayectorias de consumo en el tiempo (Hall, 1988; Fischer, 1998; Summers, 2000).

Sin embargo, la evidencia empírica no permite explicar los canales directos postulados en la teoría (Rodrik, 1998; Eichengreen, 2001). Al considerar controles estándar de las regresiones del crecimiento (producto interno bruto (PIB) per cápita, inversión, nivel educativo, calidad institucional, entre otros), la evidencia empírica indica que el coeficiente de mayor integración financiera es poco significativo (en caso de tener el signo correcto) para explicar el crecimiento en los países en desarrollo (Henry, 2007).

A pesar de esto, y sobre todo a partir de cierta evidencia empírica a corto plazo y para los nuevos países industriales que informaba de casos exitosos de apertura financiera y crecimiento, comenzó a ganar terreno la posición sobre efectos “colaterales” que vincularían ambas esferas. Surgió entonces una nueva línea dentro de la literatura que considera la posibilidad de existencia de “beneficios indirectos” de la integración financiera (Kose y otros, 2006). Estos beneficios indirectos se relacionan con aspectos adicionales a la acumulación de capital, como la expansión del mercado financiero interno para facilitar el crédito, la mejora de las instituciones y la gobernanza y disciplina macroeconómica que ejercen los mercados sobre los gobiernos nacionales (Prasad, Rajan y Subramanian, 2007).

En esta línea, algunos autores consideran positivo el “efecto disuasorio” que ejerce la mayor integración financiera como mecanismo para imponer la disciplina de las políticas económicas nacionales. Al facilitar las entradas y salidas de capital y los costos de financiamiento externo, sirve para “señalar” más rápidamente la percepción de los mercados sobre el estado de estas en relación con un desajuste de la política respecto de los “fundamentales de la economía”.

En el cuadro X.1 se sintetizan los beneficios directos e indirectos de la integración financiera conforme la visión convencional.

**Cuadro X.1**  
**Beneficios directos e indirectos de la integración financiera**

<b>Beneficios directos</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Financiación de proyectos de inversión de los países en desarrollo más allá de la capacidad limitada del ahorro interno.</li> <li>• Transferencia tecnológica mediante la inversión extranjera directa (IED).</li> <li>• Capacidad de diversificar los riesgos idiosincrásicos nacionales.</li> <li>• Reducción y mitigación de las fluctuaciones del consumo.</li> <li>• Asignación del ahorro mundial a sus usos más productivos.</li> </ul>
<b>Beneficios indirectos</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Agilización de los canales de crédito (producción y consumo).</li> <li>• “Efecto disuasivo de la globalización” (prevención de expansiones fiscales o monetarias excesivas).</li> </ul>

**Fuente:** Elaboración propia.

Sin embargo, la evidencia empírica sobre la existencia de canales indirectos que vinculan la apertura financiera con un mayor crecimiento económico también resulta parcial y poco conclusiva. Según se reconoce en la corriente de pensamiento mayoritaria, esto se debe, entre otras cosas, a la heterogeneidad de la metodología, el muestreo y la extensión temporal empleados en los distintos estudios y al análisis de las tasas de crecimiento a corto plazo en lugar de las tasas de crecimiento potenciales (Magud, Reinhart y Rogoff, 2011). En este sentido, en los trabajos que validan la existencia de canales indirectos entre integración financiera y crecimiento se suele hablar de la existencia de ciertos “umbrales” de calidad institucional, a partir de los cuales la desregulación financiera trae consigo mayores beneficios que perjuicios (Kose, Prasad y Taylor, 2011).

En cualquier caso, y aunque se acepte la visión corriente de la literatura convencional sobre “umbrales” de calidad institucional, aún no se ha resuelto el problema de la causalidad. Es decir, los países en los cuales se validan los beneficios de la integración financiera son países que, justamente, han podido crecer y desarrollarse económica e institucionalmente sin que ello se relacione con procesos de apertura de la cuenta de capital. Por ello, y por otras razones que se analizan a continuación, el abordaje convencional sobre integración financiera y crecimiento no resulta del todo satisfactorio. Esto dio lugar a un conjunto de trabajos críticos sobre la vinculación tradicional entre integración financiera y crecimiento, que se analiza a continuación.

## **2. La literatura crítica tradicional: independencia monetaria, vulnerabilidad externa y ciclos de inestabilidad financiera global**

Al considerar las experiencias históricas, se observa que muchos de los procesos de apertura de la cuenta de capital, lejos de dinamizar el crecimiento y promover el desarrollo, han sido sumamente disruptivos y afectado negativamente la estabilidad macroeconómica. En el caso de América Latina, la apertura temprana a los flujos de capital en la década de 1970 culminó en



la década de 1980 con crisis de la deuda e hiperinflación. Posteriormente, la integración financiera en los nuevos países industriales del sudeste asiático en los años noventa fue el antecedente de la crisis bancaria, financiera y cambiaria que interrumpió una expansión económica de más de 30 años.

Estos episodios dieron lugar a una literatura crítica, cuyo principal mensaje fue advertir sobre los efectos nocivos de la integración financiera temprana (Díaz-Alejandro, 1985; Rodrik, 1998; Stiglitz, 2000). En este sentido, existen diversas razones de gestión macroeconómica, algunas de ellas interconectadas entre sí, tendientes a validar las políticas de administración de los movimientos de la cuenta de capital (véase el cuadro X.2).

**Cuadro X.2**  
**Aspectos positivos de la regulación de capitales**

**¿Por qué regular los flujos de capital?**

- Incrementar la autonomía en el ejercicio de la política monetaria.
- Administrar la evolución del tipo de cambio (evitar apreciaciones excesivas del tipo de cambio real, disminuir la volatilidad de los tipos de cambio nominal y real).
- Dar respuesta a las fallas de información en los mercados financieros.
- Atenuar la prociclicidad de los flujos financieros (desincentivando el ingreso de flujos financieros, cambiando su composición o ambos).
- Disminuir la expansión crediticia y favorecer la estabilidad financiera (apalancamiento excesivo en moneda extranjera).
- Evitar la generación de burbujas en el precio de determinados activos.
- Alentar (o desalentar) inversiones orientadas a determinados sectores económicos.

**Fuente:** Elaboración propia.

En primer lugar, la motivación más usual para regular los movimientos de capitales se relaciona con la independencia de la política económica en general. En este caso, lo que desde la perspectiva convencional constituye un atributo positivo —la capacidad de los mercados financieros de disuadir la aplicación de políticas económicas intervencionistas— equivale, para una mirada crítica, a un “poder de veto” que de hecho ejercen los flujos internacionales sobre ciertas decisiones de política económica, no solo en materia monetaria, cambiaria o fiscal, sino también en materia institucional y regulatoria, entre otras.

En particular, esta motivación se remonta a la conocida trinidad imposible, derivada del análisis de Mundell-Fleming. Según este esquema, en una economía pequeña y abierta, no es posible lograr la integración financiera, fijar el tipo de cambio y determinar la tasa de interés nacional de manera simultánea. Por ello, regular la cuenta de capital permite ganar grados de libertad en la gestión macroeconómica, cuyo objetivo puede ser la determinación de la tasa de interés nacional o la fijación del tipo de cambio para evitar la volatilidad o una apreciación excesiva.

Una segunda motivación se basaría en la existencia de desarreglos institucionales en los mercados de capital, que pueden propiciar crisis económicas. La existencia de fallas de mercado que no permiten a los agentes internalizar el impacto social de su comportamiento de financiación y

endeudamiento genera una percepción errónea en la estructura de riesgos en los mercados (Stiglitz y otros, 2006). De esta manera, una regulación débil favorece el ingreso masivo de capitales especulativos de corto plazo, que financia el endeudamiento público y privado en moneda extranjera. Ante cambios repentinos en el contexto internacional (inversiones repentinas de los flujos de capital, efectos de contagio, corridas cambiarias, entre otros) se acumulan tensiones en los balances generales de los agentes, que amplifican el choque exógeno y provocan crisis cambiarias, bancarias o de deuda, que afectan la economía real (Krugman, 1996; Kaminsky, 2003).

Una tercera motivación se basa en la literatura poskeynesiana sobre los ciclos de fragilidad financiera. De acuerdo con la hipótesis de fragilidad financiera de Minsky, los ciclos financieros se generan de manera endógena y tienen su origen en los períodos de crecimiento y estabilidad (Minsky, 1977). Durante la etapa de expansión económica los activos se valorizan, la percepción general sobre la probabilidad de una crisis disminuye y las empresas adoptan comportamientos más riesgosos, aumentando el apalancamiento. Conforme la actividad económica se expande y los activos se valorizan, el auge económico degenera en una burbuja, en que las empresas asumen posiciones “especulativas” y “extremadamente especulativas” en busca de mayores beneficios (Bellofiore, Halevi y Passarella, 2009). La crisis se desata cuando un cambio en las condiciones financieras (aumento de las tasas de interés, disminución del precio de las acciones, entre otras) hace incompatible el flujo de fondos de la actividad para cierta composición de activos y pasivos en los balances generales de las empresas (Kregel, 1998).

En las economías periféricas, estos ciclos de inestabilidad financiera tienen ciertas particularidades debido a la relevancia del sector externo. Los ciclos de tipo Neftci-Frenkel, al igual que los ciclos minskyanos, se producen a partir de la existencia de no linealidades en las primas de riesgo, que se ven reforzadas por la trayectoria cambiaria (Neftci, 1998; Frenkel, 2003; Frenkel y Rapetti, 2011). En la fase alta del ciclo se combinan la expansión de la demanda interna, el endeudamiento externo y el aumento de los precios de los activos reales y financieros. En la fase descendente se verifican un deterioro vertiginoso de la cuenta corriente, una reducción de las reservas internacionales e incrementos en la tasa de interés local. La propia dinámica de acumulación de fragilidad externa deteriora las expectativas, situación que aumenta las primas de riesgo. Los cambios en las expectativas también pueden provocar frenos repentinos a los flujos de financiamiento externo, que terminan por ocasionar una crisis cambiaria. Si bien estos riesgos se exacerban en presencia de un sistema financiero débil con una estructura de regulación y supervisión poco desarrollada, la clave en esta literatura no radica en la debilidad de la regulación sino en el carácter endógeno del ciclo financiero, dada la existencia de una predisposición de los agentes a tomar mayores riesgos para incrementar sus ganancias en la fase de auge.

Un cuarto motivo para mediar sobre los efectos de la integración financiera se relaciona con razones que afectan negativamente la estructura económica. Esta preocupación es sin dudas un elemento central que se ha de considerar en los países de la región, debido a la fuerte asociación histórica que se ha evidenciado en América Latina y el Caribe entre los flujos de financiamiento externo, las crisis y la poca capacidad para sostener políticas orientadas al cambio estructural. En efecto, en algunos trabajos se destaca la posibilidad de que la entrada de capitales genere un cambio en la estructura de producción, favoreciendo una mayor participación de sectores no transables y transables tradicionales.

En este sentido, uno de los canales perjudiciales más difundidos tiene que ver con la fuerza de apreciación que ejerce el ingreso de capitales sobre el tipo de cambio real, perjudicando la estructura de precios relativos del sector industrial y favoreciendo la rentabilidad en el sector de servicios. Este tipo de “enfermedad holandesa” de origen financiero tiene los mismos efectos perjudiciales en la estructura productiva que la formulación original, pero en lugar de existir un ingreso de flujos comerciales motivado por la aparición de un recurso natural, el choque positivo proviene de una desregulación de la cuenta capital (Rajan y Subramanian, 2011; Botta, 2015).

### **3. La literatura reciente: ¿hacia una nueva regulación de la cuenta de capital?**

En la actualidad se observa un “reverdecir” de las herramientas de administración de la cuenta de capital, sin que esto signifique un giro completo en la arquitectura financiera internacional. En el pasado, las prácticas de regulación de la cuenta de capital se utilizaron ampliamente en los países en desarrollo para hacer frente a diversos desafíos de gestión macroeconómica. Sin embargo, en la actualidad, en la literatura convencional y las prácticas de política económica usualmente aceptadas estas regulaciones se mantuvieron al margen. Luego de la crisis internacional de 2008-2009 algunos aspectos de la visión monocorde sobre los beneficios de la falta de regulación han mostrado mayores matices.

Una de las claves de este cambio en la literatura de la corriente mayoritaria fue el trabajo de Ostry y otros (2010), que motivó un cambio de posición en el FMI sobre la efectividad de las regulaciones de capital, que perdura hasta la actualidad (FMI, 2011; 2015)<sup>1</sup>. Esto llevó a muchos autores a plantear el inicio de esta nueva etapa como el fin del largo debate en la literatura sobre la efectividad de las regulaciones de capital (Ocampo, Spiegel y Stiglitz, 2008). De este modo, la moción de censura que pesaba sobre la política de administración de la cuenta de capital se ha relajado y el debate sobre su efectividad ha cobrado mayor importancia en la agenda internacional.

<sup>1</sup> Si bien se considera que los objetivos que se procura alcanzar con los controles podrían lograrse antes con el conjunto de herramientas convencionales (política de tasas de interés, política cambiaria y fiscal).

En principio, en el marco de las denominadas “medidas de gestión de los flujos de capital”, existen dos tipos de acciones que es conveniente separar, tanto por cuestiones semánticas como conceptuales: los controles y las medidas macroprudenciales<sup>2</sup>. En el cuadro X.3 se enumeran ejemplos de ambos tipos de medidas.

### a) Control de capital frente a medidas macroprudenciales

**Cuadro X.3**  
**Medidas de gestión de flujos de capital**

Controles de capital	
Ingreso de capitales	Salida de capitales
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Requisitos de depósito como reserva sin remuneración (por ejemplo, una proporción de los flujos netos debe permanecer como reserva en el banco central sin remuneración).</li> <li>• Impuestos al ingreso de flujos de capital.</li> <li>• Límites cuantitativos al financiamiento en moneda extranjera para los residentes (por ejemplo, para empresas que tienen ingresos en moneda extranjera).</li> <li>• Límites de “fin-uso”, restricciones al acceso al financiamiento externo solo para ciertas actividades.</li> <li>• Requisito de licencias especiales para la realización de inversión extranjera directa (IED) y otras transacciones financieras.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Restricciones cuantitativas a la compra de activos externos (incluidos los depósitos en moneda extranjera para residentes).</li> <li>• Requisitos de permanencia mínima de los flujos de capital.</li> <li>• Restricciones cuantitativas a la remisión de utilidades.</li> <li>• Impuestos a la compra de activos externos (incluidos los depósitos en moneda extranjera para residentes).</li> </ul>
Medidas macroprudenciales	
Ingreso y salida de capitales	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exigencia de informes y limitaciones en la estructura de amortización de pasivos y activos.</li> <li>• Prohibición de actividades “fuera de balance” y sobre contratos de derivados.</li> <li>• Límites cuantitativos a la propiedad de activos de empresas nacionales.</li> <li>• Límites a las posiciones en divisas de los bancos.</li> <li>• Clasificación de activos y reglas de aprovisionamiento.</li> <li>• Impuestos a transacciones en moneda extranjera.</li> <li>• Requisitos de reservas diferenciales sobre pasivos en moneda local y divisas.</li> <li>• Exigencia de informes y limitaciones en la estructura de amortización de pasivos y activos.</li> <li>• Prohibición de actividades “fuera de balance” y sobre contratos de derivados.</li> <li>• Límites cuantitativos a la propiedad de activos de empresas nacionales.</li> <li>• Límites a las posiciones en divisas de los bancos.</li> <li>• Clasificación de activos y reglas de aprovisionamiento.</li> <li>• Impuestos a transacciones en moneda extranjera.</li> <li>• Requisitos de reservas diferenciales sobre pasivos en moneda local y divisas.</li> </ul>	

**Fuente:** Elaboración propia.

<sup>2</sup> En la literatura existe un consenso total con respecto a la denominación “medidas de gestión de flujos de capital” para caracterizar a los controles de capitales. Así es como el FMI denomina a los tradicionales controles de capitales. Epstein, Grabel y Jomo (2003), por ejemplo, usan el término “técnicas de administración de capitales”, en tanto que Ocampo (2010) utiliza el término “regulaciones de la cuenta de capital”.

Las acciones conocidas como controles se caracterizan por la regulación por principio de residencia y pueden realizarse tanto a la entrada como a la salida. Puede tratarse de restricciones administrativas (declaraciones), requisitos de permanencia mínima (encajes forzosos), impuestos, depósitos sin remuneración o restricciones cuantitativas (fiscales o de la autoridad monetaria). Los controles a la entrada incluyen el encaje forzoso de un porcentaje del fondo ingresado, el pago de impuestos, prohibiciones o licencias especiales para la adquisición de ciertos activos (pasivos de empresas locales) o la IED en ciertas actividades. Los controles a la salida incluyen restricciones cuantitativas o impuestos a la compra de divisas (remisión de utilidades, viajes al exterior u otro fin) y requisitos de permanencia mínima, entre otros.

Por otra parte, las acciones macroprudenciales son regulaciones de los flujos de capital independientemente de la residencia del operador. Estas regulaciones pueden ser administrativas (exigencia de informes o declaraciones), de precio (impuestos) o cuantitativas (prohibiciones). En general, las posiciones reguladas se relacionan con la prevención de riesgos de descalce cambiario, de liquidez o de formación de burbujas debido a la toma masiva de posiciones sobre ciertos activos.

En cuanto al debate en la literatura de la corriente mayoritaria, el primer indicio del “reverdecer” de los controles de capital se produjo hacia finales de los años noventa, luego de las crisis asiáticas. Algunos economistas subrayaron los efectos negativos de la integración financiera, relacionados con el aumento de la inestabilidad macroeconómica, y afirmaron que estos superan ampliamente los beneficios que la libre movilidad de capitales podría tener para los países en desarrollo (Bhagwati, 1998; Rodrik, 1998; Feldstein, 1998). Sin embargo, más allá de estas llamadas de alerta basadas en posiciones modestas y más bien excepcionales, no hubo una transformación del pensamiento convencional y, durante la mayor parte del tiempo, las cuestiones relativas a la regulación de la cuenta de capital continuaron limitadas a debates en la literatura heterodoxa (Gabel, 2016).

El cambio fundamental se produjo después de la crisis financiera internacional de 2008-2009. En el contexto de una dinámica macroeconómica sin precedentes, en los ámbitos de ejercicio de la política económica se registró una proliferación de medidas de gestión de los flujos de capital que resultaron relativamente efectivas en términos de los objetivos planteados. Este giro en la práctica cotidiana de la política económica motivó una agenda de investigación muy intensa, para indagar fundamentalmente en dos aspectos: la efectividad de los controles como medidas de gestión de los flujos de capital y la mejora en la comprensión de los canales de transmisión de la liquidez internacional (en sentido amplio) a las economías emergentes, los llamados efectos indirectos del ciclo financiero global (Clemens y Kamil, 2009; Fratzscher, Lo Duca y Straub, 2013).

Si bien ambos aspectos están bastante vinculados en la literatura, con trabajos que aparecen referenciados en una y otra cuestión, se considera que pueden tratarse por separado a efectos de ordenar y clarificar la discusión.

### **b) La efectividad de los controles: de las bases de datos agregados a la granularidad**

En el debate sobre la efectividad se reconocen dos momentos asociados a cuestiones metodológicas con respecto al nivel de desagregación de las bases de datos que cuantifican la regulación de los flujos de capital<sup>3</sup>. En el caso de la utilización de bases de datos agregados, en la corriente mayoritaria se acepta que los controles son herramientas capaces de alterar la composición de los flujos de capitales. Sin embargo, no existe consenso con respecto a la eficacia de las medidas de gestión de los flujos de capital para administrar la magnitud del ingreso de flujos, determinar la tasa de interés nacional y los niveles del tipo de cambio real (Magud y Reinhart, 2007; Ostry y otros, 2010; FMI, 2011). En el caso particular de la regulación de la cuenta de capital y el tipo de cambio, en varios trabajos se muestra la efectividad de los controles para disminuir la volatilidad cambiaria en los países en desarrollo (Edwards y Rigobon, 2009; Korinek, 2011).

En términos teóricos, puede demostrarse que al imponer una medida regulatoria sobre la compraventa de cualquier activo financiero se desincentiva la concurrencia a ese mercado de los flujos de capitales de corto plazo que buscan obtener una ganancia con la valorización financiera en el mercado local, reduciendo las transacciones y por lo tanto su volatilidad (Kregel, 2009)<sup>4</sup>. También existe evidencia empírica que sugiere que los controles de capital afectan los niveles del tipo de cambio real, en especial al considerar desajustes de la media para indicadores de presión cambiaria (Jeanne, 2012; Edwards y Rigobon, 2009; Akram y Byrne, 2015; De Gregorio, Edwards y Valdes, 2000; Aizenman, Chinn e Ito, 2015). El desacuerdo se refiere a la capacidad de los controles de influir en el nivel del tipo de cambio real más allá de los movimientos de corto plazo (Magud, Reinhart y Rogoff, 2011).

En este sentido, la controversia deriva de un debate más amplio respecto de la posición de equilibrio del tipo de cambio real a largo plazo o la validez de la ley de precio único o paridad de poder adquisitivo (PPA), relativo a la manera de conciliar la evidencia empírica desfavorable y las técnicas econométricas de cuantificación con el modelo teórico estándar (Rogoff, 1996; Sarno y Taylor, 2002). En la teoría heterodoxa, se subraya el desajuste entre la teoría y la evidencia empírica: los desajustes del tipo de cambio real respecto de la PPA pueden ser permanentes, pues no existe

<sup>3</sup> Siempre hablando de la integración financiera de iure, según recopilación de medidas administrativas de regulación de flujos de capital y posiciones en moneda extranjera, entre otras.

<sup>4</sup> Este resultado también puede demostrarse para un modelo intertemporal microfundado convencional. Véase Chen y Chang, 2015.

un nivel fijo que sirva como factor de atracción para el tipo de cambio real a largo plazo y elimine los desequilibrios comerciales (Shaikh, 1999; Harvey, 1996). Por ello, el tipo de cambio real de equilibrio no tiene que ser necesariamente el de PPA, de manera que los precios de los bienes transables y no transables pueden variar en el tiempo (Rapetti, Skott y Razmi, 2012). Además, a corto plazo, el tipo de cambio se asemeja a un activo financiero más, pues se encuentra fuertemente influenciado por las expectativas, los flujos de capitales internacionales, las condiciones de la economía mundial y la política de tasas de interés adoptada por la autoridad monetaria local (Harvey, 2007; Blecker, 2005).

Asimismo, en la literatura sobre efectividad de los controles hay aspectos metodológicos que también son motivo de controversia. Esta gran cantidad de desacuerdos se debe a que algunas áreas de la literatura todavía están en desarrollo. Por una parte, existe un debate acerca del marco regulatorio apropiado y la naturaleza de su transformación, ya que no siempre están claros el objetivo de la política o la finalidad de la regulación. Por otra, la variedad de objetivos perseguidos mediante la regulación impide la definición de una “métrica” para juzgar el éxito o el fracaso de las políticas. En este contexto, una parte de los autores de la literatura empírica considera que al utilizar bases de trabajo “agregadas” (véanse, por ejemplo, los índices de Chinn e Ito, 2008) la capacidad de cuantificar la efectividad de los controles estará limitada. En este caso, al investigar los vínculos entre flujos agregados y controles agregados (como era tradición hasta hace unos años), se podría llegar a conclusiones erróneas en las que se tendería a subestimar la efectividad de las regulaciones.

Entonces, la correcta cuantificación del fenómeno debería basarse en dar mayor granularidad al tipo de análisis, a partir de la utilización de nuevas bases de datos en las cuales se desagregan el tipo de medidas (posición regulada, si es a la entrada o a la salida, distinción entre momento del anuncio y momento de la regulación) y la frecuencia de la información (trimestral o mensual, entre otras) con la finalidad de captar cabalmente la relación entre los objetivos perseguidos y los instrumentos de regulación utilizados. Asimismo, es preciso comprender que la regulación no debe observarse solo de manera estática, porque al considerar la innovación financiera como un fenómeno endógeno, se entiende que los operadores se “adaptan” para eludir los cambios que el sistema introduce justamente para regular (Blanchard, Dell’Ariccia y Mauro, 2013).

Aunque la metodología basada en una mayor granularidad es bastante reciente, algunos trabajos publicados permiten extraer lecciones de gran interés sobre la regulación, sobre todo para los países en desarrollo. Al considerar bases de trabajo desagregadas, existe consenso con respecto a que la regulación afecta la composición de los flujos de capital, al igual que

en la visión tradicional (Ostry y otros, 2012; Ghosh, Qureshi y Sugawara, 2014). Pero, además de ello, al evaluar el tipo de regulación y el objetivo de política aparecen resultados novedosos. Existe evidencia que demuestra que las medidas de regulación de flujos de capital también afectan la magnitud de los fondos. En este caso, la regulación de “la salida de capitales” suele ser más efectiva que los controles “a la entrada de capitales” y su efectividad aumenta con el nivel de desarrollo de la economía (Binici, Hutchison y Schindler, 2010; Ghosh, Qureshi y Sugawara, 2014; FMI, 2015).

Asimismo, también existe evidencia de que las regulaciones macroprudenciales orientadas a mitigar riesgos fueron muy significativas en la reducción de aspectos relacionados con la fragilidad financiera, como el apalancamiento bancario, el crecimiento del crédito bancario y las expectativas de inflación (Forbes, Fratzscher y Straub, 2015). En cuanto al tipo de cambio, la evidencia indica que las medidas de gestión de los flujos de capital son instrumentos eficaces para influir en la apreciación cambiaria. Sobre la base de datos trimestrales relativos a 50 países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y economías en desarrollo en el período 2000-2014 y a partir de una metodología de paneles dinámicos y una base trimestral de flujos de capital netos y controles desagregada según posiciones reguladas, Aizenman y Binici (2015) muestran que las medidas de gestión de flujos de capital son importantes para disminuir la presión cambiaria tendiente a la apreciación.

### **c) Liquidez y ciclo financiero global: externalidades del centro a la periferia**

El segundo punto de discusión reciente sobre la regulación de los flujos de capital se refiere a los canales de transmisión de la liquidez global a la “periferia financiera”, las llamadas economías emergentes. Al comienzo, el debate se concentró en la discusión clásica sobre la validez de la trinidad imposible para las economías abiertas. Según este esquema básico, si la política económica establece un régimen de tipo de cambio flotante es posible mantener la independencia de la política monetaria aún con movilidad perfecta en los flujos de capital. Sin embargo, luego de la crisis internacional surgió nueva evidencia empírica que cuestionó este resultado clásico de la literatura. La existencia de un ciclo financiero global determina que, en la práctica, los países solo enfrenten un dilema entre regular la cuenta de capital y mantener la independencia de la política monetaria, sin que la elección del régimen cambiario sea relevante (Rey, 2013).

Este ciclo financiero global se manifiesta en un mayor comovimiento de los flujos brutos a escala mundial (por regiones y tipos de activos), cuyos determinantes se explican por la política monetaria de los centros financieros mundiales, principalmente los Estados Unidos. De este modo, el surgimiento



del ciclo financiero global genera efectos indirectos o externalidades en las economías periféricas y condiciona un tipo de respuesta de estos países que, de no tomarse medidas para la gestión de esos flujos, aumenta el apalancamiento interno y exagera la prociclicidad del crédito, más allá de la selección del régimen cambiario.

Por ello, uno de los ejes del debate empírico sobre este tema giró en torno a la validez del problema de la trinidad imposible, con miras a devolverle mayor peso a la elección del régimen cambiario. En este caso, algunos autores plantearon que, a raíz de la creciente influencia del ciclo financiero global en la autonomía de la política monetaria, la elección del régimen cambiario continúa siendo igual de significativa que la implementación de medidas de gestión de los flujos de capital (Aizenman, Chinn e Ito, 2015; Obstfeld, 2015; Klein y Shambaugh, 2015). Sin embargo, a partir de una especificación de la autonomía monetaria mediante una regla de Taylor, muestran que mientras la flexibilidad cambiaria no es significativa, los controles de capital sí lo son (Han y Wei, 2016).

En otro conjunto de trabajos se comenzó a indagar sobre los canales relevantes de transmisión del ciclo financiero global, que resultan de especial interés para las agendas de política económica de América Latina y el Caribe. Un interrogante central en esta línea de investigación se relaciona con los determinantes de los movimientos de los flujos de capitales hacia las economías emergentes. Si bien esta literatura es muy abundante e incluso anterior a los debates sobre la preeminencia de los ciclos financieros globales, el estudio de los determinantes de los flujos de capital cobró nuevo impulso luego de la crisis internacional.

En la literatura empírica se muestra la relevancia de los factores externos (de expulsión) —aversión global al riesgo, tasa de interés de referencia y brecha de crecimiento en los países centrales— por sobre los factores internos (de atracción) —riesgo financiero idiosincrásico, crecimiento interno, rendimiento de la inversión, estado de los fundamentales macroeconómicos, entre otros— al momento de explicar los movimientos cíclicos de los flujos de capital (Koepke, 2015). Esto se manifiesta en un creciente comovimiento entre los flujos brutos de entrada y salida de capitales en los países emergentes, en el que la aversión global al riesgo (índice VIX) constituye el principal determinante de las variaciones (Cerutti, Claessens y Puy, 2015)<sup>5</sup>. Estos elementos se resumen en el cuadro X.4.

---

<sup>5</sup> El índice VIX elaborado por la Chicago Board of Exchange (CBOE) mide la volatilidad esperada para los próximos 30 días y se obtiene a partir de los precios de las opciones de compra y venta sobre el índice S&P 500.

**Cuadro X.4**  
**Principales determinantes de los flujos de capital (factores de expulsión frente a factores de atracción)**

	Factores externos (de expulsión)	Factores internos (de atracción)
Cíclicos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aversión global al riesgo (índice VIX).</li> <li>• Tasa de interés de referencia en los países centrales.</li> <li>• Brecha de crecimiento en los países centrales.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Riesgo financiero idiosincrásico.</li> <li>• Crecimiento interno.</li> <li>• Rendimiento en los mercados de capital locales.</li> <li>• Estado de los “fundamentales macroeconómicos”.</li> </ul>
Estructurales	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Existencia de inversionistas institucionales.</li> <li>• Preferencia por la diversificación de riesgos.</li> <li>• Expansión de las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Calidad de las instituciones.</li> <li>• Apertura de la cuenta de capital y desregulación.</li> <li>• Influencia del gobierno en la economía.</li> </ul>

**Fuente:** Elaboración propia sobre la base de R. Koepke, “What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature”, *MPRA Working Paper*, N° 62770, University Library of Munich, 2015.

Los efectos del ciclo financiero global no se limitan únicamente a los canales financieros. En la literatura empírica también suelen señalarse conexiones entre la tasa de interés internacional, el tipo de cambio del dólar y el precio de las materias primas, a partir de los comovimientos que existen entre los flujos de capital hacia los países emergentes y los ciclos de precios de los productos básicos (Bastourre y otros, 2012). Esto genera un riesgo adicional a través del canal comercial, en especial en aquellos países que dependen en gran medida de la exportación de productos básicos, y aumenta la prociclicidad de las economías financieramente abiertas y con una estructura exportadora poco diversificada.

En este contexto, es fundamental considerar la relación de transmisión de las nuevas condiciones monetarias globales hacia las economías periféricas. La existencia de un ciclo financiero global determina que un cambio en la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos ocasione un mayor apalancamiento de las instituciones sistémicamente relevantes y, con ello, un incremento de los capitales que fluyen hacia otros destinos. De esta manera, los países periféricos experimentan una valorización de las carteras, una apreciación cambiaria y un mayor apalancamiento de los bancos, que debilitan su posición de solvencia financiera (Bruno y Shin, 2015).

Las transformaciones recientes en el funcionamiento de los mercados de capital internacionales tienen su correlato en la literatura empírica. La magnitud de los flujos financieros internacionales y, sobre todo luego de la última crisis internacional, su influencia en la gestión de la política económica en la periferia son un aspecto central del análisis de las economías de hoy.

En la próxima sección se analizan los hechos estilizados de la transformación en la regulación de los flujos de capitales en las economías de América Latina y el Caribe en los últimos años. Para ello se estudian las características de los flujos de capital y los cambios en la regulación. En particular, el análisis se concentra en la existencia, o no, de una transformación en el formato de integración financiera relacionado con los objetivos del nuevo tipo de controles implementados.

## **B. Ciclo financiero y regulación de la cuenta de capital en América Latina, 1996-2013**

### **1. Indicadores de integración financiera**

La dinámica de los flujos de capital es un aspecto central del funcionamiento de las economías en la actualidad. Como se mencionó en el apartado anterior, en la literatura actual se reconoce que —tanto por su magnitud como por su volatilidad— la mayor o menor apertura a los flujos de capital afecta las condiciones en las cuales se toman las decisiones de política económica y trae consigo un conjunto de beneficios, costos y riesgos para los países receptores, en especial los países en desarrollo. La finalidad de este apartado es indagar en los cambios en la regulación de la cuenta de capital en América Latina y el perfil de recepción de flujos de capital durante las últimas dos décadas.

En la actualidad, el fenómeno de integración financiera de las economías periféricas se caracteriza por un nuevo régimen de funcionamiento de la economía global, conocido en la literatura como financierización. De manera simplificada, este proceso surgió como forma de reciclar el conflicto distributivo dentro del régimen de acumulación vigente en las economías centrales, cuya principal característica es la expansión sin precedentes de las finanzas y los mercados de capitales, tanto a escala nacional como internacional<sup>6</sup>.

Dada la heterogeneidad de los niveles de desarrollo productivo y de la configuración institucional y regulatoria que caracteriza a los países periféricos, sus relaciones con la economía mundial resultan afectadas de manera fundamental por el nuevo fenómeno de la financierización. En este

---

<sup>6</sup> Desde la perspectiva de los países centrales, el surgimiento y la expansión de los mercados de capital internacionales son resultado del desarrollo de las relaciones capitalistas en las distintas etapas de industrialización (relacionado con cuestiones distributivas, de perfil de consumo y reorganización de la fuerza laboral) (Boyer, 2000). En los países periféricos, en cambio, la integración en los mercados de capital es un proceso derivado de la participación en las relaciones económicas globales en general. En la literatura reciente sobre el tema no existe una única definición del concepto de financierización, pues esta depende del énfasis que cada autor pone en distintos aspectos del mismo fenómeno. Sin embargo, existe cierto consenso en que la idea de financierización está relacionada con la importancia cada vez mayor de la dinámica y las motivaciones de los flujos de capital, los mercados de acciones y el sistema financiero en las decisiones de la economía real (Epstein, 2005).

sentido, y aunque el tema escapa a los objetivos de este trabajo, cabe destacar que las transformaciones producidas por la financierización en la economía mundial ejercen presión sobre los países periféricos a partir de cambios en la magnitud y la volatilidad de variables comerciales y financieras, que inciden en la capacidad de determinar el tipo de cambio y los niveles de tasas de política monetaria, entre otros (Eichengreen y Gupta, 2013).

Una primera forma de abordar el estudio de las distintas etapas del proceso de integración financiera de la región es a través de indicadores de regulación de la cuenta de capital *de iure*. Los indicadores de integración financiera *de iure* se basan en algún tipo de codificación de los registros oficiales (generalmente sobre la base de los informes sobre regulaciones en el mercado de cambios del Fondo Monetario Internacional, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*) sobre la declaración o verificación de la existencia de controles en materia de flujos comerciales, flujos de capital, adquisición de moneda extranjera en el mercado local y tiempo de permanencia de los depósitos bancarios a plazo, entre otros (Chinn e Ito, 2008; Quinn, 1997; Schindler, 2009; Fernández y otros, 2005).

Mediante estos indicadores se busca determinar un conjunto de posiciones susceptibles de regulación (inversiones inmobiliarias de no residentes, control sobre el destino de la IED, ventanillas especiales para la compraventa de moneda extranjera, límites al endeudamiento privado por la emisión de bonos, habilitación para operar con derivados, entre otras). Luego, esta información se codifica en valores cuantitativos, asignando 0 o 1 a cada una de las posiciones (el valor 1 generalmente corresponde a las posiciones reguladas), y de este modo se construyen indicadores que permiten observar la evolución histórica de la regulación en cada país y habilitan la comparación entre distintas economías. Entre los ejemplos de indicadores *de iure* se encuentran los indicadores de Quinn (1997) (capital), Chinn e Ito (2008) (Kopen) y Fernández y otros (2015) (CCM)<sup>7</sup>.

Como alternativa se pueden utilizar indicadores *de facto*, o de integración de hecho, que simplemente consideran un valor corriente con respecto a la magnitud de algunas variables vinculadas con el sistema financiero global (ingreso de flujos de capital, salidas de capital, magnitud de los mercados de

<sup>7</sup> El índice de capital codifica el texto del *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* del FMI y va de 0 a 100. Este último valor corresponde al mayor nivel posible de integración. El indicador de Kopen también codifica el texto del informe mencionado y va de 0 a 1. El mayor nivel de integración financiera posible se expresa en el valor 1. El indicador CCM codifica el mismo texto en valores de 0 a 1, considerando 32 posiciones de la balanza de pagos susceptibles de regulación según la residencia (residente o no residente), el tipo de flujo (entrada o salida de capitales), o ambos. El valor 1 corresponde a la mayor regulación.

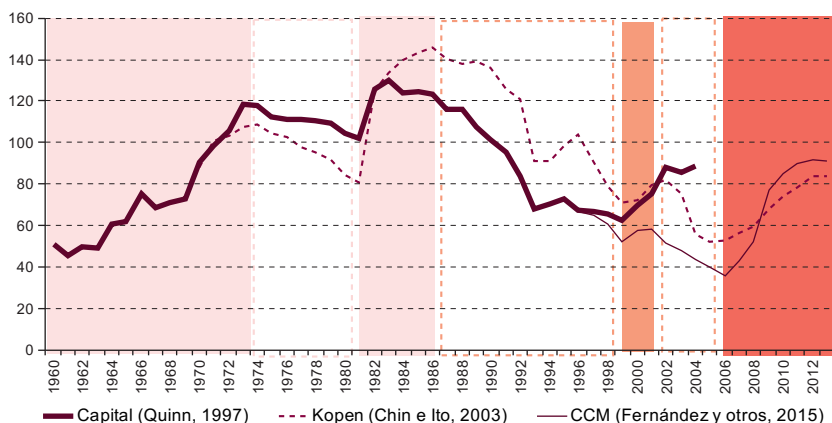
capitales en relación con el PIB, valor agregado del sistema bancario, entre otras). El indicador basado en los sectores financiero y bancario utilizado por Timmer, Vries y Vries (2014) (10SECTOR), el indicador utilizado por Lane y Milesi-Ferreti (2007) (TOTAL) y el de los flujos brutos de capital en términos del PIB (FF\_GDP) son algunos ejemplos de indicadores de integración financiera *de facto*.

En el gráfico X.1 se presentan distintos índices de integración financiera *de iure* para países seleccionados de América Latina relativos al período 1960-2013. Los índices capital y Kopen tienen una mayor trayectoria histórica, mientras que el índice CCM comienza en 1996. A pesar de que abarcan distintos períodos, todos muestran una dinámica similar. A simple vista se pueden distinguir dos grandes etapas, que en el gráfico X.1 aparecen marcadas en gris oscuro y en gris claro. Además, con trama punteada se destacan los momentos en que la regulación aumenta, mientras que los momentos de desregulación aparecen sin trama. La primera etapa de elevada regulación va desde la década de 1970 hasta finales de la de 1980 e incluye un período intermedio de desregulación que va desde 1973 a 1980 (crisis bancaria argentina). Luego, continúa una etapa de creciente regulación hasta finales de los años ochenta, que termina con una crisis de deuda y diversos eventos hiperinflacionarios. A partir de allí comienza una nueva etapa de fuerte desregulación y apertura financiera, que perduró hasta el advenimiento de la última crisis internacional. Esta etapa desreguladora solo se interrumpió por un pequeño período en 2000-2001, debido a las crisis brasileña y argentina.

A partir de 2007, se observa un nuevo proceso de regulación, producto de diferentes políticas para afrontar las externalidades del ciclo financiero global ante los primeros síntomas que anticipaban la crisis internacional. Sin embargo, este proceso no logró revertir el ciclo de apertura anterior, pues en ninguno de los casos se superan los niveles de gestión de los flujos de capital que existían antes de la apertura de la década de 1990. Asimismo, este nuevo proceso de regulación en la región también se mantuvo muy por debajo de la regulación promedio mundial y en especial la del sudeste asiático.

En este sentido, y aún después de 2007, América Latina y el Caribe permanecen por debajo del promedio de regulación mundial, sobre todo en comparación con el sudeste asiático (véase el gráfico X.2). Tomando un caso emblemático como el de la República de Corea como punto de comparación, se observa que durante la década de 1990 la regulación promedio de ese país permaneció muy por encima de la regulación de la región y que la convergencia hacia los niveles de regulación de América Latina y el Caribe recién se produce en 2005.

**Gráfico X.1**  
**América Latina (8 países)<sup>a</sup>: indicadores de integración financiera**  
**de iure, 1960-2012<sup>b</sup>**  
 (En promedios ponderados por PIB)



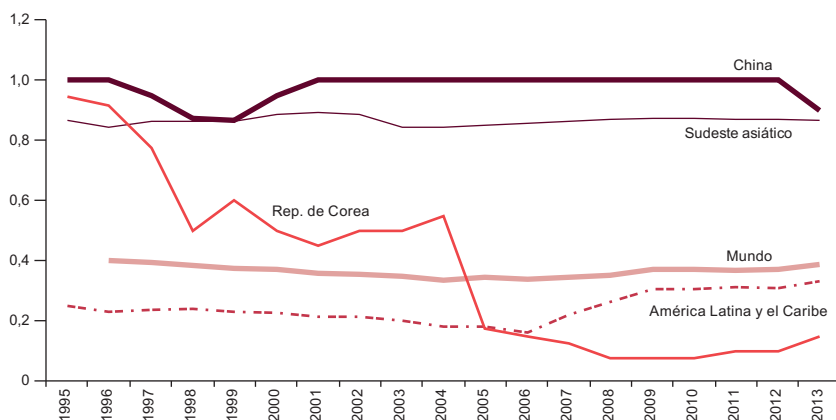
**Fuente:** Elaboración propia sobre la base de M. D. Chinn y H. Ito, "A new measure of financial openness", *Journal of comparative policy analysis*, vol. 10, 2008, D. Quinn, "The correlates of change in international financial regulation", *American Political Science Review*, vol. 91, N° 03, 1997; A. Fernández y otros, "Capital control measures: A new dataset", *NBER Working Paper*, N° 20970, 2015.

**Nota:** Base década de 1970=100. Positivo significa mayor regulación de la cuenta de capital.

<sup>a</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

<sup>b</sup> Para construir el índice CCM en la misma escala que los otros dos se tomó el valor año inicial 1996 como promedio de ambos índices y a partir de allí se volvió a escalar con base 1996-2000. Para una correcta visualización del proceso, los índices Kopen y capital se toman en valores inversos, es decir, los mayores niveles del índice no significan mayor apertura sino mayor regulación.

**Gráfico X.2**  
**Indicadores de integración financiera de iure (CCM), 1995-2013**



**Fuente:** Elaboración propia sobre la base de A. Fernández y otros, "Capital control measures: A new dataset", *NBER Working Paper*, N° 20970, 2015.

**Nota:** Positivo significa mayor regulación de la cuenta de capital.

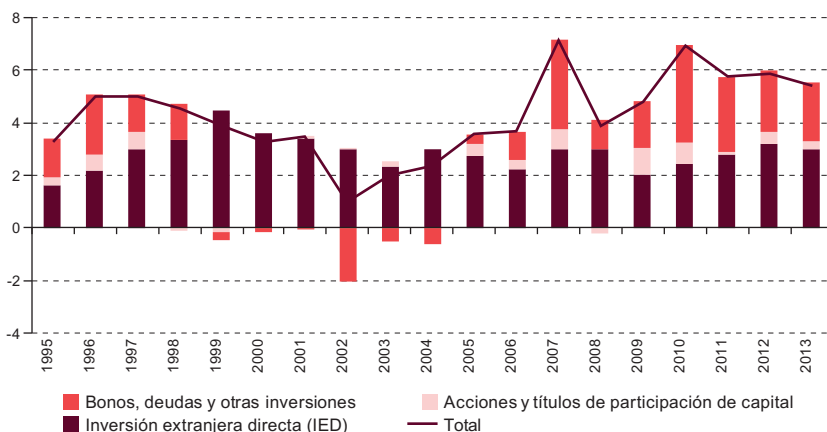
En el próximo apartado se analizan en mayor detalle los cambios en los niveles y el perfil regulatorio en las principales economías de América Latina y su relación con los flujos de capital, sobre todo luego de la crisis internacional.

## 2. Dinámica de los flujos de capital y controles en América Latina en las últimas dos décadas

### a) Flujos financieros desde el exterior (ingreso de capitales)

En el gráfico X.3 se presentan en detalle los flujos financieros brutos desde el exterior (ingresos de capitales) en términos del PIB para las principales ocho economías de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de)). Al observar el gráfico X.3 es posible distinguir dos grandes etapas. La primera va desde 1995 hasta 2002 (crisis argentina) y se caracteriza por una paulatina disminución del ingreso de capitales. La segunda comprende desde 2003 hasta 2013 y corresponde a un marcado ingreso de fondos.

Gráfico X.3  
América Latina (8 países)<sup>a</sup>: flujos financieros desde el exterior, 1995-2013  
(En promedios ponderados por PIB)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

<sup>a</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

En el período 1995-2002 el ingreso de fondos presenta una tendencia decreciente en todas las categorías de bonos y deudas, acciones e inversiones en cartera e IED. Tras altos niveles de recepción de fondos a principios de los años noventa, se reducen principalmente los flujos financieros de cartera (bonos y acciones) luego de la crisis asiática en 1997, en primera instancia,

y debido a la crisis argentina de 2001-2002 después. Los flujos financieros brutos desde el exterior pasaron de representar más del 5% del PIB para el promedio ponderado de la región en 1996 al 0,9% del PIB en 2002.

Esta tendencia a la baja de los flujos financieros de cartera (bonos y acciones) afecta más o menos a todos los países por igual y se traduce en saldos negativos en el ingreso bruto de fondos en muchos de ellos. Chile y México constituyen dos excepciones, pues si bien los flujos financieros totales desde el exterior disminuyeron, mantuvieron siempre un saldo positivo.

En la segunda etapa, que va desde 2003 a 2013, se registra un considerable ingreso de flujos de capital desde el exterior, que aumentaron del 2% del PIB en 2003 a más del 7% en 2007, para luego estabilizarse en torno al 5,4% del PIB en 2013. En el total regional, se observa que en 2003 el impulso inicial se debió a la disminución de la salida de capitales por endeudamiento (del -2% del PIB en 2002 al 1% del PIB en 2006 para el promedio ponderado regional) y el sostenimiento de los flujos destinados a IED (más del 2% del PIB entre 2002 y 2006). En 2007 inicia una etapa de fuerte ingreso de capitales, caracterizada por la expansión de los flujos financieros distintos de la IED. Esa mayor relevancia del ingreso de capitales financieros de corto plazo coincide con la política de expansión monetaria de los Estados Unidos (*quantitative easing*) y la profundización de la etapa expansiva del ciclo financiero internacional.

En particular, considerando el acumulado regional, el ingreso de flujos financieros de bonos, deudas y otras inversiones pasó del 1% del PIB en 2006 al 2,2% del PIB hacia 2013 (alcanzó un máximo del 3,7% del PIB en 2010), mientras que el ingreso de flujos en acciones y títulos de participación de capital pasó del 0,35% del PIB en 2006 a un máximo del 1% del PIB en 2009. Como casos excepcionales en esta segunda etapa se distinguen la Argentina y la República Bolivariana de Venezuela, donde la dinámica del ingreso masivo de capitales resultó moderada. Esto pudo deberse a las características del incumplimiento de pago argentino y a que en estos países el diferencial de tasas de fondeo promedio 2003-2013 fue negativo (Maresso y Malic, 2015).

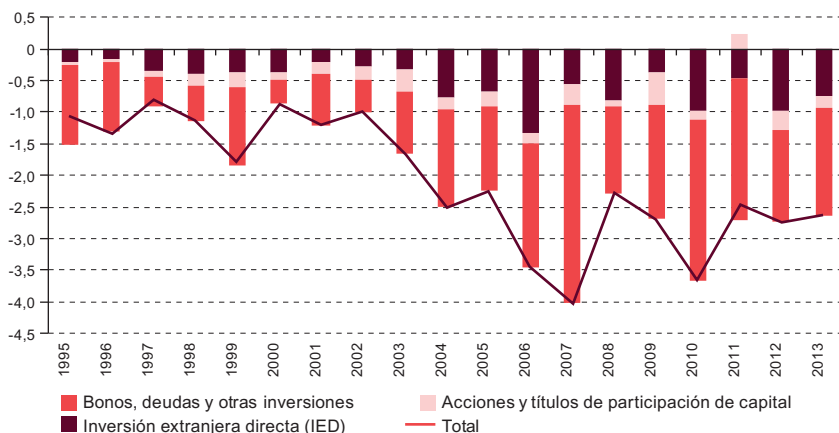
#### **b) Flujos financieros hacia el exterior (egresos de capitales)**

Al considerar los flujos brutos hacia el exterior la dinámica es menos definida, pues las etapas de salida de fondos no coinciden en todos los países. En general, como se observa en el gráfico X.4, puede advertirse una tendencia creciente al egreso de fondos, pero el perfil de este fenómeno es bien distinto. La excepción a esta tendencia es el Uruguay, donde hay años caracterizados por la salida de fondos (compra de activos externos por residentes) y años en los que predomina el ingreso de fondos (venta de activos externos e ingreso de fondos por residentes). Entre los países en los que se registra una mayor salida de fondos se encuentran aquellos que tienen un mayor nivel de IED de residentes en el exterior (Brasil y México). En otro grupo se observa la



formación de activos externos vinculados con los mercados de capitales en acciones y títulos de cartera (Chile y Perú), mientras que en el resto la salida de fondos está vinculada con la tradicional formación de activos externos mediante bonos y otras inversiones, incluida la compra de moneda extranjera (Argentina y Venezuela (República Bolivariana de)).

**Gráfico X.4**  
**América Latina (8 países)<sup>a</sup>: flujos financieros hacia el exterior, 1995-2013**  
 (En promedios ponderados por PIB)



**Fuente:** Elaboración propia sobre la base de datos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

<sup>a</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

Para el agregado regional, el egreso de flujos financieros de bonos, deudas y otras inversiones pasó del 0,9% del PIB en 2003 al 1,7% del PIB hacia 2013 (alcanzó un máximo del 2,5% del PIB en 2010), mientras que el ingreso de flujos por concepto de IED pasó del 0,35% del PIB en 2003 al 0,7% del PIB en 2013 y la compra de acciones y otros títulos de cartera pasó del 0,3% en 2003 al 0,16% en 2013. Es decir que para el agregado regional se mantuvo la proporcionalidad del perfil de salida de capitales con una tendencia creciente.

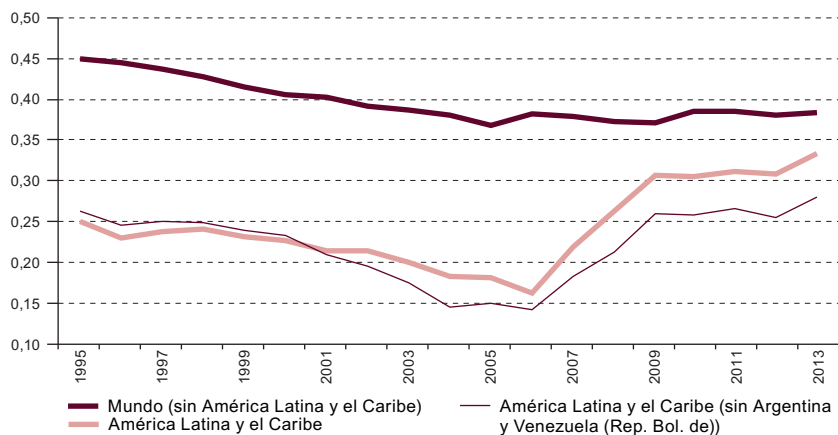
### c) Cambios en la regulación de la cuenta de capital

En forma paralela a este incremento en el volumen de ingreso y salida de capitales, la región experimentó un conjunto de transformaciones en el volumen regulatorio de la cuenta de capital. Este nuevo proceso de regulación se identifica mediante un conjunto de indicadores de integración financiera *de iure* presentados en la sección anterior.

Al considerar la región en su conjunto, salta a la vista que, en todo el período examinado, América Latina y el Caribe tiene menos medidas de

regulación de capital con respecto a la media en el resto del mundo<sup>8</sup>. En el gráfico X.5 se presenta el índice de medidas regulatorias de la cuenta de capital (CCM) de Fernández y otros (2015). Este indicador codifica la información proporcionada por el *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* del FMI para 32 activos o posiciones financieras susceptibles de regulación. Estos incluyen: dinero, bonos, acciones, fondos de inversión, derivados, garantías y otros, créditos financieros, créditos comerciales, inmuebles e inversión extranjera directa. Además, esta información se clasifica según la residencia del acreedor y el tipo de flujo (entrada o salida).

**Gráfico X.5**  
**Evolución del índice de medidas de control de capitales (CCM)**



**Fuente:** Elaboración propia sobre la base de A. Fernández y otros, "Capital control measures: A new dataset", *NBER Working Paper*, N° 20970, 2015.

Como se mencionó, si bien la regulación en América Latina y el Caribe aumentó a partir de 2007, siempre fue inferior al promedio en el resto del mundo. En el período considerado es posible distinguir dos etapas de regulación a nivel regional. La primera comprende desde 1995 a 2006 y —con un mayor impulso desde la década de 2000— se caracteriza por un proceso de desregulación generalizado, que coincide con los otros indicadores de regulación *de iure* presentados en el gráfico X.1. La segunda etapa comienza en 2007 y su dinámica se manifiesta en toda la región, excepto en la Argentina y la República Bolivariana de Venezuela.

<sup>8</sup> La región donde se registra la mayor regulación es el sudeste asiático.

Durante el primer período, la regulación promedio agregada en América Latina y el Caribe disminuyó del 25% de las posiciones reguladas en 1995 al 16% en 2006, mientras que en el resto del mundo la regulación pasó del 45% al 38%. En este sentido, en la década de 1990 la velocidad del proceso de desregulación de los movimientos de capital en la región fue mayor que la del promedio del resto de los países del mundo.

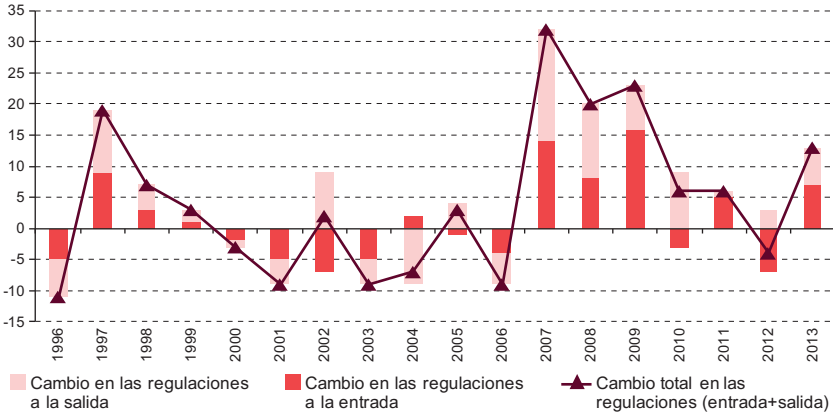
Tras el estallido de la crisis internacional en 2008, mientras que en el resto del mundo se mantuvieron los mismos niveles regulatorios promedio de principios de la década, en América Latina y el Caribe se registró un nuevo proceso de regulación de la cuenta de capital. Esta nueva evidencia es reconocida por un conjunto de autores que utilizan distintas bases para codificar las nuevas medidas de regulación (Aizenman y Pasricha, 2013; Reinhart, 2012; Pastor y Wise, 2014; Fernández y otros, 2015). En 2007 la regulación en América Latina y el Caribe aumentó al 21% en tanto que en el resto del mundo se mantuvo en niveles similares a los de toda la década. Ese mayor control de los flujos financieros en América Latina y el Caribe continuó incrementándose hasta 2010, cuando el indicador volvió a estabilizarse. En 2013 la regulación promedio en América Latina y el Caribe alcanzó el 33%, en comparación con alrededor del 40% en el resto del mundo.

En este sentido, después de la mencionada crisis internacional, los Gobiernos de la región establecieron un nuevo formato de intervención en los mercados de capital, caracterizado por una mayor regulación de los flujos financieros y de capital. Asimismo, más allá de esta tendencia temporal, se observa una gran dispersión o heterogeneidad al momento de analizar las regulaciones vigentes en los últimos años en la región. Sin embargo, esta regulación no modificó sustancialmente el perfil de inserción financiera de las economías.

El gráfico X.6 permite analizar con mayor profundidad el cambio en las regulaciones de los flujos de capital, pues indica si el tipo de control implementado (o desregulado) fue a la salida o al ingreso de capitales.

En la etapa de desregulación de 1995 a 2006, dejaron de controlarse mayoritariamente las posiciones relativas al ingreso de capitales. Entre las regulaciones al ingreso, se desregularon la compra de acciones en los mercados nacionales, el establecimiento de fondos de inversión financieros, los depósitos bancarios de no residentes en monedas locales y divisas, la toma de créditos con fines comerciales y la posibilidad de titulización de activos. Entre 1996 y 2006, los países donde más se desregularon los ingresos fueron Chile y el Brasil (se eliminaron 15 y 7 regulaciones, respectivamente), mientras aquel donde menos se desreguló fue la Argentina (se establecieron 7 regulaciones).

**Gráfico X.6**  
**América Latina (8 países)<sup>a</sup>: evolución de los controles de capital según el índice de medidas de control de capitales (CCM) por tipo de flujo**



**Fuente:** Elaboración propia sobre la base de A. Fernández y otros, "Capital control measures: A new dataset", *NBER Working Paper*, N° 20970, 2015.

<sup>a</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

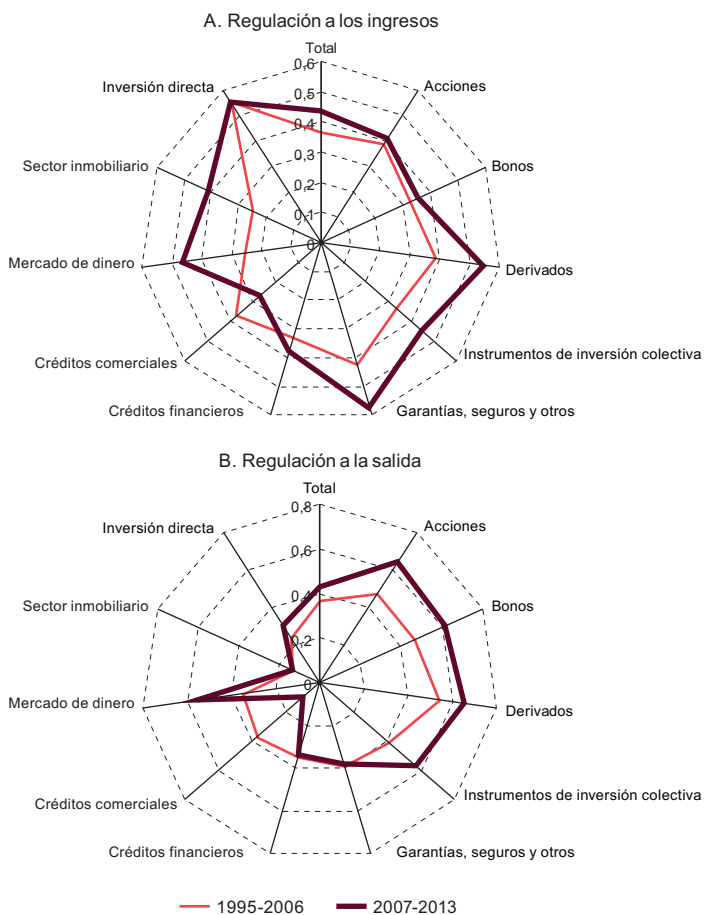
Con respecto a las regulaciones a la salida de capitales durante esta primera etapa, se observa que el promedio regional de posiciones se mantuvo estable. La causa de ello es que el proceso de desregulación de la salida de capitales se vio interrumpido por la crisis argentina de 2001-2002. Sin embargo, algunos países continuaron con el proceso generalizado de desregulación. En la comparación de los extremos, el país donde más se desregularon los controles a la salida de capitales fue Chile (se eliminaron 10 regulaciones), mientras aquel donde más se reguló fue la Argentina (se establecieron 5 regulaciones). En los países donde se eliminaron controles, se desregularon sobre todo las posiciones de financiamiento de créditos comerciales a empresas en el exterior y las inversiones de fondos de inversión.

En la nueva etapa de regulación, volvieron a controlarse tanto las posiciones relativas a la salida como al ingreso de capitales. Antes de analizar los cambios cabe señalar que en la Argentina y la República Bolivariana de Venezuela se regularon casi todas las posiciones en el período analizado y por eso merecen un tratamiento más detallado.

Entre las regulaciones al ingreso de capitales, la posición más regulada fue el mercado de dinero (compra de divisas por no residentes), acciones, bonos y derivados financieros. Entre las regulaciones a la salida de capitales, la posición más regulada fue el mercado de dinero (requisitos de permanencia mínima, liquidación de divisas), seguida por los contratos de derivados en el exterior y la posición de bonos en el mercado local (otorgamiento de deuda externa a residentes).

El gráfico X.7, en el que se puede apreciar un esquema de áreas correspondientes a los promedios regulatorios de la región por posición regulada y se distinguen los períodos desregulatorio y regulatorio, muestra que no hubo un cambio significativo en el perfil de regulación de la región. El conjunto de regulaciones se puede dividir en tres grupos: las regulaciones sobre los flujos de cartera (acciones, bonos, derivados, instrumentos de inversión colectiva, garantías, seguros y otros y créditos financieros), la compraventa de divisas (créditos comerciales y mercado de dinero) y la IED (sector inmobiliario, inversiones directas).

**Gráfico X.7**  
**América Latina (8 países)<sup>a</sup>: perfil regulatorio por categoría de flujo y tipo de mercado**



**Fuente:** Elaboración propia sobre la base de A. Fernández y otros, "Capital control measures: A new dataset", *NBER Working Paper*, N° 20970, 2015.

<sup>a</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

De esta manera, el conjunto de las regulaciones al ingreso de capitales muestra que se expandieron las regulaciones sobre el ingreso de flujos de cartera (principalmente en los mercados de derivados y otros mercados secundarios), el mercado de dinero y las inversiones inmobiliarias. Esta mayor regulación del ingreso de fondos refleja la intención de establecer un conjunto de normas que dificulten el ingreso masivo, sobre todo en sectores sensibles a la generación de burbujas financieras.

Por otra parte, entre las regulaciones a la salida de capitales se establecieron controles sobre la compraventa de divisas (salida de capitales) —sobre todo en la Argentina y la República Bolivariana de Venezuela— y los flujos de cartera (acciones, bonos, derivados, instrumentos de inversión colectiva), en particular en el Brasil, Colombia y Chile. La regulación de los flujos de IED no presenta un patrón definido entre los países.

En un trabajo previo, se argumenta que el objetivo de estas regulaciones era mediar sobre el ingreso de capitales desde el exterior, en especial aquellos flujos de capitales de corto plazo que afectaban la estabilidad financiera, generando tensiones que apreciaban el tipo de cambio (Bastourre y Zeolla, 2017). Allí se realiza un ejercicio empírico con respecto a las ocho principales economías de América Latina en el período 1995-2013, con el objetivo de cuantificar la efectividad de los controles de capital sobre la presión cambiaria tendiente a la apreciación<sup>9</sup>. La estrategia empírica incluye una base de datos desagregados de los controles de capitales y la estimación mediante paneles dinámicos, de modo de poder controlar la endogeneidad de la persistencia de la presión cambiaria. El resultado permite afirmar que los controles de capital constituyeron una medida de política eficaz durante esta etapa para mediar sobre la presión cambiaria tendiente a la apreciación generada por las externalidades del ciclo financiero.

Asimismo, al distinguir entre medidas regulatorias a la entrada y la salida y por tipo de mercado, es posible afirmar que los mayores controles al ingreso de capitales en inversiones de cartera (bonos, acciones, derivados financieros) y regulaciones sobre la IED (empresas, bienes inmuebles) disminuyen la presión tendiente a la apreciación, pues funcionan como impedimentos eficaces al ingreso masivo de flujos internacionales. Por otra parte, una mayor regulación a la salida de capitales agregados disminuye la presión cambiaria, pero no en todos los mercados por igual. Para las regulaciones sobre inversiones en cartera e IED, las regulaciones a la salida de capitales disminuyen la presión cambiaria, funcionando como una

---

<sup>9</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

regulación macroprudencial. Sin embargo, las regulaciones sobre la salida de capitales para créditos comerciales y el mercado de dinero (fuga de capitales) aumentan la presión cambiaria<sup>10</sup>.

## C. Conclusiones

Luego del estallido de la crisis financiera internacional de 2008-2009, se renovó el debate sobre la regulación de los flujos transfronterizos de capital y su efectividad como mecanismo para mediar sobre las externalidades del ciclo financiero global, entre otras cuestiones. Las transformaciones observadas en la gestión de los flujos de capitales no solo llamaron la atención de los académicos sino también de los encargados de formular la política económica.

En este capítulo se revisó el estado actual de la literatura. La preocupación tradicionalmente expresada en la literatura sobre apertura financiera se refería al impacto de estos procesos en el crecimiento económico, sobre todo en los países emergentes, dando lugar a una serie de debates que se mantuvieron en gran medida circunscriptos a los círculos académicos. La evidencia empírica indica una asociación endeble o incluso negativa entre apertura financiera y crecimiento. De existir esta relación, solo estaría mediada por una serie de “beneficios indirectos”, vinculados con la transferencia tecnológica, la creación de instituciones y el efecto disciplinario (considerado positivo) que tienen los mercados internacionales en los gobiernos.

Luego de la crisis internacional de 2008-2009, el interés por los potenciales problemas derivados de la apertura financiera cobró nuevo impulso. El debate ha girado sobre dos ejes, bastante conectados. Por una parte, el interés por evaluar los efectos de la integración financiera en la gestión de variables macroeconómicas de corto y mediano plazo (tasas de interés, agregados cuantitativos, tipo de cambio nominal y real, rendimiento de activos financieros, entre otras) y la efectividad de los controles de capital. Por otra, derivada del tradicional debate sobre la independencia de la política monetaria en un contexto de apertura financiera, surge la cuestión de los efectos del ciclo financiero global en los países de la periferia.

En este contexto, a partir de 2007 se inicia en América Latina una etapa de fuerte crecimiento de los flujos brutos de ingreso y egreso de capitales. Con respecto a los ingresos, se observa una tendencia común a toda la región, de ingreso masivo de flujos financieros de corto plazo (principalmente en la

---

<sup>10</sup> El conjunto de controles seleccionados incluye la presión cambiaria en el período anterior, la inflación, la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos, el diferencial de tasas local, los términos de intercambio, los flujos brutos de capital a la entrada y la salida. Todos tienen el signo y la significatividad esperada. Asimismo, como medida de robustez se incluyen distintos niveles de agregación y un índice de presión cambiaria que incluye tasas de interés. Los principales resultados sobre la efectividad de los controles se mantienen.

posición de cartera de la balanza de pagos: bonos, acciones y otras inversiones distintas de la IED). Se trata de flujos financieros muy volátiles. La exposición de las economías a estos fondos redundan en una mayor fragilidad financiera externa, en especial en el mercado de cambios. Con respecto a los flujos de salida, si bien se registra una tendencia creciente de salida de capitales para el agregado regional, existen particularidades nacionales. En algunos países se registraron salidas de capitales vinculadas con la mayor presencia de IED en el exterior (Brasil y México), en otros se destaca la compra de acciones y otros títulos de cartera (Chile y Perú) y en otros la salida está vinculada con la formación de activos externos relacionados con la fuga de capitales (Argentina y Venezuela (República Bolivariana de)).

La respuesta de la política económica a este auge de ingresos de capitales de corto plazo fue un fortalecimiento de los instrumentos de regulación de los flujos de capital, que revirtió parcialmente el proceso de desregulación registrado en la región en los 20 años precedentes. Sin embargo, este giro no supuso un cambio de paradigma o en la estrategia general de integración financiera internacional de la región.

En el caso de los ingresos, el único cambio significativo en materia regulatoria se aplicó a las disposiciones relacionadas con las operaciones en los mercados de dinero (venta de divisas en el mercado local) y la suscripción de contratos de derivados en mercados locales, como estrategia para dificultar el ingreso de fondos para operaciones de acarreo (*carry trade*). Estos cambios resultaron efectivos para contener la presión tendiente a la apreciación de corto plazo. Con respecto a los egresos, a excepción de la Argentina y la República Bolivariana de Venezuela, no hubo cambios significativos en el perfil regulatorio.

En este marco, sigue vigente la discusión acerca de la mejor estrategia de gestión macroeconómica y regulación financiera, en particular de los flujos transfronterizos de capital, desde el punto de vista de una política orientada al cambio estructural progresivo<sup>11</sup>. La experiencia histórica muestra que la desregulación de los flujos transfronterizos de capital a menudo trae aparejados episodios de tensión financiera que no solo afectan el producto corriente sino también las posibilidades de progreso futuro. Habida cuenta de esa experiencia, se considera que hay espacio para un uso estratégico del financiamiento externo para coadyuvar a los procesos de desarrollo, distinguiendo los elementos regulatorios que deberían asumir un carácter permanente de otros que podrían ajustarse de manera cíclica en función de las condiciones globales de liquidez. En otras palabras, es necesario elaborar un enfoque de gestión de los flujos transfronterizos de capital que no sea meramente “reactivo” a los vaivenes del ciclo financiero global, sino que incluya como estrategia de mediano plazo otros objetivos, relacionados con la transformación estructural, más allá de los objetivos de estabilidad financiera y de mitigación de las tensiones macroeconómicas coyunturales.

<sup>11</sup> El concepto de cambio estructural progresivo se plantea en CEPAL (2016).



## Bibliografía

- Aizenman, J. y M. Binici (2015), "Exchange market pressure in OECD and emerging economies: domestic vs. external factors and capital flows in the old and new normal", *Journal of International Money and Finance*, vol. 66.
- Aizenman, J. y G. K. Pasricha (2013), "Why do emerging markets liberalize capital outflow controls? Fiscal versus net capital flow concerns", *Journal of International Money and Finance*, vol. 39.
- Aizenman, J., M. D. Chinn y H. Ito (2015), "Monetary policy spillovers and the trilemma in the new normal: periphery country sensitivity to core country conditions", *NBER Working Paper*, N° 21128.
- Aizenman, J., Y. Jinjarak y D. Park (2011), "International reserves and swap lines: Substitutes or complements?", *International Review of Economics & Finance*, vol. 20, N° 1.
- Akram, G. M. y J. P. Byrne (2015), "Foreign exchange market pressure and capital controls", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 37.
- Bastourre, D. y N. Zeolla (2017), "Regulación de la cuenta capital en un mundo financieramente complejo: evolución reciente y perspectivas en América Latina", *serie Estudios y Perspectivas-Oficina de la CEPAL en Buenos Aires*, N° 52 (LC/L.4289-LC/BUE/L.231), Buenos Aires, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), enero.
- Bastourre, D. y otros (2012), "Common drivers in emerging market spreads and commodity prices", *BCRA Working Paper Series*, N° 201257, Banco Central de la República Argentina.
- Bellofiore, R., J. Halevi y M. Passarella (2009), "If anything goes wrong. Re-reading Minsky after the Great Recession", *MPRA Paper*, N° 28499.
- Bhagwati, J. (1998), "Yes to free trade, maybe to capital controls", *The Wall Street Journal*, 16 de noviembre.
- Binici, M., M. Hutchison y M. Schindler (2010), "Controlling capital? Legal restrictions and the asset composition of international financial flows", *Journal of International Money and Finance*, vol. 29, N° 4.
- Blanchard, O. J., M. G. Dell'Ariccia y M. P. Mauro (2013), *Rethinking macro policy II: getting granular*, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional.
- Blecker, R. (2005), "Financial globalization, exchange rates and international trade", *Financialization and the World Economy*, G. Epstein, Cheltenham, Edward Elgar.
- Blundell, R. y S. Bond (1998), "Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models", *Journal of Econometrics*, vol. 87, N° 1.
- Botta, A. (2015), "The macroeconomics of a financial Dutch disease", *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, N° 850.
- Boyer, R. (2000), "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis", *Economy and Society*, vol. 29, N° 1.
- Bruno, V. y H. Shin (2015), "Cross-border banking and global liquidity", *The Review of Economic Studies*, vol. 82, N° 2.
- Bruno, V. y H. S. Shin (2014), "Assessing macroprudential policies: case of South Korea", *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 116, N° 1.
- Cerutti, E., S. Claessens y M. D. Puy (2015), "Push factors and capital flows to emerging markets: why knowing your lender matters more than fundamentals", *IMF Working Paper*, N° 15/127.

- Chen, S. y M. J. Chang (2015), "Capital control and exchange rate volatility", *The North American Journal of Economics and Finance*, N° 33.
- Chinn, M. D. y H. Ito (2008), "A new measure of financial openness", *Journal of comparative policy analysis*, vol. 10.
- Clements, B. J. y H. Kamil (2009), "Are capital controls effective in the 21st century? The recent experience of Colombia", *IMF Working Paper*, N° 09/30.
- De Gregorio, J., S. Edwards y R. O. Valdes (2000), "Controls on capital inflows: do they work?", *Journal of Development Economics*, vol. 63, N° 1.
- Diaz Alejandro, C. (1985), "Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of development Economics*, vol.19, N° 1-2.
- Dreher, A. (2006), "Does globalization affect growth?: Evidence from a new index of globalization", *Applied Economics*, vol. 38.
- Edison, H. y F. Warnock (2003), "A simple measure of the intensity of capital of the intensity of capital controls", *Journal of Empirical Finance*, vol. 10.
- Edwards, S. y R. Rigobon (2009), "Capital controls on inflows, exchange rate volatility and external vulnerability", *Journal of International Economics*, vol. 78, N° 2.
- Eichengreen, B. (2001), "Capital account liberalization: what do cross-country studies tell us?", *The World Bank Economic Review*, vol. 15, N° 3.
- Eichengreen, B. y P. Gupta (2013), "The real exchange rate and export growth: are services different?", *Policy Research Working Paper*, N° 6629, Washington, D.C, Banco Mundial.
- Eichengreen, B., A. Rose y C. Wyplosz (1997), "Contagious currency crises", *Scandinavian Economic Review*, vol. 98.
- Epstein, G. (2005), *Financialization and the World Economy*, Northampton, Edward Elgar Publishing.
- Epstein, G., I. Grabel y K. S. Jomo (2003), "Capital management techniques in developing countries: An assessment of experiences from the 1990's and lessons for the future", *Working Paper Series - PERI/UMASS*, N° 56.
- Feldstein, M. (1998), "Refocusing the IMF" [en línea] <https://www.foreignaffairs.com/articles/asia/1998-03-01/refocusing-imf>.
- Fernández, A. y otros (2015), "Capital control measures: A new dataset", *NBER Working Paper*, N° 20970.
- Fischer, S. (1998), "Capital account liberalization and the role of the IMF", *Should the IMF pursue capital-account convertibility?*, N° 207, International Economics Section, Department of Economics Princeton University.
- Flassbeck, H. y M. La Marca (2007), *Coping with Globalized Finance: Recent Challenges and Long-term Perspectives*, Ginebra, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD).
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2015), *Managing Capital Outflows - Further Operational Considerations. Diciembre, 2015*, Washington, D.C.
- \_\_\_\_\_(2011), *The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows*, Washington, D.C.
- Forbes, K., M. Fratzscher y R. Straub (2015), "Capital-flow management measures: What are they good for?", *Journal of International Economics*, vol. 96.
- Fratzscher, M., M. Lo Duca y R. Straub (2013), "On the international spillovers of US quantitative easing", *European Central Bank Working Paper Series*, N° 1557.
- Frenkel, R. (2003), "Globalización y crisis financieras en América Latina", *Revista de la CEPAL*, N° 80 (LC/G.2204-P), Santiago, Comisión Económica de América Latina y el Caribe (CEPAL).

- Frenkel, R. y M. Rapetti (2011), "Fragilidad externa o desindustrialización ¿Cuál es la principal amenaza para América Latina en la próxima década?", *serie Macroeconomía del Desarrollo*, N° 116 (LC/L.3423), Santiago, Comisión Económica de América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Ghosh, A., M. S. Qureshi y N. Sugawara (2014), "Regulating capital flows at both ends: does it work?", *IMF Working Paper*, N° 14/188.
- Gabel, I. (2016), "Capital controls in a time of crisis", *Working Paper Series - PERI/UMASS*, N° 146.
- Hall, R. E. (1988), "Intertemporal substitution in consumption", *The Journal of Political Economy*, vol. 96, N° 2.
- Han, X. y S. J. Wei (2016), "International Transmissions of Monetary Shocks", *NBER Working Paper*, N° 22812.
- Harvey, J. T. (2007), "Teaching Post Keynesian exchange rate theory", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 30, N°.
- (1996), "Orthodox approaches to exchange rate determination: a survey", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 18.
- Henry, P. B. (2007), "Capital account liberalization: Theory, evidence, and speculation", *Journal of Economic Literature*, vol. XLV.
- Jeanne, O. (2012), "Capital account policies and the real exchange rate", *International Seminar on Macroeconomics*, University of Chicago Press.
- Kaminsky, G. L. (2003), "Varieties of currency crises", *NBER Working Paper*, N° 10193.
- Klein, M. y J. Shambaugh (2015), "Rounding the corners of the policy trilemma: sources of monetary policy autonomy", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol.7, N° 4.
- Koepke, R. (2015), "What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature", *MPRA Working Paper*, N° 62770, University Library of Munich.
- Korinek, A. (2011), "The new economics of prudential capital controls: A research agenda", *IMF Economic Review*, vol. 59, N° 3.
- Kose, M. A., E. S. Prasad y A. D. Taylor (2011), "Thresholds in the process of international financial integration", *Journal of International Money and Finance*, vol. 30, N° 1.
- Kose, M. y otros (2006), "Financial globalization: a reappraisal", *NBER Working Paper*, N° 12484.
- Kregel, J. (2009), "Managing the impact of volatility in international capital markets in an uncertain world", *Levy Economics Institute Working Paper*, N° 558.
- (1998), "Yes," it" did happen again: A Minsky crisis happened in Asia", *Working Paper*, N° 234, Levy Economics Institute.
- Krippner, G. R. (2005), "The financialization of the American economy" *Socio-economic Review*, vol. 3, N° 2.
- Krugman, P. (1996), "Are currency crises self-fulfilling?" [en línea] <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.466.9540&rep=rep1&type=pdf>.
- Lane, P. R. y G. M. Milesi-Ferretti (2011), "External adjustment and the global crisis", *IMF Working Paper* (WP/11/197).
- Levy Yeyati, E., S., Schmukler y N. Van Horen (2009), "International financial integration through the law of one price: the role of liquidity and capital controls", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 18.
- Magud, N. E., C. M. Reinhart y K. S. Rogoff (2011), "Capital controls: myth and reality-a portfolio balance approach", *NBER Working Paper*, N° 16805.
- Magud, N. y C. M. Reinhart (2007), "Capital controls: an evaluation", *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies*, University of Chicago Press.

- Maresso, P. y E. Malic (2015), "Flujos de capitales hacia América Latina en el período 2003-2013: el rol de las agencias de riesgo crediticio", *Documento de Trabajo*, N° 69, Buenos Aires, Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina (CEFIDAR).
- McKinnon, R. I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution Press.
- Minsky, H. (1977), "The financial instability hypothesis. An interpretation of Keynes and an alternative to 'standard' theory", *Nebraska Journal of Economics and Business*.
- Neftci, S. N. (1998), "FX short positions, balance sheets and financial turbulence: an interpretation of the Asian Financial Crisis", *SCEPA Working Papers*, N° 1998-18, Schwartz Center for Economic Policy Analysis (SCEPA), The New School.
- Obstfeld, M. (2015), "Trilemmas and trade-offs: living with financial globalisation", *BIS Working Paper*, N° 480.
- Ocampo, J. A. (2010), "Time for global capital account regulations", *Economic and Political Weekly*, vol. XLV, N° 46.
- Ocampo, J. A., S. Spiegel y J. E. Stiglitz (2008), "Capital market liberalization and development", *Capital Market Liberalization and Development*, J. A. Ocampo y J. E. Stiglitz, Nueva York, Oxford University Press on Demand.
- Ostry, J. D. y otros (2012), "Tools for managing financial-stability risks from capital inflows", *Journal of International Economics*, vol. 88, N° 2.
- Ostry, M. J. y otros (2010), *Capital Inflows: The Role of Controls*, Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Palley, T. I. (2007), *Financialization: What it is and why it Matters*, Levy Economics Institute.
- Pastor, M. y C. Wise (2015), "Good-bye financial crash, hello financial eclecticism: Latin American responses to the 2008-09 global financial crisis", *Journal of International Money and Finance*, vol. 52.
- Prasad, E. S., R. G. Rajan y A. Subramanian (2007), "Foreign capital and economic growth", *NBER Working Paper*, N° 13619.
- Quinn, D. (1997), "The correlates of change in international financial regulation", *American Political Science Review*, vol. 91, N° 03.
- Quinn, D., M. Schindler y A. M. Toyoda (2011), "Assessing measures of financial openness and integration", *IMF Economic Review*, vol. 59, N° 3.
- Rajan, R. y A. Subramanian (2011), "Aid, Dutch Disease and manufacturing growth", *Journal of Development Economics*. Nro. 94.
- Rapetti, M., P. Skott y A. Razmi (2012), "The real exchange rate and economic growth: are developing countries different?", *International Review of Applied Economics*.
- Reinhart, C. (2012), "The return of financial repression", *CEPR Discussion Papers*, N° 8947.
- Rey, H. (2013), "Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence", *NBER Working Paper*, N° 21162.
- Rodrik, D. (1998), "Who needs capital-account convertibility?", *Essays in International Finance*.
- Rogoff, R. (1996), "The purchasing power parity puzzle", *Journal of Economic Literature*, vol. 34.
- Sarno, L. y M. P. Taylor (2002), "Purchasing power parity and the real exchange rate", *IMF Staff Papers*.
- Schindler, M. (2009), "Measuring financial integration: A new data set", *IMF Staff Papers*, vol. 56, N° 1.
- Shaikh, A. (1999), "Real exchange rates and the international mobility of capital", *Working Paper*, N° 265, New School for Social Research.

- Shaw, E. (1973), "Financial deepening in economic development", Nueva York, Oxford University Press.
- Stiglitz, J.E. (2000), "Capital market liberalization, economic growth, and instability", *World Development*, vol. 28, N°6.
- Stiglitz, J. E. y J. A. Ocampo (2008), *Capital Market Liberalization and Development*, Oxford University Press.
- Stiglitz, J. y otros (2006), *Stability with Growth: Macroeconomics, Liberalization and Development*, Londres, Oxford University Press.
- Stockhammer, E. (2004), "Financialisation and the slowdown of accumulation", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, N° 5.
- Summers, L. H. (2000), "International financial crises: causes, prevention, and cures", *The American Economic Review*.
- Timmer, M., G.D. Vries y K.D. Vries (2014), "Patterns of structural change in developing countries", *GGDC Research Memorandum*, N° 149.
- Van Treeck, T. (2009), "A synthetic, stock-flow consistent macroeconomic model of 'financialisation'", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, N° 3.



# Publicaciones recientes de la CEPAL

## ECLAC recent publications

[www.cepal.org/publicaciones](http://www.cepal.org/publicaciones)

**Informes Anuales / Annual Reports**

**También disponibles para años anteriores / Issues for previous years also available**

2017 

### Estudio Económico de América Latina y el Caribe

La dinámica del ciclo económico actual  
y los desafíos de política para dinamizar  
la inversión y el crecimiento

Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2017  
*Economic Survey of Latin America and the Caribbean 2017*  
*Estudo Econômico da América Latina e do Caribe 2017.*  
*Documento informativo*

2017 

### La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe

La Inversión Extranjera Directa en América Latina  
y el Caribe 2017  
*Foreign Direct Investment in Latin America and the  
Caribbean 2017*  
*O Investimento Estrangeiro Direto na América Latina  
e no Caribe 2017. Documento informativo*

2017 

### Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe

Balance Preliminar de las Economías de América Latina  
y el Caribe 2017  
*Preliminary Overview of the Economies of Latin America  
and the Caribbean 2017*  
*Balanço Preliminar das Economias da América Latina  
e do Caribe 2017. Documento informativo*

2017 

### Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe *Statistical Yearbook for Latin America and the Caribbean*

Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe 2107  
*Statistical Yearbook for Latin America  
and the Caribbean 2017*

2017 

### Panorama Social de América Latina

Panorama Social de América Latina 2017  
*Social Panorama of Latin America 2017*  
*Panorama Social da América Latina 2017.*  
*Documento informativo*

2017 

### Perspectivas del Comercio Internacional de América Latina y el Caribe

Perspectivas del Comercio Internacional  
de América Latina y el Caribe 2017  
*International Trade Outlook for Latin America  
and the Caribbean 2017*  
*Perspectivas do Comércio Internacional da América  
Latina e do Caribe 2017*

## El Pensamiento de la CEPAL / ECLAC Thinking

Horizontes 2030: la igualdad en el centro del desarrollo sostenible

*Horizons 2030: Equality at the centre of sustainable development*

*Horizontes 2030: a igualdade no centro do desenvolvimento sustentável*

Pactos para la igualdad: Hacia un futuro sostenible

*Compacts for Equality: Towards a Sustainable Future*



## Libros y Documentos Institucionales / Institutional Books and Documents

Acceso a la información, la participación y la justicia en asuntos ambientales en América Latina y el Caribe: hacia el logro de la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible

*Access to information, participation and justice in environmental matters in Latin America and the Caribbean: Towards achievement of the 2030 Agenda for Sustainable Development*

Panorama Fiscal de América Latina y el Caribe 2018

*Fiscal Panorama of Latin America and the Caribbean 2018*



## Libros de la CEPAL / ECLAC Books

Los pueblos indígenas en América (Abya Yala): desafíos para la igualdad en la diversidad, Fabiana Del Popolo (ed.)

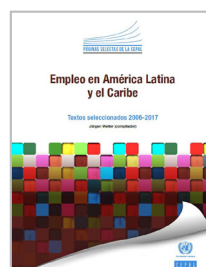
¿Quién cuida en la ciudad?: aportes para políticas urbanas de igualdad, María Nieves Rico, Olga Segovia (eds.)



## Páginas Selectas de la CEPAL / ECLAC Select Pages

Empleo en América Latina y el Caribe. Textos seleccionados 2006-2017, Jürgen Weller (comp.)

Desarrollo inclusivo en América Latina. Textos seleccionados 2009-2016, Ricardo Infante (comp.)





Revista CEPAL / *CEPAL Review*



Series de la CEPAL / *ECLAC Series*



Notas de Población



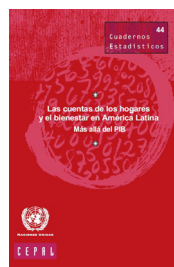
Observatorio Demográfico  
*Demographic Observatory*



Documentos de Proyectos  
*Project Documents*



Cuadernos Estadísticos  
de la CEPAL



Coediciones / *Co-editions*



Copublicaciones / *Co-publications*



# Suscríbase y reciba información oportuna sobre las publicaciones de la CEPAL



[www.cep.al.org/es/registro](http://www.cep.al.org/es/registro)



[www.cep.al.org/publicaciones](http://www.cep.al.org/publicaciones)

 [facebook.com/publicacionesdelacepal](https://facebook.com/publicacionesdelacepal)

Las publicaciones de la CEPAL también se pueden adquirir a través de:

**shop.un.org**

United Nations Publications  
PO Box 960  
Herndon, VA 20172  
USA

Tel. (1-888)254-4286  
Fax (1-800)338-4550  
Contacto : [publications@un.org](mailto:publications@un.org)  
Pedidos : [order@un.org](mailto:order@un.org)

# Estudios sobre financierización en América Latina

MARTÍN ABELES  
ESTEBAN PÉREZ CALDENTEY  
SEBASTIÁN VALDECANTOS

Editores

Desarrollo Económico

En los trabajos reunidos en este libro se analizan los efectos y la lógica de la financierización en las economías en desarrollo, la llamada financierización periférica, en particular en los países de América Latina. En los primeros capítulos del libro se ofrece una mirada histórica y conceptual del fenómeno, para luego concentrarse en algunas de sus manifestaciones más específicas, como su influencia en la dinámica de la inversión productiva, el gasto en investigación y desarrollo, las características de la inversión extranjera directa, la gestión de la política monetaria, y la composición y la dinámica del endeudamiento externo. La variedad de los aportes integrados en este volumen refleja una preocupación histórica de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL): analizar de manera consistente las condiciones que hacen posible una macroeconomía para el desarrollo, una agenda de investigación que —como sostiene Alicia Bárcena en el prólogo de este libro— “no puede sino comenzar por una discusión más profunda sobre la dinámica y los efectos de la financierización”.

LIBROS

CEPAL

[www.cepal.org](http://www.cepal.org)

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (CEPAL)  
ECONOMIC COMMISSION FOR LATIN AMERICA AND THE CARIBBEAN (ECLAC)

