Dimensión nacional e internacional de la financierización en América Latina: un estudio en base a Estados Contables de Grandes Empresas No Financieras de 2000 a 2015

Nicolás Hernán Zeolla

Primer Premio / Categoría Tesis de Doctorado en Economía

13° Premio de Investigación Económica

"Dr. Raúl Prebisch" 2021

BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

TESIS DE DOCTORADO

Dimensión nacional e internacional de la financierización en América Latina: un estudio en base a Estados Contables de Grandes Empresas No Financieras de 2000 a 2015

RESUMEN

En esta investigación tiene por finalidad el estudio de la especificidad que adquiere la financierización en América Latina durante la última década y media. A partir de la caracterización de la dimensión nacional e internacional de la financierización, y mediante la utilización de información agregada, microdatos contables y financieros sobre fuentes y usos de la liquidez interna y la emisión de deuda corporativa de grandes empresas no financieras (NFC), se busca comprender la dinámica de la inversión productiva y la tenencia de activos financieros en las principales ocho economías de América Latina.

Para ello, y de manera inicial, se discute la categoría financierización. Allí se indaga sobre hechos estilizados de la financierización y las transformaciones históricas de la economía mundial que le dieron origen. Se observa que, más allá del crecimiento cuantitativo de lo financiero sobre lo real, la financierización destaca conjunto de cambios cualitativos centrales que terminan de conformar el paisaje del capitalismo actual. La mayoría de estos canales no están contemplados en el enfoque convencional, donde lo financiero queda acotado a instrumentos de acceso financiero externo relativamente flexible y poco conflictivo.

A partir de allí, se buscó crear un terreno común a todos los enfoques sobre el estudio de la financierización mediante la identificación de canales de transmisión de la literatura empírica, especialmente los relacionados a la inversión productiva. Para ello, se distinguieron dos dimensiones. Por un lado, la dimensión nacional de la financierización, donde se incluyen todos los canales de transmisión del régimen financierizado para una economía cerrada (el pago de rentas y dividendos que reduce los recursos líquidos disponibles, el efecto desincentivo de las ganancias tienen frente a la inversión productiva y la acumulación de excedentes en la forma de activos financiero). Por otro, la dimensión internacional de la financierización, donde se incluyen un grupo mas heterogéneo de variables más vinculado a la dinámica del sector externo y la economía global.

Bajo este esquema, se buscó indagar la especificidad que adquiere la financierización en América Latina con un marcado sesgo empírico. Para ello se trabajó con indicadores agregados, contables y financieros sobre uso de la liquidez y emisión de deuda corporativa.

A nivel agregado, se realizó un estudio pormenorizado de la dinámica macro de las principales ocho economías de América Latina en el periodo 2000 a 2015. Mediante una taxonomía que clasificó a cada país según su estructura exportadora y su grado de integración financiera. Se observó que los grupos de países financieramente menos integrados tuvieron un desempeño inicialmente mejor, vinculado al ciclo de commodities, y tras 2012 se estancó. Los financieramente más integrados, en cambio, utilizaron el contexto de excesiva liquidez internacional para sustituir financiamiento de la cuenta corriente por flujos de portafolio, manteniendo el balance de pagos superavitario casi todos los años, escapando al ajuste externo e incluso acumulando reservas.

A nivel desagregado, se estudió en profundidad la finacierización de NFC y la dinámica de la inversión productiva. El abordaje metodológico consideró un gran panel de empresas mediante la sistematización de microdatos contables con amplia apertura de información.

Por un lado, s se estimó un modelo econométrico de microdatos de panel mediante el método de GMM utilizando el enfoque de determinantes de la inversión basado en los de modelos post-keynesianos de restricción de liquidez. En línea con los trabajos sobre el tema, se encontró que los controles usuales como ventas, ganancias operativas, deuda, q-tobin y efectivo en el balance tienen los signos y la significatividad esperada. Como novedad, y a diferencia de los resultados en países desarrollados, no fue posible dar cuenta de una significatividad directa del efecto negativo de los indicadores asociados a los canales nacionales de la financierización como son pagos de dividendos, el ingreso financiero y la acumulación de activos financieros. Igualmente, y como canal específico de financierización, se observa una no linealidad según el tamaño del activo. Para el grupo de firmas más grandes, simular a los países desarrollados, los pago de dividendos y la rentabilidad financiera impacta negativamente en la inversión productiva.

Estos resultados son señal de que los canales usuales mediante los cuales se caracteriza la relación entre inversión y financierización tienen un efecto acotado en nuestra región.

Esta diferencia podría explicarse por la menor escala de agentes institucionales en América Latina en contraposición al régimen financierizaciado de los países centrales, especialmente en la presión por distribución de dividendos y la estrategia de gestión corporativa.

Luego, se estudiaron los canales de transmisión de la dimensión internacional de la financierización a partir del volumen y destino del nuevo endeudamiento corporativo en mercado de capitales. Allí tambien se construyó un panel de microdatos con información sobre emisiones primarias de deuda según tipo de moneda matcheada con datos de los estados contables para el mismo grupo de países y empresas del ejercicio empírico anterior. Esta base combinada permitió indagar el efecto de las fuentes financieras y la estructura patrimonial de las firmas. Allí se observó que los flujos de fondos provenientes de emisión primaria de deuda denominada en moneda extranjera y los mayores beneficios financieros influyeron positivamente en la expansión de la inversión en activos financieros en los balances de las NFC, en especial luego de del 2009. Esta evidencia es compatible con otros trabajos sobre el tema y resulta relevante a la luz de la estrategia de carry trade registrada en la región para este periodo.

Como aporte propio, y en términos de la literatura sobre financierización, los resultados encontrados dan cuenta de un canal poco estudiado de transmisión de la dimensión internacional de la financierización, que termina desincentivando la inversión productiva en favor de la inversión financiera.

INDICE

1. Introducción general ……..……..10

2. ¿Qué es la financierización? La hegemonía de las finanzas y la dimensión nacional e internacional de la financierización desde la perspectiva de los países periféricos……..17

2.1. Introducción
2.2. El nacimiento de la globalización financiera
  2.2.1. CGV y las transformaciones en la producción global
  2.2.2. Flujos financieros y el nuevo orden monetario global
  2.2.3. Dinámica agregada de los mercados financieros en América Latina
2.3. El enfoque de la financierización
  2.3.1. ¿Que es "financierización"?
  2.3.2. Dimensión nacional y dimensión internacional
2.4. El concepto de "financierización subordinada"
2.5. Conclusiones

3. Desempeño macroeconómico, dinámica sectorial e integración financiera en América Latina en los 2000s……..……63

3.1. Introducción
3.2. La "década latinoamericana"
3.3. Tipologías: perfil exportador e integración financiera
  3.3.1. Aspectos generales
  3.3.2. El grado de integración financiera
  3.3.3. El perfil exportador
  3.3.4. Etapas de crecimiento
3.4. 2003-08: crecimiento y 'super-ciclo de commodities'
  3.4.1. La demanda
  3.4.2. Resultado fiscal y dinámica general del gasto público
  3.4.3. La dinámica sectorial
  3.4.4. Sector externo: "la dominancia de la cuenta corriente"
3.5. 2010-15: desaceleración y QE
  3.5.1. La demanda
  3.5.2. Valor agregado sectorial
  3.5.3. El sector externo: la dominancia de la cuenta financiera y los flujos de capital
3.6. Conclusiones
3.7. Anexo

4. Financierización y dinámica inversora en empresas No Financieras de América Latina: un estudio a partir de los estados contables 2000-2015…….133
4.1. Introducción
4.2. La inversión productiva y el canal de la financierización
4.2.1. Los modelos de liquidez interna
4.2.2. Financierización e inversión productiva
4.3. Dinámica agregada de la inversión en América Latina
4.4. Muestra y fuente de información
4.4.1. ¿Por qué balances de empresas? El enfoque de los flujos brutos en la hoja de balances
4.4.2. El trabajo con la base de datos
4.4.3. Distribución sectorial de la muestra
4.4.4. Representatividad por países
4.4.5. Una clasificación por tamaños de las firmas
4.5. El canal de la financierización y los hechos estilizados de la financierización en base a información de los estados contables para América Latina
4.6. Estimaciones
4.6.1. El modelo empírico
4.6.2. Resultados
4.7. Conclusiones
4.8. Anexo

5. Flujos de capitales, deuda corporativa y activos líquidos en las hojas de balance de las empresas no financieras en el contexto del QE …….205
5.1. Introducción
5.2. Antecedentes
5.2.1. Fondeo externo y el "puzzle de la estructura de capital"
5.2.2. El QE y la emergencia del Ciclo Financiero Global
5.2.3. Financiamiento corporativo en los mercados de capitales y el rol de los intermediadores sustitutos
5.3. Flujos de capitales y deuda corporativa
5.3.1. Nociones sobre mercados de financiamiento en América Latina
5.3.2. Flujos de capitales
5.3.2.1. Desde el exterior
5.3.2.2. Hacia el exterior
5.4. La deuda corporativa en América Latina 2000 a 2015
5.4.1. Residencia versus nacionalidad
5.4.2. Aspectos metodológicos sobre la base de datos
5.4.3. Estadísticas descriptivas
5.4.4. Modelo econométrico
5.5. Resultados
5.6. Conclusiones
5.7. Anexo

6. Conclusiones generales……...276

CAPITULO I

Introducción general

La expansión de las finanzas ha transformado radicalmente el funcionamiento de la economía global, configurado el régimen de hegemonía financiera que vivimos hoy día. La riqueza financiera mundial (suma de pasivos y activos financieros totales) creció del 65% del PBI mundial desde principios de 1970s, al 100% a comienzos de los 1990s, para llegar al 345% en la actualidad (Lane y Milessi-Ferreti, 2017). Lo mismo podría decirse al considerar otros indicadores como son los flujos de portafolio, el empleo en el sector finanzas, el valor agregado financiero sobre el PBI total, el volumen de la compra-venta de acciones en mercados organizados o la creación y popularización de instrumentos financieros cada vez más complejos como índices y derivados.

Y aunque la relevancia de las finanzas sobre la economía es un fenómeno que a la vista resulta evidente para cualquiera, incluso para alguien no especialista en temas financieros o económicos, el mayor impacto de ello no ha sido cuantitativo, sino cualitativo. Es decir, la hegemonía financiera no se reduce solamente al extraordinario crecimiento del volumen o precio de los activos financieros en la relación a la economía real, sino que ha implicado el surgimiento de actores, instituciones y prácticas financieras que deben ser tenidas en cuenta inexorablemente para entender la dinámica capitalista actual.

En este contexto, el interés por los trabajos que estudian los efectos negativos de los mercados financieros sobre la economía real se han multiplicado con fuerza durante los últimos años. Bajo la categoría algo heterogénea de financierización se agrupan un

número muy variado de investigaciones que tiene por objeto entender estas transformaciones en el mundo actual.

Tanto es así, que el interés por lo financiero no se reduce exclusivamente la categoría de financierización, sino que abarca una variedad muy amplia problemas entre los que pueden mencionarse los modelos de riqueza financiera y desigualdad, integración financiera y crecimiento, globalización financiera y crisis, o los debates en torno al ciclo financiero global (Rodrik, 1998; Stiglitz, 2000 Piketty y Saenz, 2003; Eichengreen y Bordo, 2002; Borio, 2014; Bruno y Shin, 2017)

Una razón de tal interés quizá se deba al tratamiento algo incompleto que la economía convencional hace sobre el desarrollo de los mercados de capitales y sus efectos sobre la economía real. Aún dentro de los modelos que consideran dinero y producción, suele suponerse la existencia de estructuras de financiamiento perfectamente flexibles dejando fuera la posibilidad de existencia de desajustes de flujos de caja e inversión, burbujas en activos o el sobre-endeudamiento (Modigliani y Miller, 1958; Modigliani y Brumberg, 1954).

A modo de ejemplo, siguiendo el enfoque estándar, la ausencia de restricciones para el acceso al crédito bancario o de mercados de capitales implica que las firmas podrían aprovechar rápidamente oportunidades de inversión mediante la concurrencia de fondeo externo emitiendo nueva deuda. Por ello, se afirma que la estructura financiera de las firmas debería ser neutral sobre las decisiones de inversión, incluyendo la tenencia de efectivo u otra medida de liquidez interna (Jorgenson, 1971). En el caso de los consumidores, sucede algo similar. El hecho de financiar trayectorias de consumo estables no debería verse afectada por el efecto de ingresos reales que no sean permanentes. Esto excluye la posibilidad de la existencia eventos disruptivos producto de burbujas en activos financieros o efectos de inequidad financiera (Lucas, 1976)

Sin embargo, esto no es así. La evidencia empírica demuestra la existencia de sesgos cognitivos, efectos riqueza, efectos desigualdad y la no neutralidad de la estructura financiera sobre las decisiones de inversión y consumo como dimensiones relevantes que deben ser tenidas en cuenta (Kahneman, 2003; Shyan-Sunder y Myers, 1999; Meyer y Sullivan, 2013)

Producto de ello, una abundante la literatura teórica y empírica se han propuesto revincular de manera de manera fundamental la dinámica de lo financiero con la economía real. Dentro de esta tradición podríamos ubicar a la literatura de financierización.

Un punto especial debe hacerse en torno al término financierización. Y si bien esta categoría se ha popularizado enormemente en la actualidad, tanto que funciona de referencia directa para hablar del crecimiento de los mercados de capitales, la desregulación y la rentabilidad financiera incluso más allá de la economía, es importante destacar que no existe una única definición sobre que significa financierización. Bajo este rótulo conviven un número muy variado de definiciones.

Desde la escuela regulacionista, Boyer (2000) y otros suelen enfatizar la naturaleza y la especificidad que adquieren las finanzas en un régimen de estancamiento de salarios y consumo impulsado por deudas. Desde la tradición keynesiana y post-keynesiana, y siguiendo el esquema original de Tobin (1965), los recursos internos disponibles en una firma pueden alternativamente ser invertidos en activos productivos o financieros. Asimismo, Minsky (1975) enfatizó sobre el carácter disruptivo del desarrollo de las finanzas en la economía real, fomentando la inestabilidad del sistema económico y afectando negativamente el ciclo y la inversión productiva. Ambas cosas llevaron a Stockhammer (2004) y otros a plantear la tendencia al estancamiento del sistema económico a medida que crece el valor agregado financiero en EEUU y otros países centrales. Desde el marxismo, por su parte, Duménil y Lévy (2004) y otros, enfatizan el rol de las ganancias financieras en la recomposición de los beneficios en las empresas corporativas no financieras, pudiendo dar lugar a un efecto desplazamiento de la inversión productiva dada la dificultad de obtener esos rendimientos en actividades productivas.

De modo que esta literatura sobre financierización, y otra tanta sobre el principio de no neutralidad de las finanzas, constituyen los antecedentes más relevantes de la presente investigación. Igualmente, deben tenerse presente tres particularidades. La primera de ellas es que la literatura de financierización aún posee muchas áreas de investigación en desarrollo. Como consecuencia de ello, la categoría misma de financierización se encuentra aún en transformación. Igualmente, a nivel empírico, se han observado avances significativos y se observa una mayor convergencia sobre los canales de transmisión de

la financierización. En especial, luego de los años 2010s con la emergencia de una serie de estudios en base a microdatos contables sistematizados que han generado un terreno común para el debate actual. Una parte importante del trabajo de esta tesis se enfocará a aportar claridad sobre este tema.

La segunda es una característica histórica. Como sabemos, el proceso de expansión de las finanzas no ha sido homogéneo entre países. Al observar los mismos indicadores a nivel mundial distinguiendo lo sucedido en países desarrollados y países en desarrollo, casi la totalidad del fenómeno se explica por lo que pasó en los países centrales, principalmente EEUU. Y es algo lógico, ya que el origen de estas transformaciones han sido el resultado endógeno a las necesidades de reconfigurar el modelo de acumulación fordista en los centros. Debido a ello, desde la perspectiva de los países periféricos la financierización aparece como algo que nos viene dado de manera exógena. Es decir, primero hay una financierización de los países centrales, luego de la economía mundial y posteriormente de la economía de los países periféricos. En este sentido, las características más relevantes de la financierización se encuentran necesariamente mediadas por la dinámica del sector externo.

La tercera es una dimensión conceptual. Producto de lo anterior, la literatura académica sobre financierización tiene un marcando un sesgo inicial hacia el estudio de sucedido en los países centrales. Por ello, y aunque existen varios aportes sumamente relevantes para entender lo que sucede en los países periféricos, la especificidad que adquieren los canales de transmisión de la financierización sobre la economía de América Latina no ha sido estudiado aún con suficiente profundidad.

El aporte general de esta tesis se relaciona con la comprensión de la especificidad que adquiere la financierización en América Latina, en especial, el efecto diferencial que tiene lo que se denominará dimensión nacional e internacional de la financierización sobre inversión productiva y la estructura financiera de las grandes empresas no financieras.

A nivel conceptual, y a partir del desarrollo de la categoría de financierización subordinada y dimensión internacional de la financierización, se espera aportar a la comprensión de los efectos de las variables mayormente asociadas al sector externo y los flujos de capital internacionales. Como consecuencia de ello, lo que llamaremos dimensión nacional de la financierización se encuentran relegada ya que nuestros países

llegan a la financierización con un trayectoria estructural e institucional distinta que la de los países centrales.

A nivel empírico, se espera contribuir al estudio de la frontera de la literatura de la financierización mediante el trabajo con micro-datos contables que permita estudiar los efectos de la financierización en las grandes empresas no financieras. Para ello se relevará una amplia variedad de evidencia agregada y desagregada, incluyendo bases de datos de construcción propia sobre emisión de deuda corporativa en mercados financieros internacionales, que logren dar cuenta de este problema en las principales ocho economías de América Latina (LAC8) como son Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú, México, Uruguay y Venezuela. En su conjunto, estas ocho economías representan casi el 90% del PBI de todo América Latina y el Caribe (CEPAL, 2015).

Con este fin, esta tesis se dividirá en seis capítulos incluyendo esta introducción general. Para facilitar la lectura, cada capítulo contará con su propia introducción, conclusiones y anexo cuando así se requiera. La organización expositiva de los temas y las conclusiones en cada una las secciones pretenden estar parcialmente autocontenidas como estrategia para guiar al lector por un conjunto de tópicos que se irán desarrollando de manera consecutiva. Sin embargo, es la intensión de esta tesis que cuando el lector llegue a al final comprenda un conjunto de transformaciones muy relevantes, que fueron presentadas por separado, pero que forman parte del mismo núcleo temático atravesado en forma medular por la financierización en América Latina.

En el capítulo dos, se realizará un estudio detallado de la literatura teórica y empírica sobre el concepto de financierización. Allí se comenzará por explorar las transformaciones en la economía mundial que dieron forma al ascenso de las finanzas. Para ello, se buscará entender los cambios históricos en la organización mundial de la producción, en orden monetario y los cambios regulatorios en EE.UU. y los países desarrollados. Posteriormente, a nivel conceptual en torno al término financierización, dar cuenta y comparar la multiplicidad de tradiciones teóricas que confluyen en torno al mismo problema. Además de la tradicional distinción por escuelas de pensamiento económico, se propondrá una clasificación propia según dos dimensiones presentes en la literatura empírica como son la *dimensión nacional e internacional de la financierización* con el fin de identificar con mayor claridad los canales de transmisión de la

financierización. Asimismo, y dada la relevancia de la dimensión internacional, se propondrá el uso del concepto de financierización subordinada como formato de interpretación de la especificidad de estas transformaciones en los países en desarrollo.

En el capítulo tres, y haciendo uso de un conjunto sumamente amplio de variables macroeconómicas a nivel nacional y regional, se realizará un estudio pormenorizado de la dinámica macroeconómica de las principales ocho economías de América Latina como son Argentina, Brasil, Colombia, Chile, Perú, México, Venezuela y Uruguay (LAC8) durante los últimos quince años. Previo al análisis, se abordarán algunas especificidades metodológicas, se dará cuenta del grupo de países elegidos, el recorte temporal y presentará una taxonomía propia que permita clasificar países de acuerdo a su estructura exportadora y su grado de integración financiera. El objetivo de este capítulo será comprender la performance del PBI, sector público, cuenta corriente y cuenta capital y financiera en cada país y en cada una de las distintas etapas. Sobre esta base firme, luego, será posible interpretar correctamente los sucedido en la región al momento de evaluar la dinámica de la inversión productiva y la deuda corporativa a nivel sectorial y para grandes empresas.

En el capítulo cuatro, se evaluará la vigencia los canales de transmisión de la dimensión nacional de la financierización sobre la inversión productiva de las firmas no financieras de América Latina. Respecto a la evidencia empírica, y como uno de los aportes de esta tesis, se sistematizará una base original y detallada que contiene información contable de grandes empresas no financieras de América Latina para los últimos quince años. La base de datos contará con un detalle a nivel firma de la situación patrimonial, ventas, inversión, deuda, activos financieros según tipo, ganancias operativas, ganancias financieras y pagos de dividendos, entre otros. Primero, se dará cuenta de la dinámica general de la formación bruta de capital en la región. Luego, se presentará el conjunto de antecedentes en la literatura en torno a los modelos de inversión y liquidez interna y el conjunto de trabajos empíricos similares en el mundo y la región. A continuación, se expondrán una serie de consideraciones respecto a la representatividad de la muestra, los países y la relevancia de considerar el enfoque metodológico de fuentes y usos de la liquidez. Después de ello, se presentará la dinámica general de las principales variables sobre rentabilidad, inversión, ventas, pago de dividendos, tenencia de activos financieros, entre otras, buscando motivar algunas ideas fuerza que sirvan para establecer las principales

relaciones a partir de las cuales se estimará un modelo empírico. En la siguiente sección se presentará el modelo empírico y sus resultados. El objetivo del mismo será establecer el peso de los canales nacionales de financierización a partir de los determinantes de la inversión basado en el enfoque post-keynesiano de restricciones liquidez interna de la firma. Además de los controles usuales, al modelo se incorporara controles específicos para cuantificar la relevancia de los canales nacionales de transmisión de la financierización. Finalmente, se presentarán las conclusiones. En un anexo se incluirá un detalle sobre los códigos de variables utilizadas y alguna otra información relevante.

En el capítulo cinco, se estudiarán los canales de transmisión de la dimensión internacional de la financierización a partir del volumen y destino del nuevo endeudamiento corporativo en el mercado de capitales internacional. Para ello, y como otro de los aportes de esta tesis, se construyó una base propia que contiene micro-datos de emisiones primarias de deuda en los mercados financieros internacionales a nivel empresa y moneda en LAC8 en los últimos quince años. En primer lugar, se destacará el contexto de adopción de los programas *Quantitative Easing* en los países centrales y las implicancias del mismo para los países emergentes y la emisión de deuda corporativa. Luego, para brindar un mayor detalle al respecto, se presentará un análisis de la dinámica agregada de los flujos de capitales brutos desde y hacia el exterior para América Latina en los últimos 20 años. A continuación, se analizarán aspectos metodológicos sobre la construcción de la base de datos de deuda corporativa, destacando la relevancia de mantener un registro en base a nacionalidad por sobre residencia. Seguido a esto, se presentarán los principales hechos estilizados del endeudamiento corporativo en la región durante los últimos 20 años a partir de los registros de micro-datos financieros. En la sección siguiente, se presentará el modelo empírico y sus resultados. El objetivo del mismo es evaluar el destino del flujo financiero de fondos del exterior y la conexión de ello con la deuda corporativa. Siguiendo la especificación de Bruno y Shin (2017) sobre los determinantes de la estructura financiera de las firmas y en base a un set estándar de variables que incorpora otras relacionadas con la dimensión internacional de la financierización, se estimará un modelo empírico que estudie los efectos de la emisión de deuda corporativa en dólares vis-a-vis la tenencia de activos financieros. Finalmente, se presentarán las conclusiones. En el anexo se dará mayor detalle sobre las variables de la

base y los códigos de agrupamiento para el estudio de la dinámica del balance de pagos desde los flujos brutos.

Por último, se extraerán conclusiones generales en base a lo desarrollado en cada capítulo. Allí, se buscará poner en valor los aportes de la tesis. Se buscará enmarcar los aportes de esta tesis desde una mirada del conjunto, enfatizando sobre la necesidad de adoptar un abordaje específico sobre la financierización en América Latina que privilegie el rol de la dimensión internacional de la financierización. Finalmente, se comentaran las posibles líneas de investigación que se abren a partir de este trabajo.

CAPITULO II

¿Qué es la financierización? El nacimiento de la hegemonía de las finanzas y la dimensión internacional de la financierización en los países periféricos

1. Introducción

Desde los años 1970s y con mayor profundidad desde los 2000s, se ha registrado un proceso de fuerte expansión de los mercados de capitales a nivel internacional.

La expansión de las finanzas es producto de un conjunto de transformaciones en el orden monetario global y de la organización mundial de la producción, originadas principalmente en Estados Unidos, Europa occidental y Japón, que crearon las condiciones para la hegemonía de las finanzas en las décadas siguientes (Kindleberger, 1973; Block, 1977; Eatwell y Taylor, 2005; Obstefld y Taylor, 2017).

Según información del Banco Mundial, la compra-venta de acciones en los mercados organizados pasó del 7% del PBI mundial en 1970s a más del 40% a mediados de los 1990s, y ya supera el 120% del PBI mundial en la actualidad. De manera equivalente y según información de FMI recopilada por Alfaro, Kalemi-Ozcan y Volosovych (2014), los activos financieros que a comienzos de los 1970s representaban el 70% del PBI, a comienzo de los 1990s eran del 133% y en los 2000s ya eran del 216%.

Esta tendencia creciente de la importancia de las finanzas sobre la economía real también se observa al considerar otros indicadores como el valor agregado sectorial, el empleo en las finanzas, el grado de endeudamiento de los hogares, el intercambio de activos en mercados organizados, y el mayor peso de los flujos de capitales en el balance de pagos,

entre otros. Sin embargo, esta tendencia no ha sido homogéneo entre países. Al distinguir entre países centrales y periféricos, y para América Latina en particular, el peso del crecimiento de las finanzas es mucho menor, dando lugar a un conjunto de particularidades que deben tenerse en cuenta al momento de estudiar los efectos de la financierización los países periféricos.

El objetivo de este capítulo será explorar el tratamiento en la literatura del concepto de financierización, contraponiendo los distintos enfoques en la literatura que abordan la caracterización del régimen de financierización y buscando un terreno común a todos los que permita un correcto abordaje desde la perspectiva de los países periféricos y de América Latina.

A modo introductorio, primero se dará cuenta de las transformaciones del orden monetario global y el nacimiento de la globalización financiera en clave histórica. Allí se enfatizará la identificación de los cambios regulatorios, principalmente en los EEUU, para dar cuenta de como esto posibilitó la hegemonía de las finanzas en las décadas siguientes. También se relevará la dinámica agregada de conjunto de variables vinculadas con los mercados financieros como forma de dar cuenta de un conjunto de hechos estilizados de la economía global durante los últimos 50 años y en torno al cual el enfoque de la financierización ofrecerá una respuesta.

A continuación, se presentarán las variedades de definiciones sobre el término financierización. Allí, se estudiaran en profundidad las definiciones presentadas por las distintas escuelas y sus diferencias con el fin de buscar puntos de contacto entre los diversos enfoques. Derivado de ello, se propondrá una clasificación propia según dos dimensiones presentes en la literatura empírica sobre financierización como es la *dimensión nacional* e *internacional de la financierización* que traten de sintetizar las principales relaciones. Esta nueva clasificación nos permitirá avanzar sobre con una conceptualización que permita distinguir posibles canales de transmisión para abordar el problema desde la experiencia de América Latina.

Por último, se presentarán algunas conclusiones parciales del capítulo. Allí se enfatizarán las limitaciones del abordaje convencional para tratar la relación entre finanzas y economía real, destacando la importancia del planteo crítico del enfoque de la financierización. Sin embargo, se advertirá sobre los riesgos de adoptar de forma directa la interpretación de la literatura tal y como esta planteado en países centrales. Producto de ello, y a partir de una clasificación que destaque la dimensión nacional e internacional

de la financierización, se enfatizará la relevancia de evaluar en mayor profundidad los canales de financierización en los países periféricos.

2. El nacimiento de la globalización financiera

2.1. EEUU y las transformaciones en la producción global

A partir de 1970s comienza a gestarse un conjunto de cambios regulatorios, comerciales, productivos y del orden monetario internacional en las economías de los países centrales, principalmente en EEUU, que crearon las condiciones para la hegemonía de las finanzas en las décadas siguientes.

Uno de los más relevantes fue la deslocalización de la producción industrial. Lo que tradicionalmente correspondía a actividades llevadas adelante por una única firma integrada a nivel nacional, las actividades productivas se internacionalizaron y comenzaron a ser llevadas adelante por redes-intrafirmas en una escala global. En el surgimiento de este fenómeno coincidieron una multiplicidad de factores entre los que se destacan avances tecnológicos en las telecomunicaciones que amplificó y desarrolló la simultaneidad de la conexión entre los mercados internacionales, el debilitamiento del bloque soviético, acuerdos comerciales y cambios regulatorios en los EEUU que facilitaron los vínculos financieros. Desarrollaremos la dimensión regulatoria en mayor profundidad en el próximo apartado.

Estas redes de producción industrial global han sido largamente analizadas en la literatura. La misma toma distintos nombres como es “desintegración vertical”, “offshoring” o “globalización de la producción”, cuyo formato más difundido a partir de los 1990s el de las Cadenas Globales de Valor (CGV). Bajo este paradigma productivo las firmas segmentan y deslocalizan el proceso de fabricación de bienes en diferentes países dependiendo del costo, los mercados, la logística y la política productiva. El objetivo explícito de este esquema es lograr que la producción funcione idealmente como un sistema de “economías de barcazas” en donde puedan arbitrarse geográficamente costos[1].

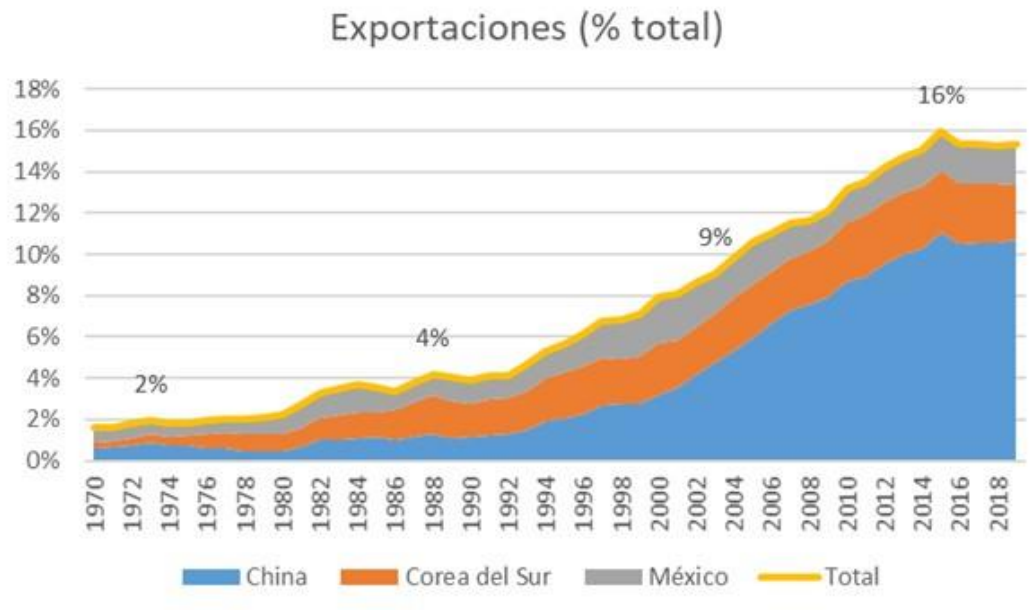
Y aunque la subcontratación de tareas productivas offshore tiene una historia que se remonta hasta 1960s en los EEUU, con la creación de proveedores asiáticos de textiles y

[1] La frase es de Jack Welch, CEO de General Electrical, en el programa televisivo CNN Moneyweek, el 13 de Diciembre de 1998.

bienes de consumo masivo para las cadenas comerciales de departamentos, es en los 1990s cuando la gestión de las CGV se volvió un activo estratégico para las compañías norteamericanas en la disputa comercial con Japón y Europa (Milberg, 2008).

De manera simplificada, la nueva política comercial de EEUU a partir de los 1990s puede dividirse en cuatro etapas, marcadas por los acuerdos comerciales más importantes. La primera fue en 1994 con el NAFTA[2] y la inclusión de México y Canadá en un mercado común norteamericano. Luego siguió la política del 'dólar fuerte' que benefició a las economías asiáticas posterior a las crisis de 1997 para que obtuvieran mayores beneficios en la venta de sus productos. La tercer etapa, y de mayor relevancia, fue la implementación del acuerdo sobre relaciones comerciales permanentes con China (PNRT, por sus siglas en inglés) a partir del año 2000[3]. Como se observa en el gráfico 2.1 a continuación, cada una de estas etapas implicaron un crecimiento en el peso de China, México y Corea en el peso de las exportaciones totales.

Gráfico 2.1. Deslocalización productiva de los EEUU. Detalle sobre exportaciones de China, México y Corea del Sur sobre exportaciones mundiales totales.



Fuente: elaboración propia en base a WDI-Banco Mundial y COMTRADE.

[2] Por las siglas en inglés de 'North American Free Trade Agreement'.

[3] "produce if you sell here, or else tariffs" (Osawa,2017, p.2).

El tema de las transformaciones comerciales generadas por la nueva organización mundial de la producción y el comercio es sumamente amplio y rico para analizar. En lo que respecta a este apartado, lo importante es enfatizar el estrecho vínculo que existe entre los cambios en la forma de producción, la recomposición de la tasa de ganancia empresaria y el surgimiento de la financierización.

En este sentido, la mayor parte de la literatura reconoce en la internacionalización de la producción de los países centrales el punto de partida en el proceso de crecimiento de las finanzas (Milberg y Winkler, 2019).

La posición dominante de los EEUU dentro de las CGV permitió aumentar los márgenes de rentabilidad mediante la disminución de costos de proveedores, trabajadores, cadenas logísticas, exteriorizando muchos de los costos financieros y de inventarios sobre las empresas proveedoras. Sin embargo, según el enfoque de la financierización, estos mayores beneficios no tuvieron como destino la reinversión en sus actividades principales, sino la transferencias de recursos al sector financiero mediante pagos de dividendos, recompra de acciones y compras y adquisiciones de empresas no relacionadas (Milberg y Winkler, 2010; Baud y Durand, 2012).

A partir de allí, se produjo una tendencia muy marcada hacia el desarrollo de una gestión corporativa global que permitiese la internacionalización de los flujos de comercio casi sin restricciones, lo que implicó la desregulación financiera y el crecimiento de los mercados de capitales a escala global (Eatwell y Taylor, 2005).

En mayor o menor medida, hasta los 1970s, los salarios reales en EEUU y el resto de los países centrales crecían de acuerdo a los aumentos de la productividad, reforzando el círculo virtuoso entre producción, consumo e inversión en lo que se conoció como el modelo fordista tradicional. Sin embargo, la incorporación de la mano de obra mexicana y asiática dentro del nuevo esquema de producción global socavó debilito la forma tradicional del régimen de organización de producción industrial y, en definitiva, el funcionamiento de las políticas tradicionales de los estados bienestar.

A nivel institucional, tales transformaciones provocaron una pérdida de empleos en el sector manufacturero, una disminución de la tasa de sindicalización, mayor flexibilización laboral y la desarticulación del modelo de acumulación fordista. En su reemplazo, se configuró un nuevo régimen de acumulación, distinto al fordista de

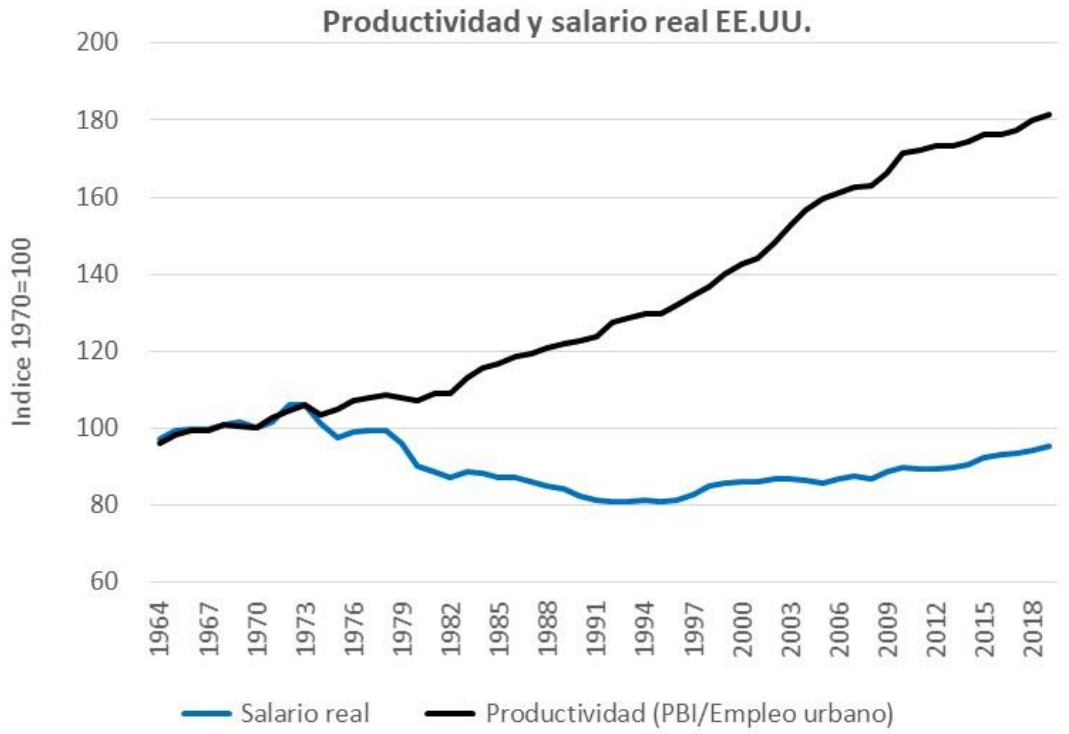
posguerra, cuyos rasgos principales serían la expansión del crédito y el creciente endeudamiento para financiar la demanda de bienes de consumo en sustitución de la mejora salarial (Arrighi, 1994; Boyer, 2000).

Para contraponer ambos regímenes, suelen presentarse un conjunto de hechos estilizados del funcionamiento de la economía de EEUU y los principales países desarrollados que permiten dar cuenta de las principales características y transformaciones de la financierización.

A continuación, revisaremos algunas de estas características como forma de indicar de manera introductoria los principales elementos agregados que suelen referenciarse desde el enfoque de la financierización. Luego, en la siguiente sección buscaremos trazar un paralelismo de estas dimensión con la economía de América Latina con el objetivo de indagar en qué medida la financierización de los países centrales tiene un correlato equivalente en los países periféricos. Es importante destacar que, en este punto, solo se presentarán una serie de características generales que marcan giros en el comportamiento de algunas variables. Por ello, se excluirán explicaciones conceptuales más profundas que serán tratadas en mayor detalle más adelante.

Comencemos entonces con los hechos estilizados usualmente presentados en la literatura sobre financierización de los países desarrollados. El primero de ellos es el estancamiento de los salarios reales a pesar de los aumentos de productividad. Mientras que hasta comienzo de los 1970s los salarios reales acompañaron los aumentos de productividad, a continuación, estos mostraron un persistente estancamiento. Como se observa en el gráfico 2.2. Mientras que entre 1970 y 2018 la productividad en EEUU aumentó un 80%, el salario real se mantuvo virtualmente estancado en términos reales, registrando una caída real del 5%.

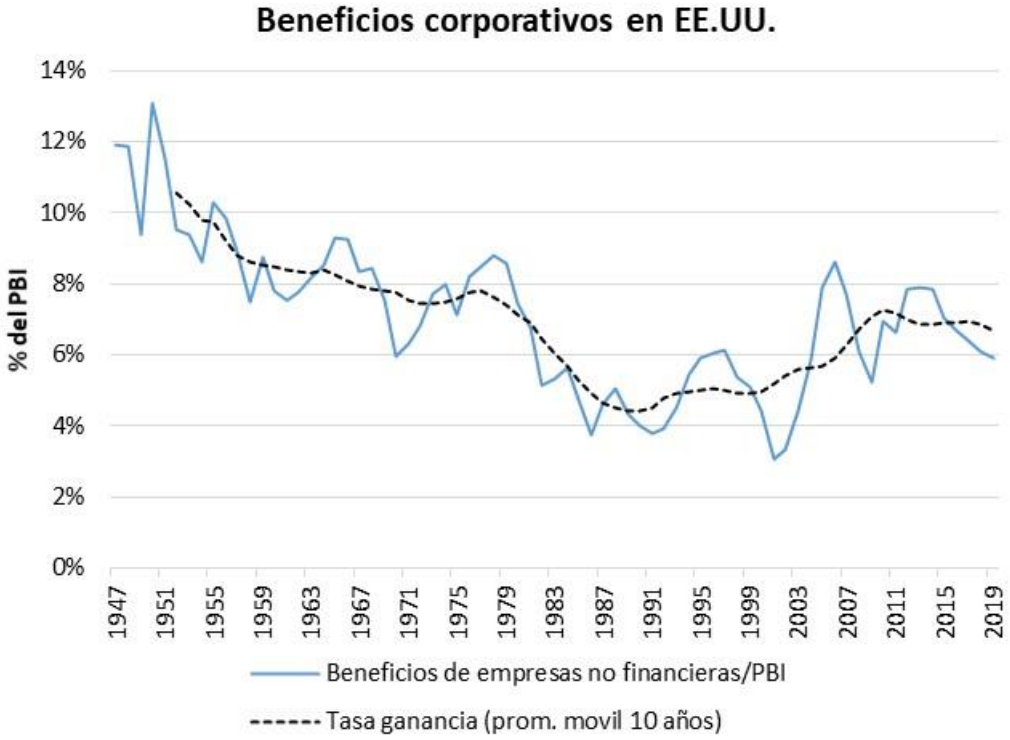
Gráfico 2.2. Productividad del trabajo y salario real de EE.UU. 1964-2019.



Fuente: elaboración propia en base a Federal Reserve of St. Luis.

El segundo hecho estilizado es el freno al deterioro de la rentabilidad de las empresas no financieras. Mientras que desde 1950, y con mayor velocidad hasta comienzo de la década de los 1970s, se observaba una tendencia decreciente en la participación de los beneficios sobre el PBI en EE.UU. Desde comienzos de los 1990s y con mayor fuerza a partir de los 2000s este proceso se revirtió. Como se observa en el gráfico 2.3 los beneficios corporativos sobre el PBI en EE.UU. caen del 8% en 1950 al 4% en 1980. A partir de ese punto, y asociado a cambios en la organización de la producción a nivel global, esta tendencia se interrumpe y los beneficios comienzan a recuperarse. Ya para para los 2000s los beneficios crecen al 6% del PBI y continúan aumentando hasta la actualidad.

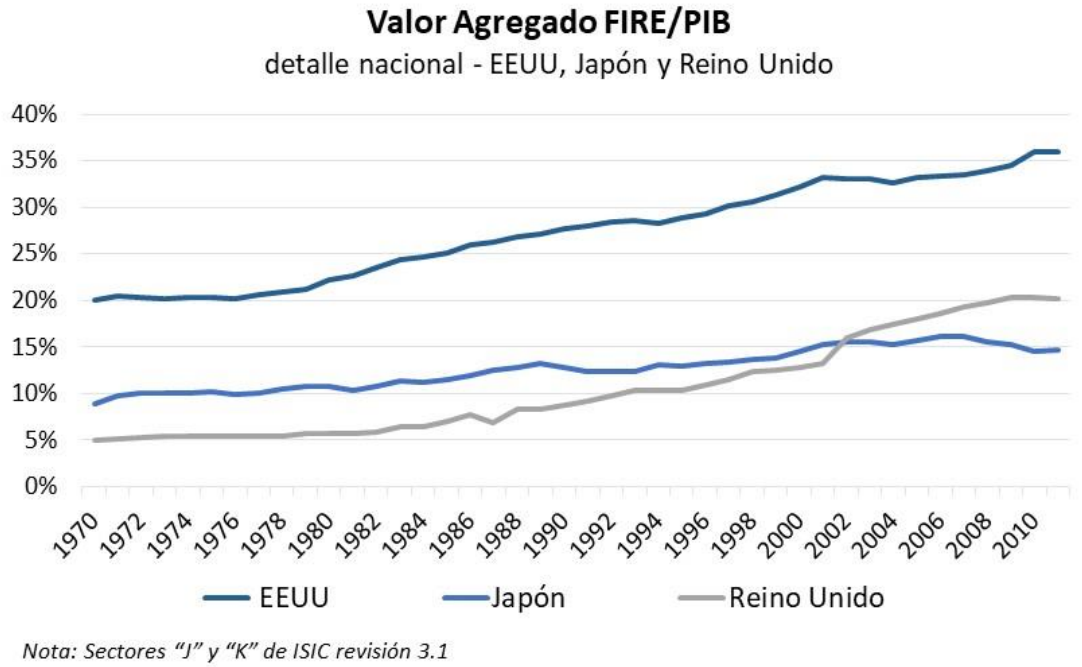
Gráfico 2.3. Beneficios corporativos (antes de impuestos) sobre PBI en EEUU. 1947-2019



Fuente: elaboración propia en base a Federal Reserve of St. Luis.

Un tercer hecho estilizado es el incremento del peso del sector financiero como componente del valor agregado total en los países desarrollados en detrimento del sector manufacturero. Como se observa en el gráfico 2.4 a continuación, desde el comienzo de los 1970s a comienzos de 2010s el valor agregado del sector finanzas y seguros ha tenido una expansión continua. Según Timmer et. al. (2014) sobre el valor agregado sectorial para EEUU, Japón y Reino Unido, mientras que en 1970s el sector Finanzas, Insumos y actividades inmbiliarias (FIRE) (sector J y K del SIC 3.1) representaba el 20% en EEUU, el 9% en Japón y el 5% del valor agregado total en Reino Unido, hacia comienzo de los 2010s estas representan el 36% en EEUU, el 15% Japón y el 20% en Reino Unido. Asimismo, y de acuerdo a la misma estadística, mientras que en 1970s el sector manufacturero (sector C del SIC 3.1) representaba el 22% en EEUU, el 34% en Japón y el 37% del valor agregado total en Reino Unido, hacia comienzo de los 2010s estas representan el 11% en EEUU, el 21% Japón y el 14% en Reino Unido.

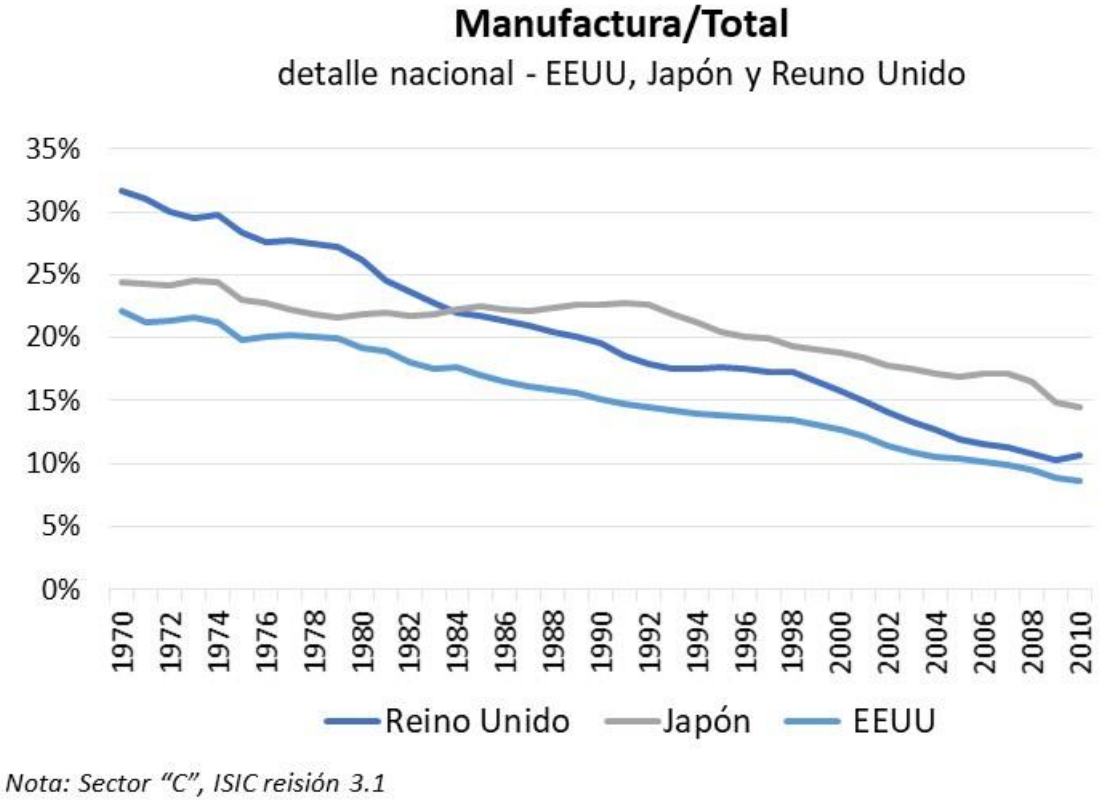
Gráfico 2.4: Valor agregado del sector Finanzas, Seguros y Serv. Inmbiliarios (FIRE) como % del PBI corriente en EEUU, Japón y Reino Unido. 1970 a 2011.



Fuente: elaboración propia en base a Timmer et. al. (2014).

Un cuarto hecho estilizado es la pérdida de dinamismo de la industria como creador de empleo frente al mayor dinamismo del sector financiero. Como se observa en el gráfico 2.5 a continuación, y según información de la base de datos sobre empleo de Timmer et. al. (2014) para EEUU, Japón y Reino Unido, mientras que en 1970s manufactura (sector C del SIC 3.1) representaba el 22% en EEUU, el 24% en Japón y el 32% del empleo total en Reino Unido, hacia comienzo de los 2010s estas representan el 15% en EEUU, el 9% Japón y el 11% en Reino Unido. Asimismo, y de acuerdo a la misma estadística, mientras que en 1970s el FIRE (sector J y K del SIC 3.1) representaba el 9% en EEUU, el 7% en Japón y el 4% del valor agregado total en Reino Unido, hacia comienzo de los 2010s estas representan el 18% en EEUU, el 14% Japón y el 12% en Reino Unido.

Gráfico 2.5: Empleo en el sector Manufacturas como % del Empleo Total en EEUU, Japón y Reino Unido. 1970 a 2011.

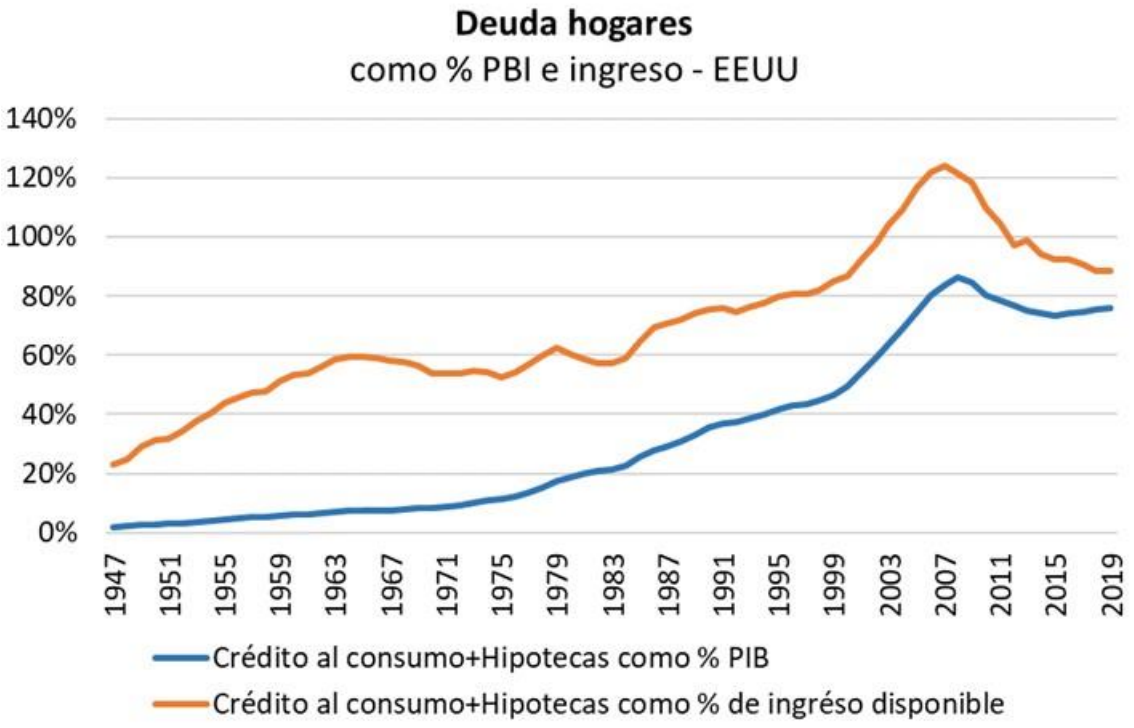


Fuente: elaboración propia en base a Timmer et. al. (2014).

Un quinto hecho estilizado es el crecimiento del nivel de endeudamiento de los hogares. Para la visión de la financierización, la contrapartida del estancamiento de los salarios real se produjo vis a vis la expansión de la intermediación financiera y el endeudamiento de los hogares como mecanismo de sostenimiento de los niveles de consumo. Se afirma que el mayor nivel de endeudamiento y la inflación del precio de los activos funcionó como sustituto del ingreso salarial para sostener los niveles de demanda efectiva (Cynamon y Fazzari, 2008; Barba y Pivetti, 2009). Como se observa en el gráfico 2.6, mientras que en 1970s la suma de deudas de los hogares por créditos al consumo e hipotecas equivalía a 9% del PBI y representaba el 53% del ingreso disponible nacional, hacia comienzo de los 2008 estas deudas equivalían al 86% y representaban el 120% del ingreso disponible nacional para los EEUU. Y si bien luego de la crisis financiera global, el grado de apalancamiento de los hogares disminuyó, los niveles aún se encuentran muy

por encima que en la etapa anterior. La misma dinámica y niveles de endeudamiento son reportados para Alemania, Reino Unido y Países Bajos (Stockhammer, 2012).

Gráfico 2.6 Deuda de los hogares % del ingreso disponible para EEUU. 1947 a 2019.

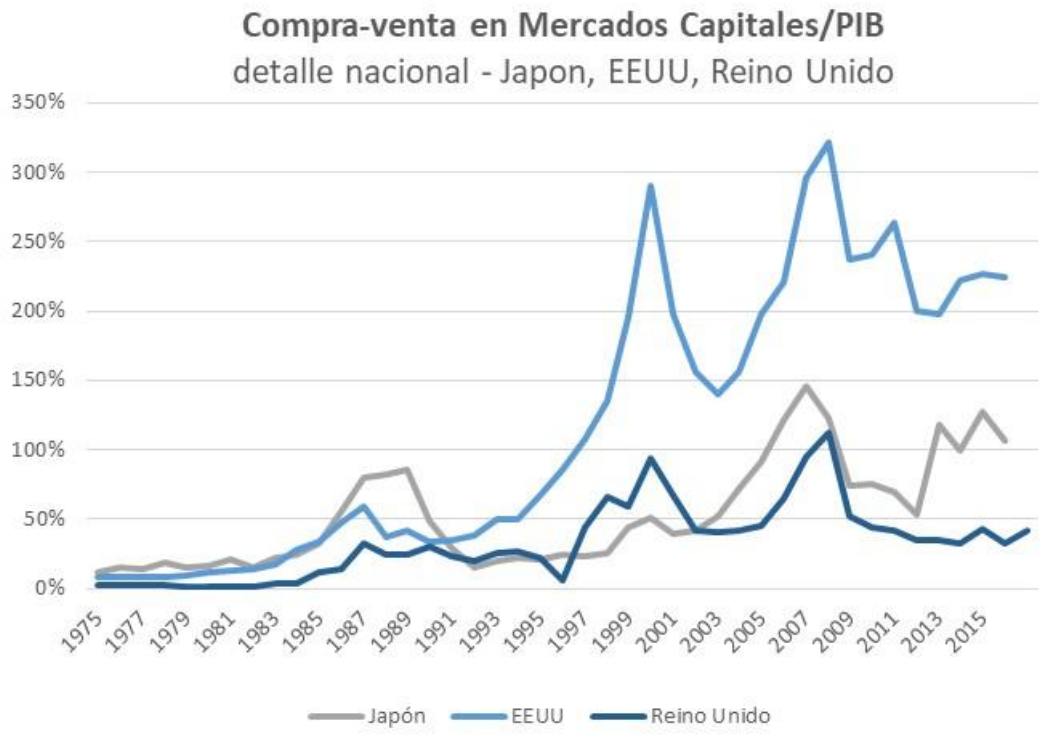


nota: codigo series deuda hogares HHMSDODNS+HCCSDODNS

Fuente: elaboración propia en base a Federal Reserve of St. Luis.

Un sexto hecho estilizado es el aumento de la riqueza financiera en términos de la economía total. Como se observa en el gráfico 2.7 a continuación, según información de Banco Mundial y la FED, la compra-venta de acciones y opciones de acciones en los mercados organizados internacionales paso del 7% del PBI mundial en la década de los 1970s a más del 40% a mediados de los 1990s, y ya supera el 120% del PBI mundial en la actualidad.

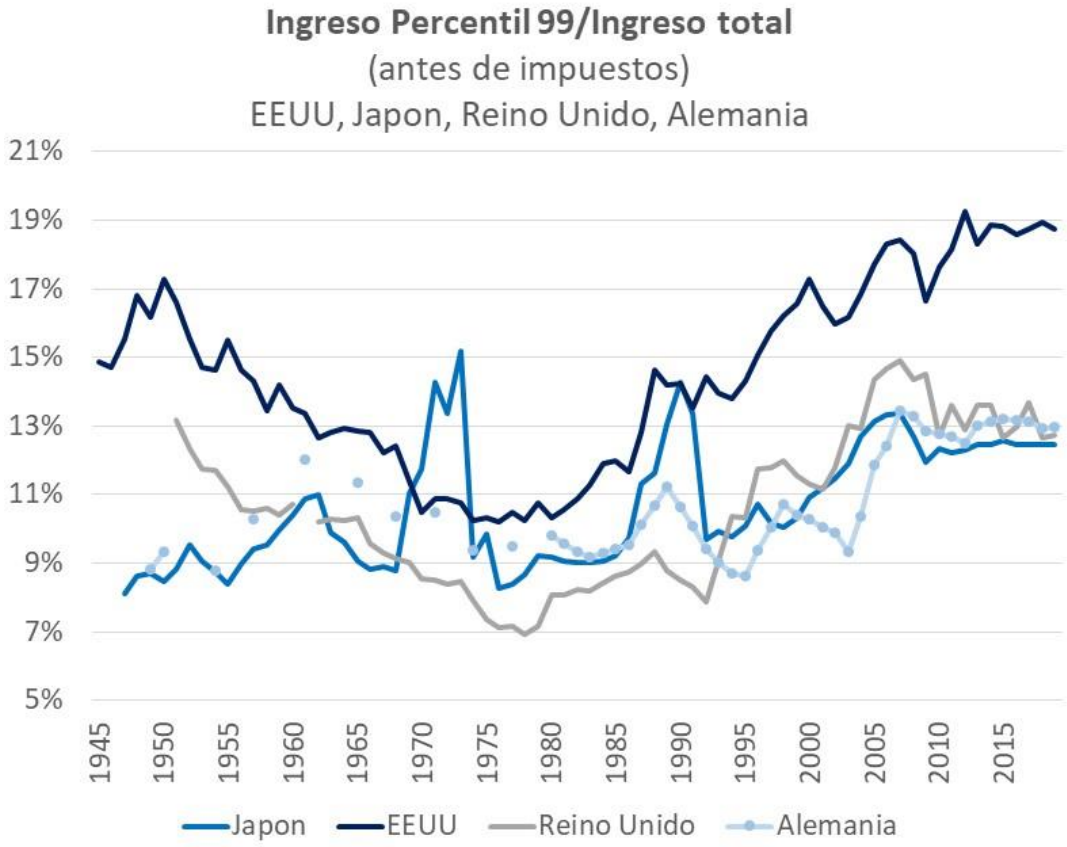
Gráfico 2.7 Compra venta de acciones y opciones en mercados de capital organizados % del PBI corriente en EEUU, Japón y Reino Unido. 1970 a 2011.



Fuente: elaboración propia en base a WDI-Banco Mundial

Como séptimo hecho estilizado podemos mencionar el fuerte incremento de la desigualdad personal y funcional del ingreso. Como se observa en el gráfico 2.8 a continuación, según información de la World Inequality Database, entre la segunda posguerra y 1970s la desigualdad del ingreso mostró una marcada reducción. A partir de allí se observó un estancamiento y luego un crecimiento que no cesó hasta la actualidad. Mientras que en 1970s la participación del 1% de mayores ingresos en el ingreso total (previo a impuestos) era del 11% en EEUU, el 14% en Japón, el 8% en Reino Unido y del 10% en Alemania, en el 2010s trepó al 18% en EEUU, el 12% en Japón, el 15% en Reino Unido y del 13% en Alemania.

Gráfico 2.8 participación del del ingreso del percentil 99 sobre el ingreso total EEUU, Japón, Reino Unido y Alemania. 1945 a 2019.

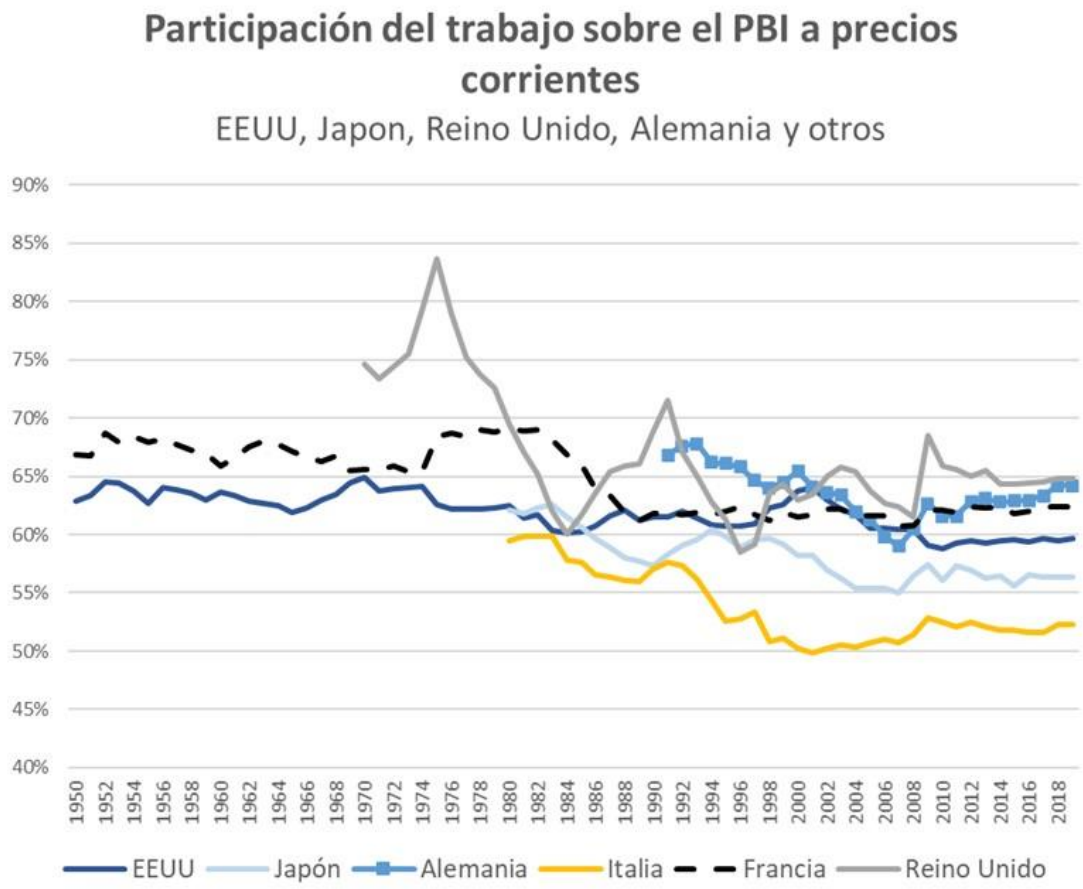


Fuente: elaboración propia en base a World Inequality Databse

La misma tendencia se observa al considerar la distribución funcional del ingreso. De hecho, la cuestión de la distribución funcional tiene aún más importancia que la distribución personal en la literatura sobre financierización. En el gráfico 2.9 a continuación se presenta esta información según el registro OCDE y la FED. Al igual que con la participación personal del ingreso, el periodo de quiebre más relevante también se da en la década de 1980s y se profundiza hacia los 2000s. En el caso de los EEUU, la participación del trabajo en el ingreso nacional total paso del 65% en 1950 al 59% para 2019, en Francia paso del 67% en 1950 al 62% en 2019. Para el resto de los países, la información cuenta con un menor recorrido, pero también se observa la misma tendencia al deterioro. En el caso del Reino Unido, la participación del trabajo en el ingreso nacional cayó del 75% a mediados de los 1970s al 65% en 2019. En cuanto a Japón paso del 62%

en 1980 a 56% en 2019. En Italia , de 59% en 1980 a 52% en 2019. Para Alemania paso de 67% a 59% en 2006 a partir de allí revirtió parcialmente la caída.

Gráfico 2.9 participación del ingreso laboral sobre el PBI a precios corrientes EEUU, Japón, Reino Unido, Alemania, Francia e Italia. 1950 a 2019.

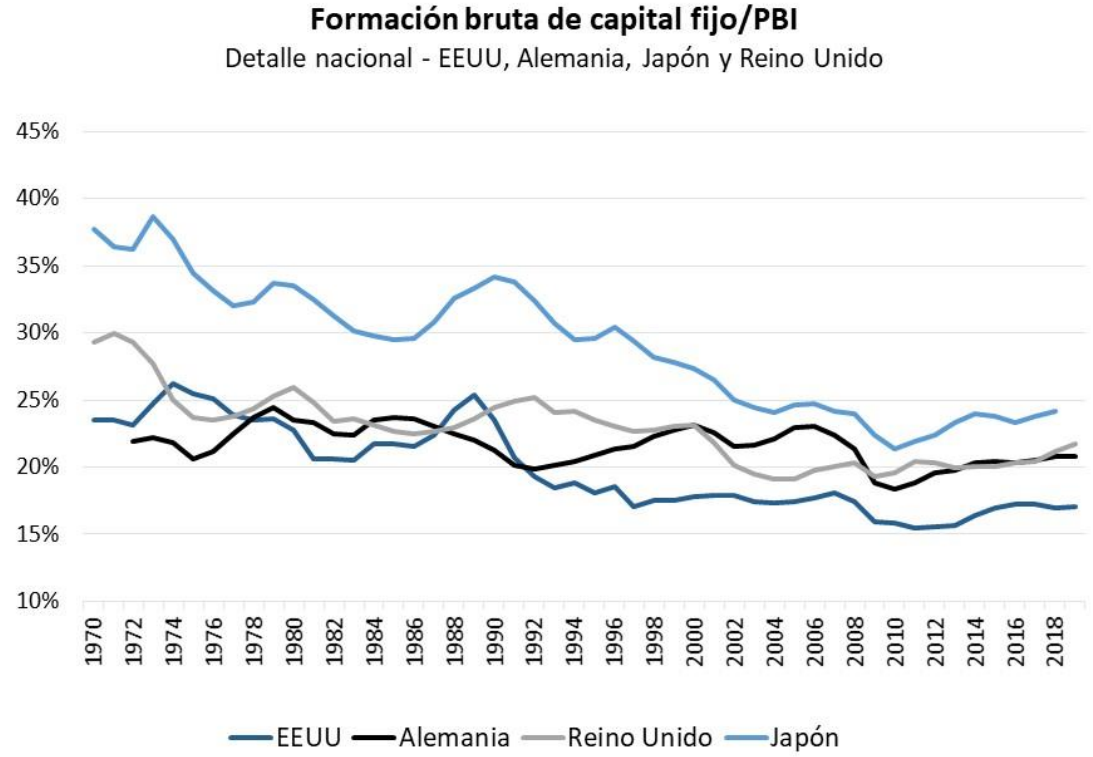


Fuente: elaboración propia en base a Federal Reserve of St. Luis y OECD

Como octavo hecho estilizado aparece el menor nivel de acumulación de capital fijo e inversión productiva como indicador de una tendencia secular a la menor inversión productiva a pesar de la recomposición de la rentabilidad. Como se observa en el gráfico 2.10 a continuación, según información de Banco Mundial, la formación bruta de capital fijo en términos del PBI paso en el promedio de la década de los 1970s del 26% del PBI para los EEUU, 22% para Alemania, del 30% para Reino Unido y del 36% para Japón, a 19% para EEUU, 21% para Alemania, 24% para Reino Unido y 30% para Japón para el

promedio de la década los 1990s, y se redujo al 16% para EEUU , 20% para Alemania, 20% para Reino Unido y 23% para Japón para los 2010s.

Gráfico 2.10 Formación bruta de capital fijo en EEUU, Japón y Reino Unido. 1970 a 2019.



Fuente: elaboración propia en base a WDI-Banco Mundial

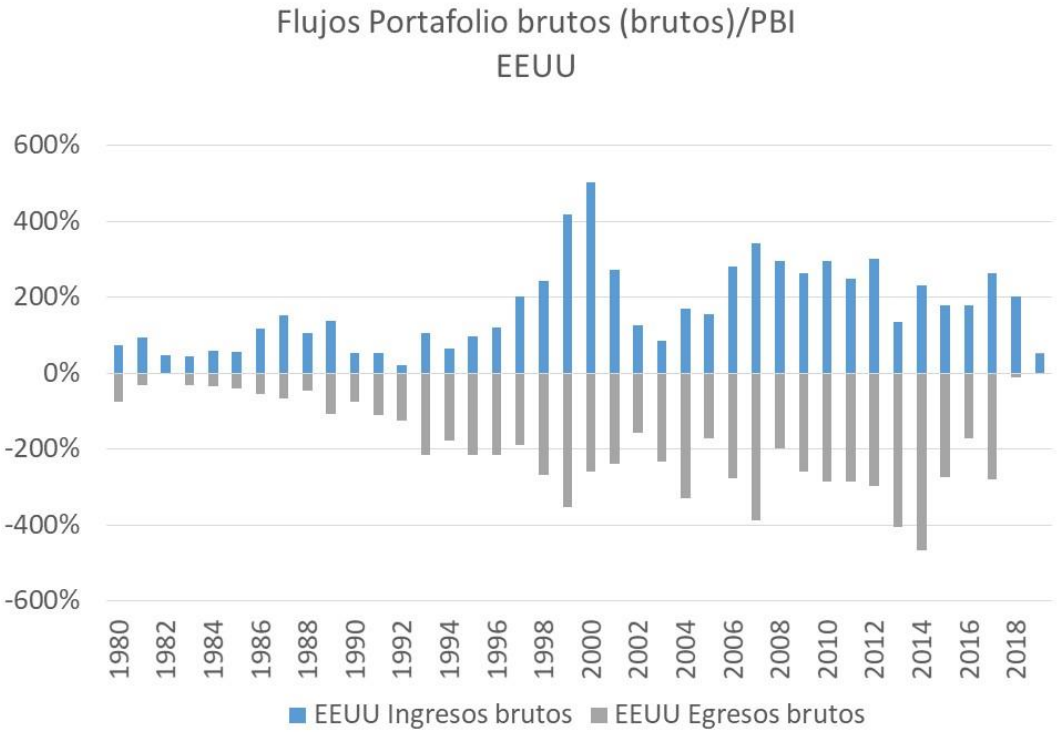
Todas estas transformaciones nacionales implicaron un fuerte crecimiento de los flujos financieros de capital, especialmente entre países desarrollados. Esto da paso al noveno y ultimo hecho estilizado como es el un aumento del peso de los flujos de portafolio sobre la economía real. Como se observa en el gráfico 2.11 a continuación, según información del IFS-IMF recopilada por Alfaro, Kalemi-Ozcan y Volosovych (2020) y en el detalle para la economía de los EEUU, mientras que a comienzos de la década del 1980s la suma de los flujos brutos de portafolio[4] representaban un 20% del PBI de EEUU, ya para los 2000s se encontraban en el orden 180% y en la actualidad representan algo mas del 230%. Asimismo, y como han dado cuenta Rey (2015), Davis y Van Wincoop (2018) y otros, la

[4] Porfolio investment=equity+debt+other investment.

creciente globalización financiera ha implicado que los flujos ingresantes e ingresantes hayan crecido de manera simultánea e incrementado su correlación. Es así que el crecimiento de los flujos brutos se da tanto por el crecimiento flujos ingresantes y egresantes de manera simultánea.

Como analizaremos en mayor detalle cuando se comente sobre la dimensión internacional de la financierización, el crecimiento de los flujos financieros internacionales tuvo un profundo impacto sobre la forma en la cual se organizan las finanzas a nivel internacional y la política monetaria nacional. En un contexto de regulación de los flujos de capitales, los objetivos de política económica doméstica (bajo desempleo) podían llevarse adelante sin que ello significase movimientos desestabilizadores en el tipo de cambio. Sin embargo, la expansión de los mercados de activos bajo administración de los mercados puso una cantidad inmensa de recursos capaces de desafiar la fijación cambiaria. El abandono simultaneo de los controles de capital y el movimiento hacia regímenes cambiarios de flotación implicó una perdida de la capacidad de ejercicio de la política monetaria, donde no fue posible aislar la política cambiaria de los ataques especulativos de grandes magnitudes de flujos financieros (Eichengreen, 2008).

Gráfico 2.11 Flujos brutos de portafolio % del PBI corriente en EEUU. 1980 a 2019.

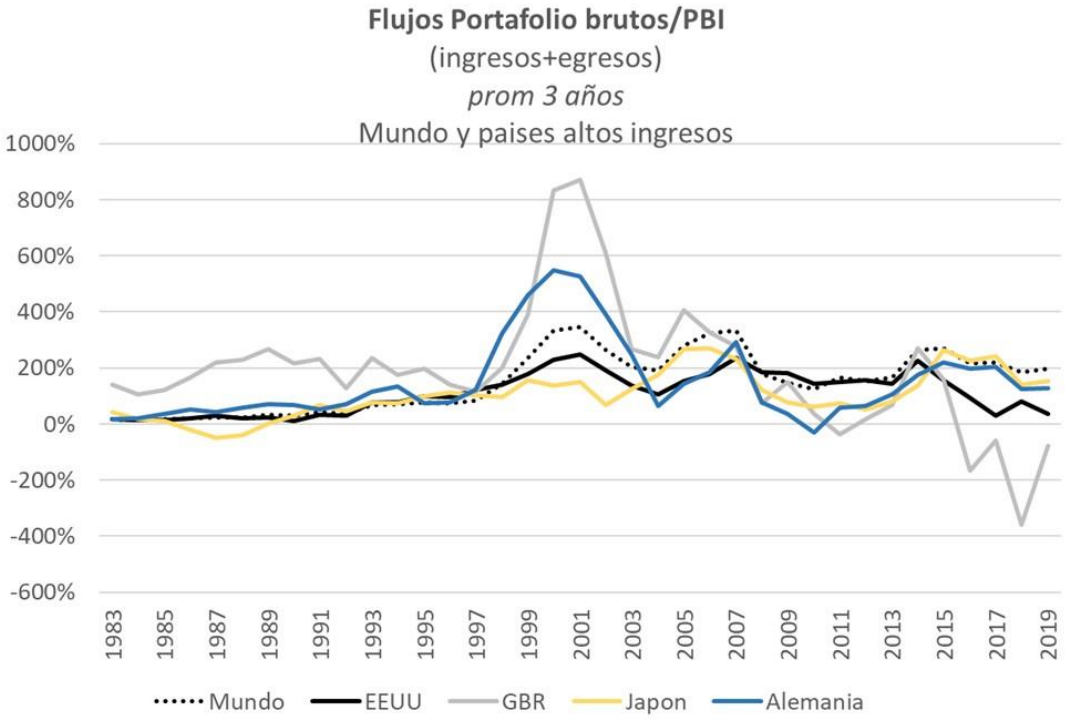


Nota: Clasificación segun registro BOP5,6

Fuente: elaboración propia en base a IFS-FMI y Alfaro, Kalemi-Ozcan y Volosovych (2020).

Una dinámica equivalente se registra en el resto de los países de altos ingresos. Como se observa en el gráfico 2.12 a continuación, en base a la misma fuente de información y para un promedio móvil de tres años, se observa que a comienzos de la década del 1980s la suma de flujos brutos de portafolio representaban un 27% del PBI, a mediados de los 90's eran el 120% del PBI y en la actualidad ya supera el 230% del PBI, siendo los flujos de portafolio de los países desarrollados el componente más dinámico de todo el periodo.

Gráfico 2.12 Flujos brutos de portafolio % del PBI corriente en países desarrollados seleccionados y mundo. 1983 a 2019.



Nota: Clasificación segun registro BOP5,6

Fuente: elaboración propia en base a IFS-FMI y Alfaro, Kalemi-Ozcan y Volosovych (2020).

Resumamos un poco lo visto hasta el momento. A partir de este conjunto de indicadores agregados se representa la forma más general partir de la cual se identifican como hechos estilizados de la financierización en los países centrales. Los mismos son importantes porque plantean con claridad las tendencias generales en torno a la rentabilidad empresaria, el crecimiento del valor agregado financiero, la perdida del empleo industrial, la distribución y los flujos de capitales, entre otros. Muchas de estas tendencias también se verifican al considerar mayores niveles de desagregación tomando balances de empresas (Krippner, 2005; Duménil y Lévy, 2005).

Con esto en mente podremos avanzar en tres direcciones. En primer lugar, indagar en mayor profundidad los cambios regulatorios que posibilitaron tales transformaciones, sobre todo a nivel global y dieron pie el boom de los flujos financieros internacionales. En segundo lugar, observar si una dinámica equivalente a la registrada en este grupo de variables se registra para los países de América Latina. En tercer lugar, dar cuenta de las

distintas explicaciones sobre el fenómeno de la financierización en la literatura, contraponer las visiones y buscar los canales destacados que nos permitan comprender mejor el estudio de estas relaciones en América Latina.

2.2. Transformaciones en el orden monetario global

A fines de los 60 y principios de los 70 el régimen de acumulación mostraba algunos signos de agotamiento. La inflación, el déficit fiscal y las demandas salariales estaban generando una crisis de legitimidad al interior del sistema capitalista de los países centrales respecto a su funcionamiento, donde los grupos de poder exigían un conjunto de transformaciones que elevaran la tasa de ganancia y permitieran a las firmas la reorganización de la producción a escala global.

La categoría orden monetario internacional es un definición muy empleada en literatura de las finanzas internacionales. Siguiendo a Mundell (1972) es posible distinguir entre *sistema* y *orden monetario.* Estas mismas definiciones son compartidas por otros autores como McKinnon (1993), Block (1977), Eichengreen (2008), y otros. El sistema monetario internacional hace referencia a la suma de los dispositivos a partir los cuales los países organizan entre sí sus relaciones económicas internacionales como formato de determinación de los flujos comerciales y de capitales entre las fronteras nacionales[5]. En especial los instrumentos de crédito y de fijación de tasas de interés, tipos de cambio y de reglas nacionales de intervención y su vinculación con las formas de supervisión también llamada cooperación. El *orden monetario* más estable que el *sistema monetario*, que abarca el marco de leyes, convenciones y regulaciones en torno al cual el sistema se desempeña.

Desde la finalización de la segunda guerra mundial y hasta comienzo de los años 1970 el sistema monetario global estuvo regido por los llamados acuerdos de Bretton Woods. En el marco de la recuperación de posguerra, con la memoria del crack del 1930 y el telón de fondo de la disputa geopolitca con el comunismo en la mitad oriental del mundo, los Estados crearon un conjunto de normas con el objetivo de inhibir la actividad financiera privada y promover la recuperación mediante la inversión productiva (Santarcángelo, 2017).

[5] "El sistema monetario internacional es el pegamento que amarra a las economías nacionales entre sí" (Eichengreen, 2008, p. 1).

Las reglas del esquema “patron dólar-oro” establecian que todos los países tenían un tipo de cambio fijo frente al dólar y este fijo frente al oro, había libre convertibilidad de transacciones comerciales frente al dólar pero control a los flujos de capitales de corto plazo. Para el resto de los países, los desajustes permanentes comerciales debían ser cubiertos con créditos bilaterales o mediante cantidades (crecimiento u achicamiento oferta monetaria), mientras que EEUU podía financiar parcialmente su déficit con emisión (Mckinnon, 1993).

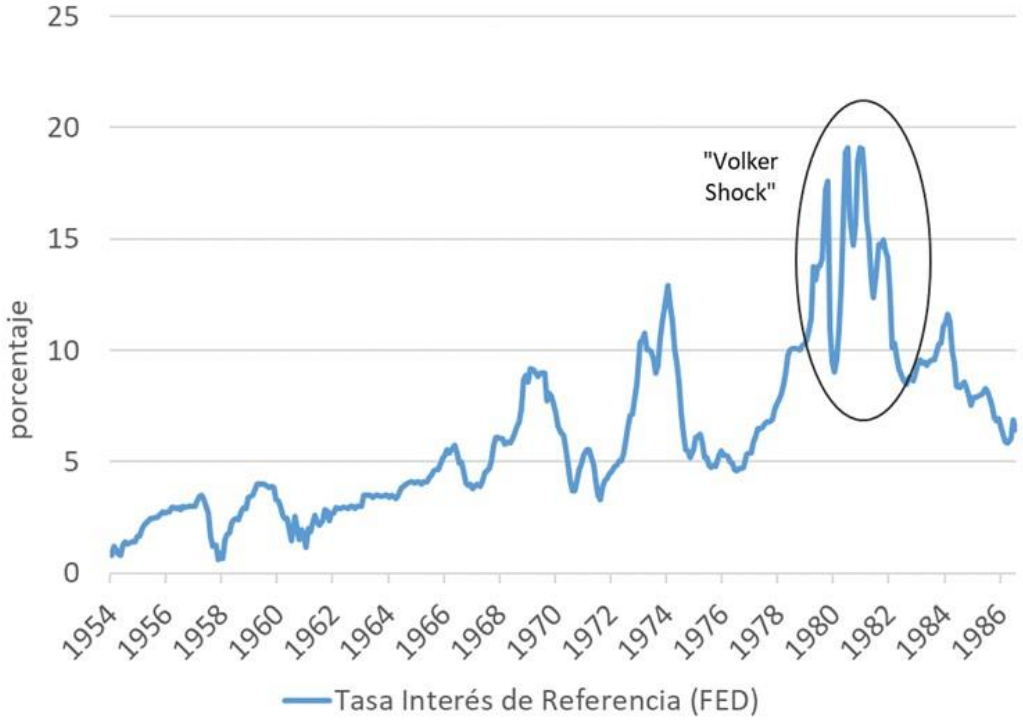
El surgimiento de la globalización financiera de las décadas siguientes de la mano de un conjunto de transformaciones en el sistema monetario global vigente desde Bretton Woods.

El primer gran cambio se produjo en 1971, con el abandono del régimen de tipo de cambio fijo del dólar frente al oro. La explicación más utilizada para explicar esto es conocido “dilema de Triffin”, que aseguraba que al ser el dólar la unidad de cambio global, existía una inconsistencia entre los objetivos de política monetaria global y el valor de la moneda. La necesidad de ser proveedor de liquidez global obliga a los Estados Unidos a ser deficitario con el resto del mundo, sin embargo, este déficit erosiona la confianza en el valor del dólar y con ello la capacidad de defender el tipo de cambio fijo.

Hacia 1979 se produce una segunda transformación. En el contexto de la suba de precios del petróleo y la aceleración de la inflación, la llegada de Paul Volker al frente de la Reserva Federal produjo un giro monetarista de la política económica, acentuando la necesidad de reducir el déficit fiscal y la emisión monetaria. Fue allí cuando se llevó adelante una agresiva política de incremento en la tasa de interés de referencia, la cual registró un agresivo aumento del 25% en dos meses (de 13,8% a 17%), llegando a tocar el 20% en julio de 1981.

Siguiendo a Kripner (2005), es posible afirmar que parte de la elite estadounidense buscó sacar provecho de los mercados de capitales internacionales, reorientando el sistema global de liquidez hacia objetivos políticos domésticos que le permitan escapar de las restricciones fiscales y externas que comenzaron a pesar sobre el contexto nacional. De algún modo, las nuevas reglas de acceso a los mercados de capitales globales centradas en la hegemonía de los EEUU les permitían a las autoridades patear hacia adelante la elección de demandas sociales en competencia de manera casi indefinida.

Gráfico 2.13. Tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de EE.UU. Años 1954-1986.



Fuente: elaboración propia en base a Federal Reserve of St. Luis

La suba de tasas de intereses de la FED generó un flujo masivo de fondos hacia los EEUU, especialmente del reciclaje de los Euro-dólares. Tal cosa es lo que dio lugar al surgimiento de los mercados de derivados, inicialmente cambiarios, como mecanismos de cobertura comercial que luego fue el formato que irían adoptando el resto de las actividades financieras (Eatwell y Taylor, 2005). Como espejo de esto, para las economías latinoamericanas, esto significó el comienzo de una década de problemas en el sector externo motivada por la pesada carga de la deuda, hiperinflaciones, destrucción de la capacidad productiva y nulo crecimiento.

Como tercera gran transformación, se tomaron una serie de medidas de liberalización del sistema financiero de los EEUU que acentuaron la expansión y crecimiento de los mercados de capitales y el endeudamiento. Es aquí donde nos encontramos con a una dinámica que marcará la trayectoria institucional que paulatinamente terminó dando origen a la hegemonía de las finanzas las décadas posteriores.

En un contexto de retracción del rol del Estado de diversos espacios de la vida económica, se hizo central la necesidad de sustituir el crédito público por crédito privado para sostener

el crecimiento. Esto produjo la eliminación de una serie de regulaciones sobre el sistema financiero y bancario que comenzaron a finales de los 1970s, se profundizaron durante los 1990s y tuvieron un desarrollo completo durante los 2000. A partir de allí, es posible pensar a la hegemonía del capital financiero de los años 2000s en adelante, son el resultado inadvertido de una nueva configuración del marco regulatorio en el intento de la elite política de los Estados Unidos por resolver problemas de conflictividad social en otros ámbitos no exclusivamente económicos (Kripnner, 2005; 2011).

Enumeremos algunas de las principales transformaciones al interior de los EEUU. En primer lugar, desde 1980 y hasta 1996 se registró un paulatino relajamiento de la normativa conocida como "Glass-Stegall Act". Esta normativa establecía la separación operativa entre los negocios de banca comercial y la banca inversión. Esta regulación tenía su origen en 1933 cuando las autoridades, luego del crack del 1930, tenía por finalidad evitar el involucramiento de los bancos en actividades financieras especulativas como forma de evitar otra burbuja bursátil. Años mas tarde, la flexibilización paulatina del límite significó un flujo masivo de fondos de los usuarios de servicios financieros hacia los bancos para operar en los mercados de capitales. En 1998 la Glass-Stegall fue formalmente eliminada (Fasianos et al., 2016) [6].

En paralelo a ello, también se llevó adelante una flexibilización de la normativa sobre tasas de interés de bancos. Estos debates se conocieron como la disputa de la *regulación Q*. Y si bien los techos a las tasas de intereses que los bancos podían pagar a empresas privadas fue formalmente eliminada en 1970 como respuesta la quiebra de la compañía de trenes "Penn Central Railroad", hubo una fuerte demanda del sistema bancario de EEUU por hacer lo mismo para el caso de los depósitos de los ahorristas. Las condiciones de la *regulación Q* era una potestad de la FED a través de una normativa que establecía techos para las tasas de interés que podían pagar los bancos a sus depositantes. La cuestión era de especial importancia para la regulación sobre el sistema bancario ya que la *regulación Q* lo que hacía era controlar el fondeo de los bancos y, de manera indirecta, la capacidad de estos de prestar discrecionalmente. Por ejemplo, la proporción del pasivo de sus portafolios dedicados a créditos hipotecarios en relación a créditos de consumo y otros más lucrativos de corto plazo. Como se ve, la flexibilización de la *regulación Q* era

[6] La FED flexibilizó la regulación en 1980s permitiendo a los bancos obtener beneficios de la tenencia de activos financieros en hasta el 5% del total de su rentabilidad. El umbral fue relejado posteriormente a 10%, en 1996 a 25% y en 1998 la regulación fue formalmente eliminada.

un complemento a la flexibilización de la Glass-Steagal Act. Tras un largo debate legislativo, en 1980 se crearon los certificados negociables de depósitos bancarios brindando el instrumento necesario para crear un mercado interbancario que termine con la r*egulación Q.*

En tercer término, el monitoreo y la gestión del crédito se hizo más fácil a partir de sistemas informáticos para el monitoreo de las carteras en sustitución del tradicional "cara a cara". Y lejos de tratarse de un posible riesgo sistémico para los bancos, los reguladores llegaron a postular los beneficios de la "democratización del crédito" ya que se registraba una ampliación de la base de deudores y la magnitud del crédito en relación al PBI a la vez que crecía. Sin embargo, todas estas medidas marcaron un quiebre en el tradicional modelo de endeudamiento para la adquisición de bienes durables por otro basado en la compra de productos no esenciales y de mínimo valor.

En el apartado siguiente relevaremos el conjunto de indicadores agregados comúnmente presentados como estilizados de la financierización en los países periféricos para dar cuenta de estas diferencias.

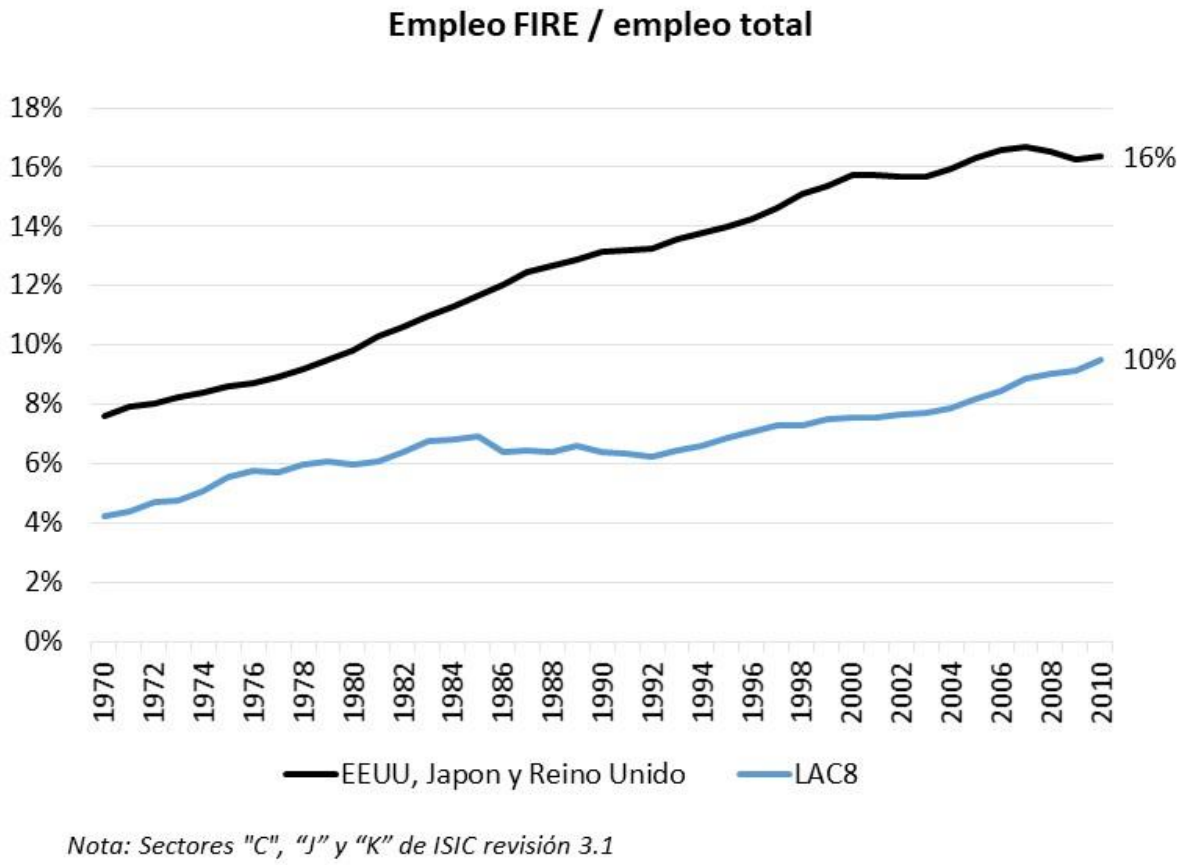
2.3. *Indicadores agregados en América Latina*

Una forma fácil de aproximarse rápidamente a la financierización en los países periféricos, y en América Latina en particular, es observar los indicadores previamente relevados como hechos estilizados de la financierización para los países centrales y compararlos con lo sucedido en los países periféricos. Analicemos algunos de ellos para dar cuenta de los sucedido en términos generales.

Para simplificar la presentación, utilizaremos regiones agregadas. Para América Latina se considerarán las principales ocho economías de la región como son Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú, México y Venezuela. Estas economías dan cuenta de casi el 90% del total del PBI del continente (CEPAL, 2015).

Comencemos por el valor agregado financiero. En los países de América Latina no se observa una expansión equivalente a la de los países desarrollados. Mientras hacia finales de los 2010 en los países desarrollados la relación FIRE/PBI era de 31% en los países de América Latina es del 13%.

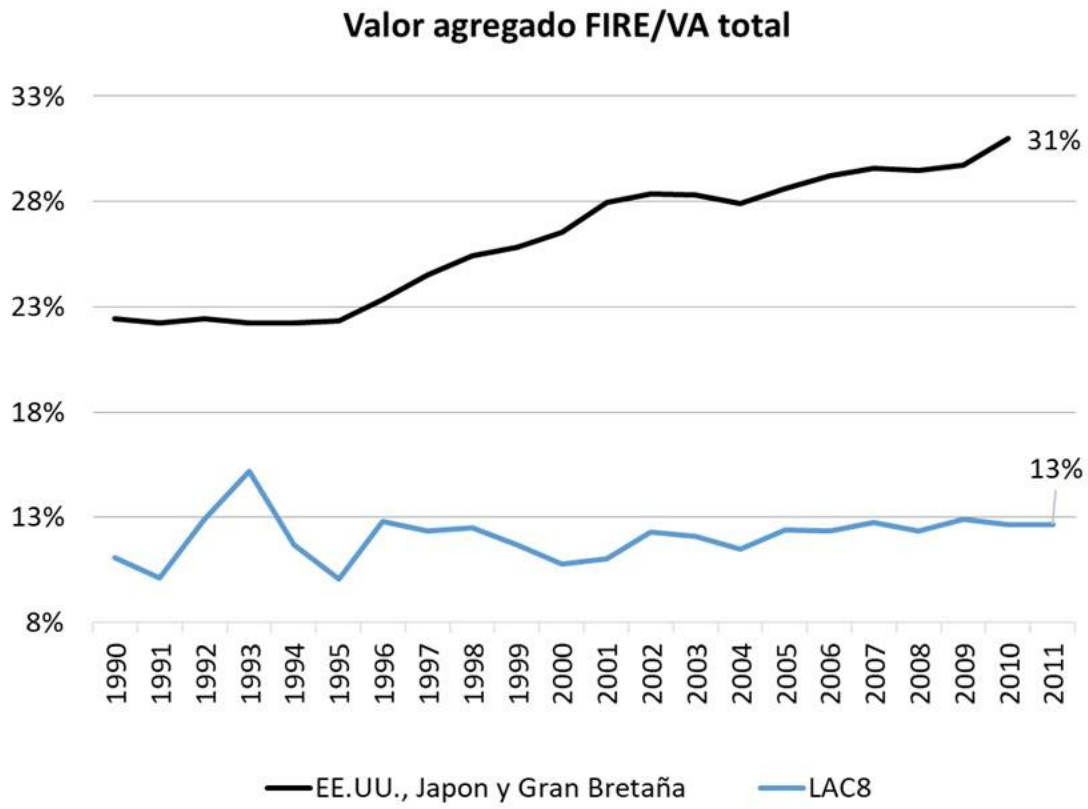
Gráfico 2.14. Empleo en el sector FIRE y Manufacturas como % del empleo total en América Latina y en Países Desarrollados. 1970 a 2011.



Fuente: elaboración propia en base a Timmer et al (2014)

En el caso del empleo, el resultado es similar. Como se observa en el gráfico 2.15 a continuación, y a pesar de que la tendencia del empleo en FIRE es creciente, especialmente a comienzos de los años 2000, el nivel del del mismo es mucho menor que en los países desarrollados. Entre 1970 y 2010 el empleo de FIRE sobre el empleo total creció de 4% a 10%, con un marcado avance recién desde el 2000 donde supero el 7%, mientras que en los países desarrollados avanzo de manera constante desde el 8% al 16%.

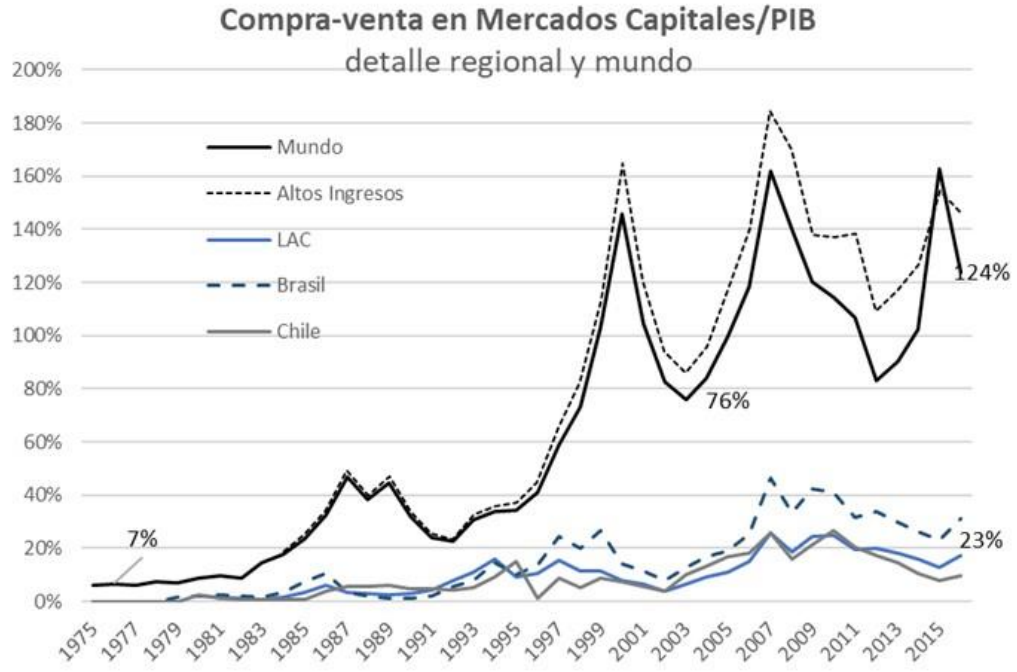
Gráfico 2.15 Valor agregado del sector Finanzas, Seguros y Serv. Inmbiliarios (FIRE) como % del PBI corriente en países de América Latina1970 a 2011.



Fuente: elaboración propia en base a Timmer et al (2014) y CEPAL

En cuanto a la relevancia de los mercados de capital, y como se observa en el gráfico 2.16 a continuación, la compra-venta de acciones en los mercados organizados para LAC8 paso del 2% del PBI en la década de 1970s a 3% del PBI mediados de los 90's, y al 21% del PBI para el año 2018. En cambio, en los países de altos ingresos creció desde el 6% en la década los 1970s, hasta el 120% en la actualidad.

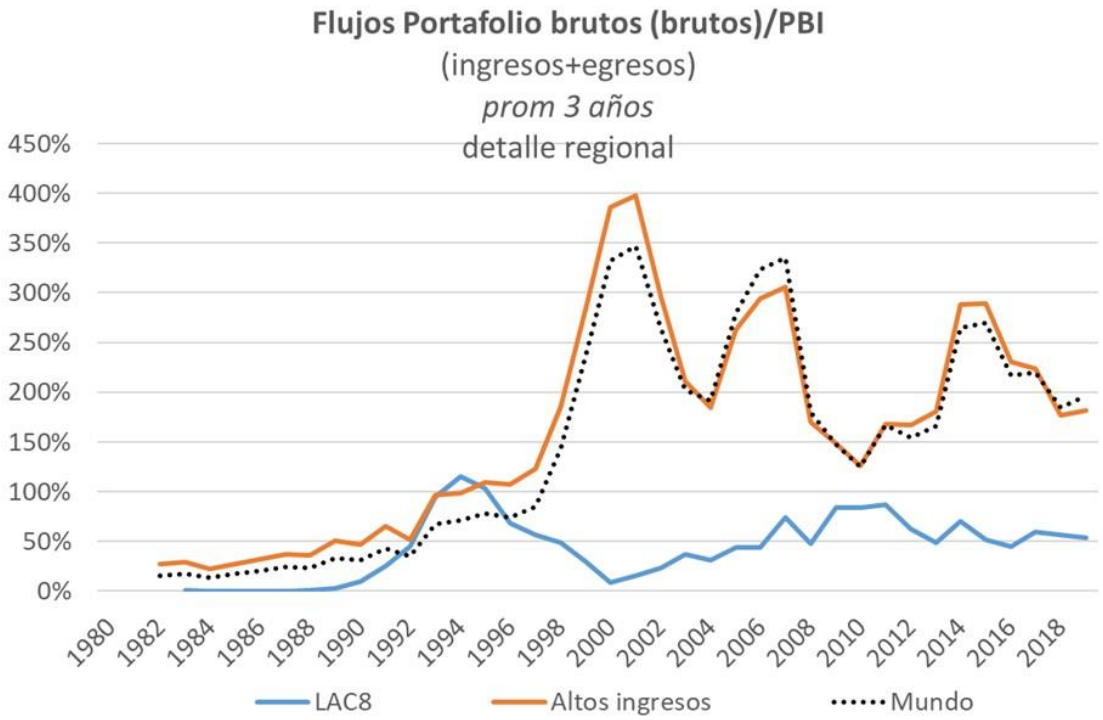
Gráfico 2.16 Compra-venta de acciones y opciones en mercados organizados % del PBI corriente en América Latina y el resto del mundo. 1975 a 2018.



Fuente: elaboración propia en base a WDI-Banco Mundial.

Esta tendencia también se observa al considerar otros indicadores agregados sobre la dimensión nacional de la financierización. En especial, el peso de los flujos brutos de capital sobre la economía real. Como se observa en el gráfico 2.17 a continuación, y según las estadísticas de Alfaro, Kalemi-Ozcan y Volosovych (2020) presentadas anteriormente, los flujos brutos de bruto de capital pasaron de representar cerca del 0% a comienzos de la década de 1980s a un pico del 100% en 1994 y en 2009/10, para luego decrecer y ubicarse en torno a 50% hacia 2018. Esto los sitúa muy lejos de los niveles actuales para los países de altos ingresos que hacia 2016 llegaron a representar más del 250% del PBI.

Gráfico 2.17 flujos brutos de portafolio % del PBI corriente en países desarrollados. 1983 a 2018.



Fuente: elaboración propia en base a IFS-FMI y Alfaro, Kalemi-Ozcan y Volosovych (2020).

De acuerdo a estos indicadores agregados, no es posible afirmar que se haya registrado en América Latina la misma trayectoria histórica que se observó en los países centrales. Como muestra de ello, se intuye que la forma de abordar los efectos del fenómeno de la financierización no encontrará un paralelismo tan directo. Producto de ello, y en línea con un conjunto de literatura preliminar al respecto, aparece la intuición de que primero existe una financierización de la economía global y luego un impacto de la misma sobre la periferia (Powell, 2013; Kalternbrunner y Bortz, 2018; Abeles, Caldentey y Valdecantos, 2018).

El surgimiento de este fenómeno obedeció a una forma particular que adoptó la trayectoria institucional en los centros producto de necesidades endógenas del régimen de acumulación de los países centrales, especialmente en los EEUU, cuyo impacto luego se registró en la periferia. La expansión de los flujos de capital internacionales y la configuración de un régimen de acumulación centrado en las finanzas son las dimensiones

mas relevantes que hasta el momento conocemos. Sin embargo, aun los canales de transmisión de estas transformaciones sobre las periferias y América Latina no son tan claros. En el apartado siguiente analizaremos en mayor detalle las explicaciones sobre la naturaleza del fenómeno de la financierización desde la perspectiva de los países centrales. Luego consideraremos los trabajos que buscan comprender este fenómeno en América Latina.

3. El enfoque de la financierización

3.1. ¿Qué es la "financierización"?

En la literatura no existe una única definición de lo que se entiende por financierización. Una de las más citadas en la literatura hace referencia a la financierización como el proceso por el cual existe una creciente importancia de "los intereses financieros, los mercados financieros y los agentes e instituciones financieras sobre el funcionamiento de las economías nacionales e internacional" (Epstein, 2005, p.3). Sin embargo, las mismas varían dependiendo de las distintas tradiciones teóricas. Incluso, el hecho de que la categoría financierización se haya popularizado a otros ámbitos como la sociología, la geografía, la ciencia política y las relaciones internacionales, ha agregado aún mas definiciones sobre qué significa este término[7].

Incluso la autoría de la palabra "financierización" en el idioma ingles resulta un debate aún no saldado. De acuerdo Stockhammer (2012) uno de los primeros en emplear este término fue la escuela regulacionista con los trabajos Arrighi (1994). De acuerdo con Fostey (2007) el primero en usarla fue Kevin Phillips en su libro "Boiling Point" New York, Random House, 1993.

Entre los pioneros del estudio de la problemática de la sobre expansión de las finanzas y suele situarse a la tradición marxista. A principios del siglo XX, estos autores estudiaban

[7] Algunos ejemplos de estos trabajos pueden ser los estudios sociológicos sobre el ahorro como el de Roig (2017), o la popularización de las finanzas con los "payday loans" en la economía norteamericana como el de Langley (2007); los estudios de geografía economica sobre financierización del espacio público a través de las hipotecas como Pike y Pollard (2010); en análisis de la ciencia política y la historia como el de Witko (2016) o neoliberalismo y financierización como Kotz (2008); en el caso de las relaciones internacionales hay trabajos sobre soberanía alimentaria y la financierización de los alimentos como es el caso de Clapp (2014) . Para una revisión de la variedad de trabajos económicos y no económicos puede consultarse el artículo de Van der Swang (2014).

la hegemonía de las finanzas para describir el fenómeno de ascenso del capital dinerario en detrimento del capital industrial. En estos primeros trabajos la problemática giraba en torno a la descripción de los fundamentos económicos del imperialismo destacando la relación de la caída de la tasa de ganancia en los centros, el surgimiento de nuevos monopolios y su relación con los bancos en la conformación del capital financiero (Hilferding, 1910). Dentro de los autores marxistas modernos hay varios enfoques. En general, la preocupación está centrada en el análisis del ciclo económico a partir de la influencia de las finanzas en la tasa de ganancia productiva industrial. Algunos de ellos ponen mayor énfasis en nociones relacionadas la circulación y la creación de valor (Fine, 2013). Un segundo enfoque, toma como punto de partida de su análisis la desaceleración de la tasa de ganancia registrada en los setentas y el rol de los monopolios. Para estos, la principal característica del funcionamiento del sistema capitalista en su etapa madura es la absorción del excedente que no puede ser valorizado en la esfera de la producción. Debido a ello, el capital busca refugio en la esfera de la circulación y la actividad especulativa de las finanzas (Sweezy y Magdoff, 1987). Asimismo, en los últimos años, fue ganando peso una relectura de los trabajos de Marx desde una visión de dinero endógeno. Este tercer enfoque considera el ciclo económico y, el proceso de financierización en particular, como una forma de transferencia de excedente desde el sector productivo al financiero (Bellofiore, Pasarella y Fineschi, 2009; Topororowski, 2016; Lapavistas, 2011)

La tradición regulacionista es otra de las escuelas que ha mostrado mucho intereses en la investigación y el desarrollo de la categoría financierización. Para sus principales exponentes, la financierización constituye un régimen de acumulación caracterizado por un arreglo institucional donde se destaca la hegemonía del capital financiero y de servicios, la desregulación de los mercados de capitales, la flexibilización del mercado de trabajo, la mundialización de la producción, la baja inflación y el endeudamiento para garantizar el crecimiento del consumo (Arghiri, 1994; Boyer, 2000). Estos autores postulan que la financierización produjo un cambio adverso a la acumulación producto de la adopción por parte de las empresas de una estrategia de managment corporativo orientado la maximización del valor accionario o *share-holder value strategy*.

Es interesante contraponer en este punto la visión convencional. Para la economía estándar la ausencia de información completa sobre la gestión cotidiana de la empresa hace que surja un problema de agencia entre accionistas y gerentes. Por un lado, los

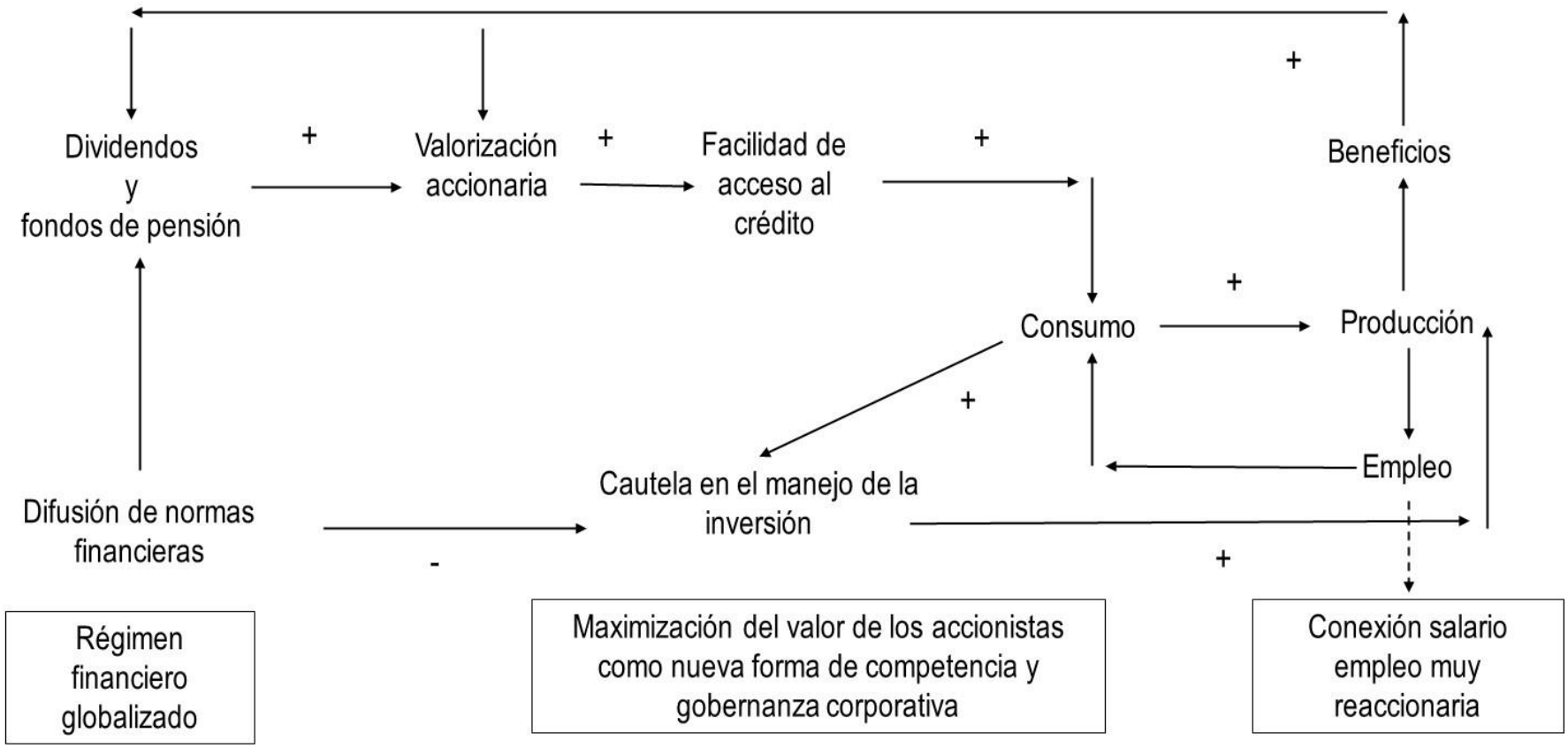
administradores podrían aprovechar su posición para apropiarse ellos mismos de los beneficios de la firma (incrementar artificialmente costos, realizar tareas injustificadas, etc.) que tienen como correlato que la firma sea menos eficiente. La forma de realinear objetivos de una manera positiva sería la evaluación de la gestión corporativa mediante la exigencia de *maximización del precio accionario de la compañía*, ya sea mediante la distribución de dividendos o la recompra de acciones (Ross, 1973; Baker et al, 1988). De algún modo, mientras mayor sea el vinculo de la empresa con las necesidades expresadas por los mercados financieros, menores serían las ineficiencias de gestión, mejorando el crecimiento y el bienestar agregado.

Sin embargo, para la escuela regulacionista esto no fue así. Al interior de la firma la adopción de esta estrategia de maximización del valor accionario aumenta la presión por la distribución de dividendos que terminó dando pie a un cortoplacismo de la gestión corporativa incompatible con la acumulación de capital. Es decir, la gestión corporativa paso del "retener y acumular" al "recortar y distribuir" (Lazonik y O'sullivan, 2000; Jeffers y Plihon 2001; Froud et al 2006).

De modo que la financierización, va más allá del cambio *cuantitativo* reflejado en la expansión de lo financiero sobre la economía real y que representa un cambio *cualitativo* en la forma que el sistema económico funciona.

En este espíritu, se presenta el esquema 1 de Boyer (2000) que sintetiza el régimen financierizado. Este cuadro busca dar cuenta de manera simplificada la naturaleza del régimen de crecimiento impulsado por las finanzas.

Esquema 2.1 Régimen de crecimiento basado en las finanzas



Fuente: Boyer (2000).

De manera general, aunque el circuito tradicional de la producción, consumo y empleo sigue operado, este se ve subsumido en el sistema de relaciones más amplio establecido por el régimen financierizado. En cuanto al empleo, la competencia internacional de la deslocalización de la producción establece una conexión salario empleo reaccionaria que pone un límite al crecimiento salarial por debajo de lo que aumenta la productividad. Respecto al consumo, una parte de este se explica por la dinámica de los ingresos salariales, pero otra parte se explica por el endeudamiento y las mayores facilidades al crédito que incluyen la compra de bienes básicos. Luego tenemos el circuito de los beneficios. Estos, en lugar de ser directamente reinvertidos, están mediados por el circuito distributivo del régimen financiero. En primer lugar, mayores beneficios pueden ser aplicados a la compra de activos bursátiles, favoreciendo la capitalización y reforzando el efecto riqueza sobre el consumo. En segundo lugar, el uso de los beneficios esta mediado por el pago de dividendos. La presión por la mayor distribución de beneficios drena de recursos líquidos con los cuales financiar la inversión. Además, la difusión de normas financieras impuestas por el régimen global financierizado imprime un sesgo negativo de mayor cautela en la inversión. Como consecuencia de la menor inversión, el régimen tiene menor acumulación y por ende menor producción relativa. En tercer lugar, y aunque no suele enfatizarse tanto dentro de la literatura de régimen de acumulación, es la de beneficios financieros como desincentivo a la inversión real.

Los autores post-keynesianos comparten diversos puntos de contacto con la escuela regulacionista. Más aún, en la literatura empírica el diálogo de los autores post-keynesianos con los autores regulacionistas es bastante frecuente (Zalewski y Whalen, 2010). Para el enfoque post-keynesiano la financierización es entendida como una estrategia centrada en la valorización financiera en detrimento de la actividad productiva, que por el lado de las empresas implica la participación creciente de las empresas no financieras en actividades financieras, y por el lado de las familias un estancamiento del consumo financiado con deuda (Stockhammer, 2004; Krippner, 2005).

En cuanto a los puntos de contacto, una de las principales convergencias analíticas entre el enfoque post-keynesiano y el regulacionista tiene que ver con los canales que explican la tendencia al estancamiento de la inversión productiva. De manera simple se pueden enunciar tres. Primero, el efecto disuasivo de la inversión productiva por rentas y dividendos pagados dentro del beneficio total de la firma producto de la *share-holder value strategy.* Segundo, suele mencionarse el efecto *crowding-out financiero* entendido

como la señal adversa que producen las elevadas ganancias frente a la inversión productiva. Tercero la acumulación de los excedentes en la forma de activos financieros en lugar de inversión productiva (Stockhammer, 2004, 2012; Van Treek, 2009; Organghasi, 2008; Tori y Onaran, 2018).

La economía convencional, incluso dentro de los modelos que consideran dinero y producción, suele suponer la existencia de estructuras de financiamiento perfectamente flexibles dejando fuera la posibilidad de existencia de burbujas en activos, sobre-endeudamiento, desajustes de flujos de caja e inversión o descalces de moneda que deja del modelo algo bastante alejado de la realidad (Modigliani y Miller, 1958; Modigliani y Brumberg, 1954). A modo de ejemplo, la ausencia de restricciones para el acceso al crédito bancario o de mercado de capitales trae consigo consideraciones respecto a la capacidad de la firma de aprovechar rápidamente oportunidades de inversión mediante la concurrencia casi automática de financiamiento externo. Debido a ello, la tenencia de efectivo u otra medida de liquidez interna es superflua al momento de tomar decisiones de inversion. En el caso de los consumidores, la posibilidad de financiar trayectorias de consumo estables no debería afectada por los efectos ingresos que no sean permanentes. Esto excluye la posibilidad de actuar en base a burbujas o efectos inequidad financiera.

Por el contrario, el enfoque post-keynesiano otorga mayor relevancia a estructura financiera de la firma en la dinámica del ciclo económico. En el espíritu de los aportes de Hyman Minsky, para los post-keynesianos no existe separación entre la esfera financiera y real de la economía (Minsky, 1983; Kalternbrunner, 2015; Whalen, 2017). La Hipótesis de Inestabilidad Financiera postula que durante los periodos de prolongada tranquilidad es cuando surgen las condiciones para una crisis. Mientras la economía crece, la actividad prospera, los ingresos fluyen y las nuevas posiciones financieras de los hogares, el gobierno y los inversores internacionales, se validan. El cambio en el grado de apalancamiento endógeno del sistema es lo que da pie al cambio de régimen. En la fase descendente del ciclo, puede que la nueva estructura de ingresos no convalide la estructura financiera de las unidades económicas. En unidades que tienen una estructura tipo “Ponzi”, los ingresos no alcanzarán para pagar los intereses más el capital. Lo que pueden hacer es pedir prestado o vender activos. Cuando estos problemas de flujo de caja se generalizan, intentaran cubrir pérdidas mediante la venta otros activos (“make a position by selling out a position”). Esto produce una fuerte caída en los precios,

desatando la crisis financiera, debilitando la estructura financiera de otras unidades económicas que no tenían problemas (Minsky, 1986; 1990).

En la siguiente sección revisaremos con mayor profundidad los elementos relacionados los canales de transmisión de la financierización sobre la dinámica productiva nacional e internacional.

3.2. Dimensión nacional e internacional

En esta sección, se buscará presentar una clasificación analítica propia que nos permita relevar el conjunto de canales que la literatura comúnmente identifica como espacios de transmisión de la financierización sobre la economía real. Se espera que las categorías aquí presentadas serán útiles para en los capítulos siguientes tener más herramientas para analizar la experiencia de América Latina. Junto con ello, a partir de estas categorías tambien se espera poder integrar elementos vistos con anterioridad en el capítulo.

La motivación para elaborar una categorización de este tipo esta vinculada a la selección de una estrategia de identificación empírica. Para ello, trataremos a las escuelas de pensamiento en forma transversal. Sin desconocer la riqueza de cada uno de los enfoques, pero dado el elevado nivel de solapamiento al momento de considerar los canales de transmisión de la financierización a lo largo de las distintas escuelas. Sobre todo al considerar el caso de la inversión productiva, la estructura financiera de la firma y la deuda corporativa.

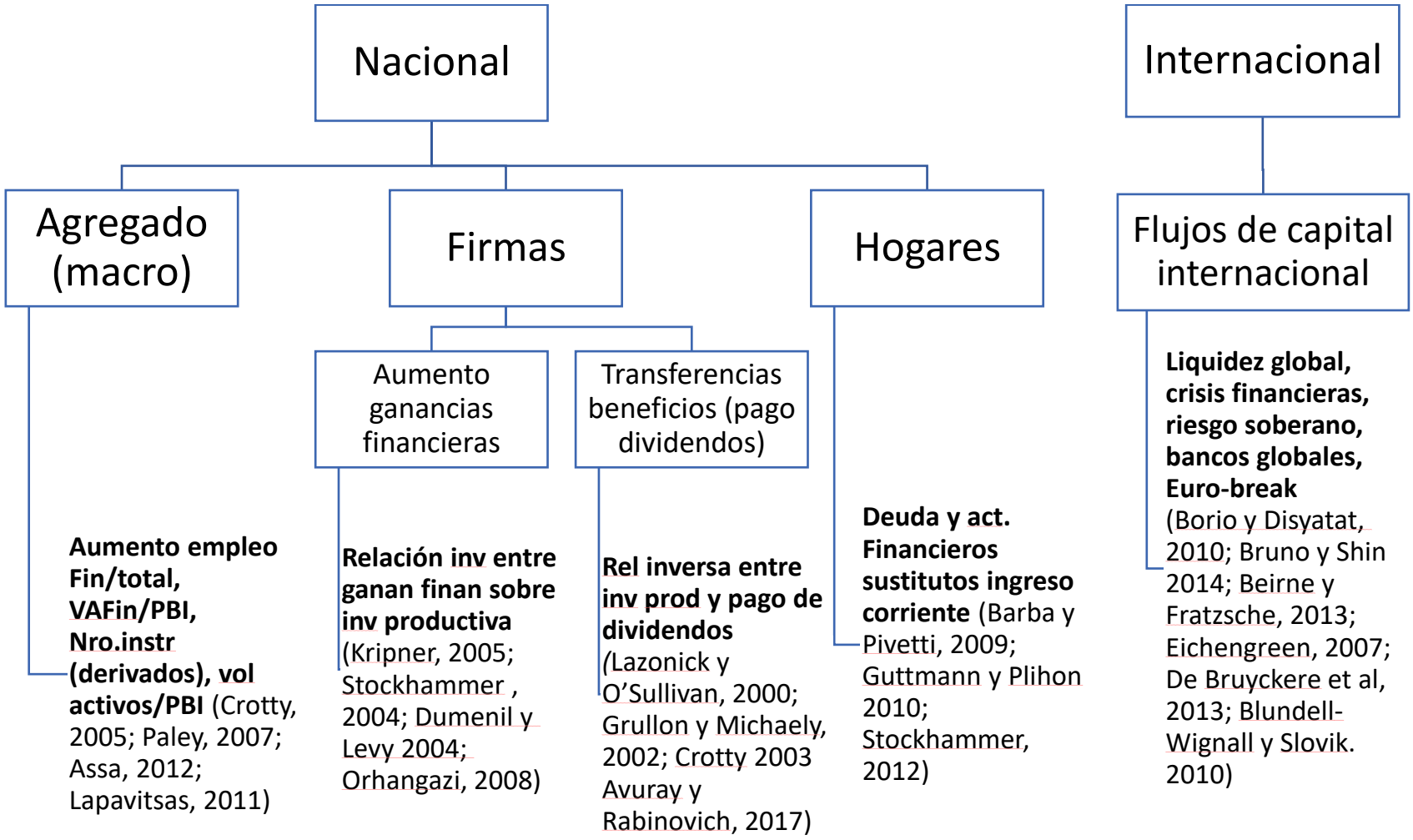
A grandes rasgos tenemos dos dimensiones de análisis. Por un lado, lo que llamaremos la dimensión nacional de la financierización que contiene de alguna manera todos los canales relevantes del régimen financierizado para una economía cerrada. Dentro de ella, es posible enunciar tres niveles de análisis: el nivel agregado o macroeconómico, la influencia de la financierización sobre las firmas y la influencia de la financierización sobre los hogares.

Por otro lado, se encuentra lo que denominaremos dimensión internacional de la financierización que comprende un grupo algo más heterogéneo de temáticas que se relaciona con el tipo de sistema monetario global, los flujos de capitales, el reciclaje de la liquidez global, los bancos globales, la crisis financieras, el riesgo soberano y los problemas del Euro, entre otros.

Para los países centrales la dimensión nacional de la financierización es el tipo de abordaje más relevante. Como estudiamos en la sección 2.2, en los países centrales, la financierización se produce como un proceso de transformación endógeno de la economía nacional, en base a la articulación de un sistema productivo, sus actores y un marco institucional que permitió resolver demandas específicas y resultó en el crecimiento y la expansión de las finanzas. Sin embargo, desde los países periféricos el volumen creciente que adquieren las finanzas, que aunque tiene una dimensión nacional en algunos casos significativa, le viene como dato exógeno dado.

Consideremos a continuación un mayor nivel de detalle para cada una de las categorías y la principal evidencia empírica respecto a los canales de transmisión de la financierización registrada en una serie de trabajos empíricos recientes.

Esquema 2.2: canales de transmisión de la literatura empírica sobre financierización según dimensión nacional o internacional



Fuente: elaboración propia.

A nivel nacional agregado y a partir del uso de información de cuentas nacionales, diversos trabajos registran un conjunto de indicadores relacionados el aumento en la en la participación del empleo en el sector finanzas y seguros sobre el empleo total, un mayor valor agregado del sector finanzas y seguros sobre el valor agregado total, un mayor número de instrumentos listados para transacciones y un mayor volumen y velocidad de la circulación de los activos financieros en términos del PBI (Epstein, 2001; Crotty, 2003; Palley, 2007; Assa, 2012; Lapavitsas, 2011; Stockhammer, 2012). Este tipo de indicadores son equivalentes a los que utilizamos en los apartados 2.2 y 2.3 para hablar de los hechos estilizados de la financierización.

Dentro de la dimensión nacional de la financierización también tenemos estudios que se enfocan en las firmas. En particular, el impacto de la expansión de la financierización la inversión productiva. Estos trabajos suelen estar más en línea con una nueva literatura que considera microdatos contables y tributarios para intentar cuantificar los determinantes de la inversión productiva y la estructura financiera de las firmas. Los ejercicios empíricos de esta tesis buscarán aportar a esta literatura revisando la experiencia de América Latina.

En este caso, la financierización afecta negativamente la inversión por tres canales equivalentes a los presentados por la escuela regulacionista y post-keynesiana. El primero de ellos es el efecto disuasivo que las ganancias financieras tienen sobre las decisiones de inversión productiva de las firmas. El segundo canal se relaciona con la estrategia de maximización del valor accionario mediante el pago de dividendos, pagos de intereses y recompras de acciones, recortando los recursos propios líquidos con los cuales financiar la inversión. Krippner (2005) considera información tributaria de Empresas no Financieras (NFC) para EEUU entre 1950 a 2001 y encuentra un aumento de intereses, dividendos y ganancias de capital sobre flujo de caja se incrementó del 8% al 40% desde 1950 a los 2000 afectando negativamente la acumulación. Orhangazi (2008) y Tori y Onaran (2018) utiliza balances de empresas para EEUU y Gran Bretaña y encuentran encuentra econométricamente una relación negativa entre inversión productiva, pago de dividendos y ganancias financieras. Crotty (2003) y Grullon y Michaely (2002) en base a información fiscal NFC de EEUU testean econométricamente los pagos de intereses, dividendos y acciones y encuentran que los mismos afectan negativamente la inversión productiva. Auvray y Rabinovich (2017) realizan un ejercicio econométrico controlado por el pago de dividendos para EEUU para 1995-2011 y también encuentran una relación negativa entre pagos de dividendos e inversión productiva.

Un tercer grupo de trabajos sobre financierización en los países desarrollados trata el efecto negativo del desarrollo de las finanzas en los hogares sobre el empleo y la distribución. En este caso se ve a la tenencia de activos financieros y el endeudamiento de los hogares como sustituto del ingreso corriente. Barba y Pivetti (2009) estudian la dinámica de la deuda en EEUU y, contraria a las explicaciones de ciclo de vida, encuentran que la mayor inequidad distributiva fue sustituida con aumento de deuda que coexistió con niveles relativamente elevados de demanda en un proceso de crecimiento tirado por deuda entre 1995 y 2005. Guttmann y Plihon (2010) muestran que una proporción creciente de los gastos en consumo en los países anglosajones se explica mayoritariamente por cambios en los activos financieros o el crédito más que por los niveles de ingresos. Onaran et al (2011) encuentran para EEUU entre los años 1962 a 2007 efectos significativos de las rentas financieras y la riqueza en propiedades y activos financieros sobre el consumo agregado.

Respecto a la dimensión internacional de la financierización, al tratarse de países avanzados los determinantes de los movimientos internacionales de capital suelen centrarse en las características domésticas, aunque aparecen algunos trabajos que consideran interrelaciones entre países desarrollados. Borio y Disyatat (2010) analizan el circuito internacional de reciclaje de liquidez global y el rol del mismo en el estallido de la crisis financiera global. Bruno y Shin (2014) investigan los factores globales asociados a la transmisión del ciclo de apalancamiento entre países a través de flujos bancarios, en especial, el mercados de los “euro-dólares”. Beirne y Fratzsche (2013) estudian el patron y la magnitud del contagio del riesgo soberano durante la crisis del euro en 2010. Blundell-Wignall y Slovik (2010) y De Bruyckere et al (2013) realizan estudios de medición del stress financiero del sistema bancario de Europa.

3.3. El concepto de “financierización subordinada”

Como comentábamos anteriormente, el enfoque de financierización está fundamentalmente pensado para los países desarrollados cuya principal dimensión de análisis corresponden la escala nacional. Sin embargo, al considerar la financierización de los países periféricos este esquema debe adaptarse.

La expansión de los mercados de capitales y financieros de los países centrales hacia el resto de la economía global hace que en las periferias la financierización se encuentren mediadas por

canales de transmisión asociados fundamentalmente al sector externo. Esto se debe a ciertas especificidades derivadas de las características de la estructura productiva entre las que se encuentran las economías latinoamericanas. Los mercados financieros basados en bancos versus los mercados de capitales, mercados de trabajos fragmentados, la inserción en eslabones bajos de las Cadenas Globales de Valor, la dominancia externa sobre el ciclo económico, la vulnerabilidad a la volatilidad de precios de las materias primas, la mayor correlación entre shocks comerciales y financieros, la prociclicidad de los flujos de capitales, entre otros, establecen un panorama bien distinto en relación al de los países centrales (Abeles, Perez Caldentey y Valdecantos, 2018; Bonizzi, 2013, 2017).

Un punto especial merece la cuestión de los flujos de capitales hacia los países periféricos. En primer lugar, la creciente globalización financiera hace que el resultado de corto y mediano plazo del balance de pagos pase a depender en mayor medida de las elecciones de portafolio de los agentes de inversión que del saldo de las transacciones comerciales corrientes (Minsky, 1990). En segundo lugar, la pro-ciclicidad que muestran en muchos casos los flujos de capitales termina exacerbando la dinámica del ciclo económico haciendo a las economías abiertas financieramente más frágil (Libman, 2009). Ejemplo de ello son los casos de los ciclos Neftci-Frenkel, en donde las primas de riesgo nacionales se ven reforzadas por la trayectoria cambiaria. En la fase alta del ciclo se combinan expansión de la demanda interna, endeudamiento externo y el aumento de precios de activos reales y financieros. En la fase descendente se verifican un deterioro vertiginoso de la cuenta corriente, reducción de las reservas internacionales y subas en la tasas de interés local. La propia dinámica de acumulación de fragilidad externa deteriora las expectativas, lo que hace aumentar las primas de riesgo. Cambios en las expectativas a su vez pueden gatillar frenos repentinos a los flujos de financiamiento externo que terminan por ocasionar una crisis cambiaria (Frenkel, 1983; Neftci, 1998; Frenkel, 2003; Frenkel y Rapetti, 2011).

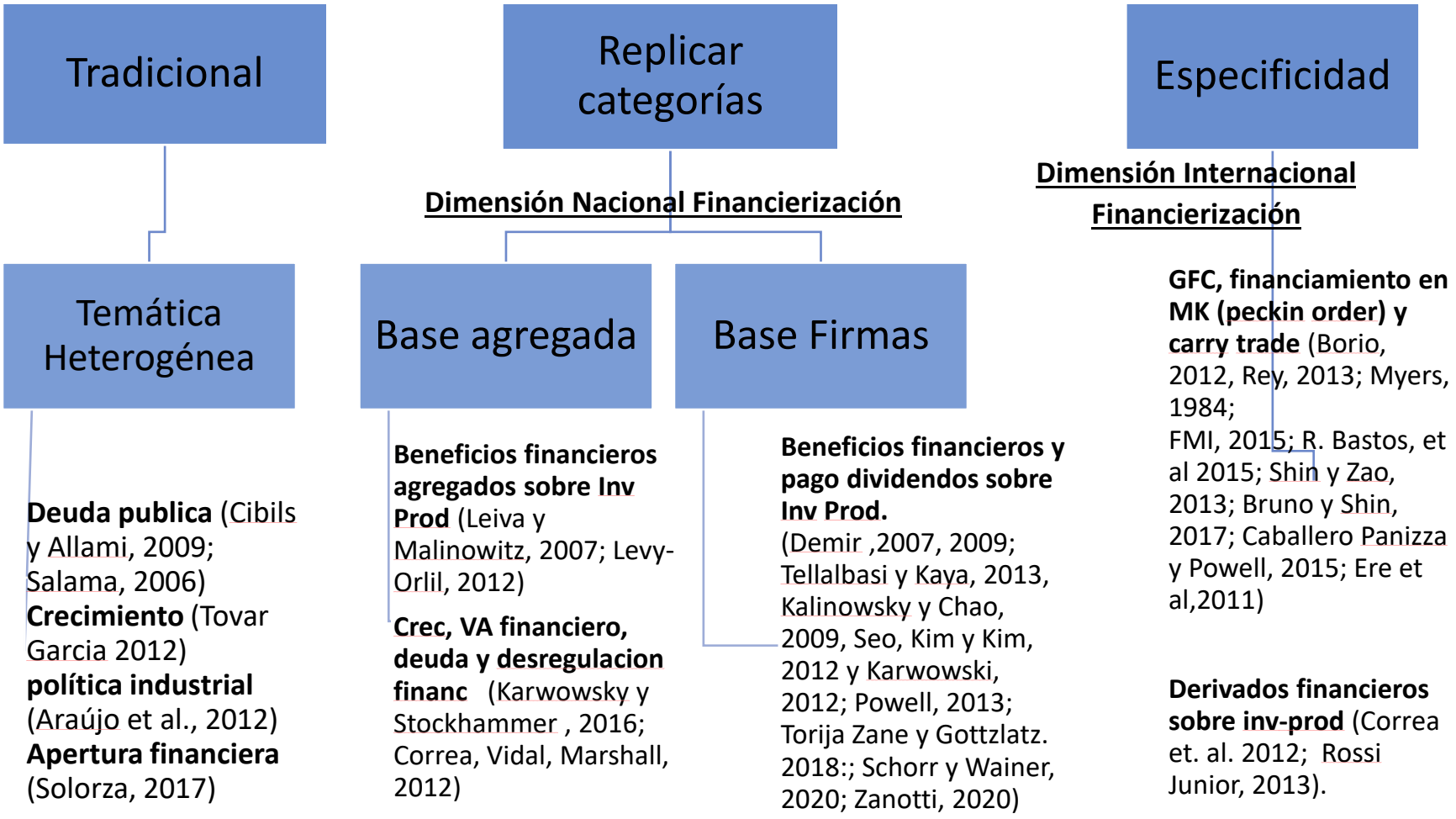
Algunos autores han optado por caracterizar el conjunto de transformaciones a las que se enfrentan los países periféricos como el de una "financierización subordinada". Dado que el elemento central de la relación de las periferias con la globalización de la economía mundial pasa por el sector externo, los países lo único que pueden es tratar de moderar sus consecuencias, interviniendo de alguna u otra forma a través de una moderación del grado de ingración financiera (Powell, 2013; Kalternbrunner y Karacimen, 2016; Kalternbrunner y Panceira, 2017; Bortz y Kalternbrunner, 2018; Villavicencio y Miereless, 2019).

Relacionado esto con la perspectiva de los canales de transmisión de la financierización presentada en este trabajo, la vigencia de un contexto de "financierización subordinada" para las periferias supone que la categoría analítica identificada como *dimensión internacional de la financierización* tiene a priori una relevancia conceptual mayor que la llamada *dimensión nacional de la financierización*. Este es un punto conceptual muy relevante y será desarrollado en mayor profundidad sobre estos aspectos en los capítulos IV y V.

Volviendo sobre los antecedentes de la literatura, los trabajos que abordan el problema de la financierización en la región no son muchos. Y al igual que para los países centrales el recorte del objeto de estudio por lo que se quiere representar bajo esta categoría suele ser bastante diverso. Sin embargo, el grupo de trabajos que busca estudiar la financierización de América Latina componen el principal antecedente de investigación de esta tesis. Una síntesis de estos trabajos se presenta en el esquema 2.3 a continuación.

Un primer grupo de trabajos precursores lo componen aquellos en donde el recorte del objeto de estudio resultaba ser bastante laxo. Cibils y Allami (2009) estudian la noción de financierización como las transformaciones en el financiamiento en los mercados de la deuda a escala nacional hacia mercados de capitales en el caso argentino. Tovar Garcia, (2007; 2012) estudia el impacto negativo del desarrollo del sector financiero sobre el crecimiento en los países de América Latina y la OECD. Solorza, (2017) estudia la trayectoria diferencial que tuvo la apertura financiera en América Latian y Asia. Araújo et al. (2012) analiza los límites que los mercados financieros ponen sobre la política industrial en Brasil fomentando una prensión "reprimarizante".

Esquema 2.3: Temática de la literatura empírica sobre financierización para países periféricos.



Fuente: elaboración propia.

Un segundo grupo de trabajos sobre financierización en América Latina lo componen aquellos que buscan replicar categorías y canales de transmisión de la financierización de las economías centrales. En algunos de ellos la evidencia no es del todo concluyente ya que utilizan información agregada sobre cuentas nacionales u otras fuentes para medir canales nacionales de financierización. Leiva y Malinowitz (2007) buscan replicar algunos indicadores agregados de financierización a nivel grupos económicos para Chile en 2001-2006, pero no encuentran evidencia suficiente debido al bajo peso de las rentas financieras sobre la distribución del ingreso. Miotti (2018) considera indicadores agregados de deuda de los hogares y un indicador sintético que combina capitalización bursátil, prestamos financieros y otros indicadores de profundidad financiera, pero excepción de Chile no encuentra patrones de financierización equivalentes a la de los países desarrollados (Europa y EEUU). Karwowsky y Stockhammer (2016) tratan sistemáticamente indicadores agregados de financierización en un panel de 17 países emergentes desde 1997 a 2015 y lo comparan con la experiencia de EEUU y Reino Unido. Mediante una amplia revisión de la literatura empírica se propone un tratamiento del concepto de financierización algo amplio (desregulación financiera, ingreso de flujos de portafolio, volatilidad en los precios de activos, toma de crédito en los mercados de capitales e incremento de deuda de los hogares). Los autores encuentran evidencia favorable a la financierización en Europa Emergente y Asia, aunque evidencia poco concluyente para América Latina. Levy-Orlik (2012) muestra a partir de información agregada sectorial para México en el periodo 1993-2009 evidencia favorable a la financierización debido a una creciente participación de NFC en compra-venta de activos financieros equivalente a la mitad del coeficiente de inversión productiva. Chena, Buccella y Bosnic (2018) estudian los efectos de la financierización sobre la I+D en Argentina, Brasil y México y encuentran evidencia favorable a la financierización sobre los gastos en I+D.

Un tercer grupo de literatura lo componen aquellos trabajos que buscan replicar categorías de la dimensión nacional de la financierización pero utiliza información desagregada de balances de empresas. Esta metodología es mucho más reciente y en torno a la cual gira el debate sobre financierización en países emergentes en la actualidad. Demir (2007; 2009) toma información de balances de empresas no financieras de América Latina y Turquía y estima un modelo econométrico y encuentra evidencia favorable a la financierización y registra un efecto negativo de los ingresos financieros sobre la

inversión productiva y un aumento de las posiciones liquidas en los balances. Tellalbasi y Kaya (2013), Kalinowsky y Chao (2009), Seo, Kim y Kim (2012) encuentran un efecto disuasivo de la inversión productiva por la expansión de la inversión financiera a nivel firma para otros países emergentes como Turquía, Corea del Sur, respectivamente. Karwowski (2018) estudia las transformaciones de las fuentes y usos de los flujos de fondos para las NFC en Sudáfrica en base a información contable 1970 a 2015 y encuentra un cambio significativo en las NFC desde el crédito al consumo y actividades productivas por la acumulación de activos financieros. Powell (2013) en base a información contable de Economática de empresas mexicanas listadas en bolsa entre 1989 y 2013 encuentra que los cambios en la estructura de financiamiento de las firmas de bancos a emisiones corporativas en los mercados de influyeron en la especulación financiera de activos. Torija Zane y Gottschalk (2018) analizan información desagregada de balances de NFC América Latina a partir de estudiar la dinámica de la mediana sobre inversión productiva, la distribución de dividendos, el endeudamiento y la tenencia de activos financieros entre 1995 y 2015 y encuentran evidencia favorable a la financierización, al que atribuyen la difusión del modelo de gobernanza basado en la estrategia de creación de valor para el accionista, aunque con ciertas especificidades debido a lo que llaman el modelo cerrado de propiedad. García Zanotti (2020) estudia las estrategias de financierización de las grandes empresas no financieras de Argentina y Brasil para el periodo 2000-17 en base a información contable y encuentran indicadores de financierización en Brasil pero no en Argentina. Schorr y Wainer (2020) estudian financierización en grandes empresas argentina para el periodo 2003-15 pero la evidencia favorable es limitada.

Sintetizando la literatura empírica revisada hasta el momento, los antecedentes para un estudio que busque identificar la relevancia de los canales nacionales e internacionales de transmisión de la financierización no soy muy numerosos. En el caso particular de los trabajos empíricos para América Latina, y en línea con la evidencia relevada en el apartado 2.3, solo se observa una relevancia de la dimensión nacional de la financierización para aquellos trabajos que utilizan son micro-datos de estados contables o simulares. Producto de ello, en los capítulos siguientes se estudiaran en mayor detalle estas dimensiones mediante el trabajo cuantitativo a partir de bases de datos propias sobre estados contables y deuda de empresas no financieras.

4. Conclusiones

La expansión de las finanzas ha sido la característica más sobresaliente de la economía mundial de los últimos 40 años, especialmente en los países desarrollados. Esto fue producto de un conjunto de transformaciones simultáneas de la producción global y el orden monetario internacional que perduran hasta hoy.

Entre los puntos principales de este nuevo régimen podemos mencionar, de manera rápida, un conjunto de indicadores agregados de la financierización que se han caracterizado como hechos estilizados para comprender los elementos más sobresalientes de las últimas décadas.

Sin embargo, la financierización como enfoque de análisis no es simplemente la expansión de "lo financiero" no como un cambio cuantitativo en la "magnitud" de la importancia de los mercados de capitales y los flujos financieros sobre la economía real, sino que representa un conjunto de cambios cualitativos sobre el modo de producción actual, en particular, sobre la estabilidad financiera, la inversión productiva, el empleo, el cambio tecnológico y la distribución, entre otros.

A nivel institucional, en un contexto de retracción del rol del Estado de diversos espacios de la vida económica y una mayor conflictividad social por la suba de inflación en 1970s, se hizo necesario en los países centrales la necesidad de sustituir el crédito público por crédito privado para sostener el crecimiento. Esto produjo la eliminación de una serie de regulaciones sobre el sistema financiero y bancario que comenzaron a finales de los 1970s, se profundizaron durante los 1990s y tuvieron un desarrollo completo durante 2000s como la Glass-Stegall Act, la *regulación Q* y la informatización de la gestión del crédito.

Este nuevo régimen de acumulación surgido en los países centrales fue producto de cambios paulatinos pero sostenidos en la competencia laboral internacional, la estabilidad de precios y la expansión del crédito tal que permitiese sostener el consumo en un contexto de creciente pérdida de participación del salario como porción del ingreso total.

A nivel conceptual, en la literatura teórica se observa una dispersión de definiciones sobre lo que se busca representar por financierización lo que hace más bien que podamos hablar de un enfoque compuestos por distintas escuelas de pensamiento que conforman el enfoque de la financierización. Al considerar la literatura empírica, se observa una convergencia mayor. En especial, al considerar los trabajos enfocados los impactos sobre

la inversión productiva. Al considerar la fuente y el uso de fondos se distinguen tres características relevantes como son:

- La creciente participación de ganancias financieras sobre ganancias operativas
- El creciente pago de dividendos por sobre la retención de fondos internos para reinversión
- Inversión en activos financieros sobre activos productivos.

Sin desconocer la riqueza de cada una de las perspectivas, pero dado el elevado nivel de solapamiento al momento de considerar los canales de transmisión de la financierización a lo largo de las distintas escuelas, resultará importante elaborar una categorización propia más asociada a la identificación de canales de transmisión de la financierización

A grandes rasgos tenemos dos dimensiones de análisis. Por un lado, lo que llamaremos la dimensión nacional de la financierización que contiene de alguna manera todos los canales relevantes del régimen financierizado para una economía cerrada. Por otro lado, se encuentra lo que denominaremos dimensión internacional de la financierización que comprende un grupo algo más heterogéneo de temáticas centradas en las relaciones establecidas desde el sector externo.

Para los países centrales la dimensión nacional de la financierización es el tipo de abordaje más relevante. En este sentido, la mayoría de las categorías de la tradición regulacionista y post-keynesiana fueron pensados para países desarrollados. Sin embargo, al considerar las economías en desarrollo el sector externo ocupa un rol central. Esto implica que debe hacerse un esfuerzo adicional para adaptar estas al nuevo entorno.

Desde la perspectiva de los países periféricos la financierización no fue resultado de un proceso endógeno de crecimiento y transformación del régimen de acumulación, sino un sub-producto heredado por la dinámica de la globalización financiera mediada por el sector externo. Esto llevó a algunos autores a caracterizar estas transformaciones como un proceso de “financierización subordinada” donde el elemento central pasa por la llamada dimensión internacional de la financierización, la dinámica el sector externo y la forma especial de vinculación con los mercados internacionales.

En este sentido, aparece la necesidad de indagar con mayor profundidad en las especificidad que adopta la financierización en los países periféricos y América Latina en particular. En los capítulos siguientes se buscara aportar a llenar este vacío con distintos

ejercicios empíricos que aporten una visión completa al fenómeno en los países de América Latina.

Por un lado, evaluar la relevancia de los canales de transmisión establecidos por la dimensión nacional de la financierización sobre la inversión productiva. Por otro, el estudio de las fuentes y aplicaciones de la deuda corporativa externa.

CAPITULO III

Desempeño macroeconómico, dinámica sectorial e integración financiera en América Latina durante los 2000's

1. Introducción

Existe un extenso debate sobre el desempeño productivo y la estrategia de integración financiera de los países de América Latina durante los 2000s. Y no es para menos. Desde lo político, durante esta década diversos países de la región registraron un giro hacia gobiernos más progresistas e intervencionistas, fomentando la distribución y la voluntad de mejorar la integración regional reflejada en diversas instituciones multilaterales.

Desde la economía real, fue la década del boom de los commodities, el ingreso de IED y un ciclo de elevado y sostenido proceso de crecimiento inédito en los últimos años. Solo como referencia, entre los años 2003 y 2015[8] América Latina y el Caribe creció en promedio un 3,2%, en tanto que en 1980s el crecimiento promedio fue de 1,9%, y durante los 1990s fue de 2,1%. Desde lo financiero, fue la década de la crisis sub-prime, la implementación de la política de *Quantitative Easing* (QE) en EEUU y Europa,

[8] El recorte temporal hasta el año 2015 obedece a la identificación de un nuevo contexto global y regional, debido al crecimiento de China, el ciclo de materias primas y los efectos de la implementación del QE luego de la crisis internacional.

financiamiento corporativo en los mercados de capitales y las nuevas estrategias de regulación y macro-prudenciales[9].

Para tener una idea, entre 2010 y 2015 la región recibió flujos de cartera y otras inversiones netos por USD 402.400 millones, que en promedio anual representaron el 1,2% del PBI (revirtiendo el balance negativo de casi USD 100.000 millones del periodo 2003-2009). Muchas de las características de este proceso se analizará en detalle en los capítulos subsiguientes.

Sin embargo, nada de esto redundó en una transformación significativa en el patrón de inserción internacional entendido este como un mayor esfuerzo inversor en sectores industriales y de elevada capacidad tecnológica. A ello se suma la bisagra que implicó un conjunto de transformaciones en la estructura de tenencia de activos financieros y financiamiento de las grandes empresas en la región y su impacto en la inversión productiva.

Es así que previo a indagar las transformaciones producidas por la financierización sobre la dinámica de flujo fuentes y uso de los fondos en base a microdatos de empresas no financieras, resulta relevante tener un panorama del contexto macroeconómico de lo sucedido durante las últimas décadas. Presentado esto, se podrá avanzar sobre terreno firme entendiendo las particularidades nacionales y sectoriales dependiendo del grado de integración financiera y el tipo de estructura productiva, entre otros elementos relevantes.

El objetivo de este capítulo será estudiar la dinámica comparativa del desempeño macroeconómico de los países de América Latina desde los años 2000 hasta los años 2015. Entender bien la dinámica y segmentación de esta etapa muy importante para los capítulos siguientes ya que permitirá avanzar sobre una base para poder al estudiar las consecuencias de la financierización en la región en los capítulos siguientes.

[9] La política monetaria conocida como Quantitative Easing (QE) tiene su origen en Japón a finales 1990 cuando el Banco Central inyectó de manera masiva de dinero para revitalizar la economía en un contexto de tasa de interés cercana a cero. Igualmente, lo que comúnmente se conoce como QE en la hace referencia al enfoque que adopto la política monetaria EEUU y Europa tras el estallido de la crisis subprime a partir de 2008. Y aunque lo actuado por el Banco Central de Japón sirvió de diseño para el QE occidental, el nuevo QE se caracterizo por la compra masiva de títulos públicos, activos respaldados en hipotecas, seguros, fondos de inversión, y hasta deuda corporativa en el caso de Europa, mediante emisión de base monetaria, con el objetivo de inyectar liquidez en el mercado y reforzar el estímulo al crecimiento en un contexto de tasa de interés cercana a cero (Ashworth, 2013). Más allá de esta breve definición, se tratará este tema con mayor profundidad en el capítulo 5.

Para ello, este capítulo se dividirá en seis secciones incluyendo esta introducción. En primer lugar, se presentará el debate respecto de las características generales del crecimiento latinoamericano durante los años 2000 y su tratamiento en la literatura. Luego, se abordarán algunas especificidades metodológicas, se dará cuenta del grupo de países elegidos, las fuentes de información y presentará una taxonomía para el análisis de los periodos. A continuación, se analizará el periodo de crecimiento entre el 2003 y el 2008, durante el boom de las materias primas. Después de ello, estudiará el periodo de desaceleración del crecimiento entre 2010 y 2015 bajo la vigencia del QE. Finalmente, se presentarán las concusiones donde se abordaran los principales elementos de este apartado.

2. ¿La década latinoamericana?

Existe un debate en torno a la llamada "década latinoamericana". Es decir, los largos años 2000s en un periodo que va desde 2003 hasta 2012, que incluye los efectos financieros y reales de la crisis financiera internacional y el boom de los commodities entre sus elementos más destacados.

El debate en torno a la noción de "década latinoamericana" tiene su punto de partida en el trabajo de Luis Alberto Moreno publicado como documento de trabajo del BID en el año 2011 y que tenía por titulo "*la década de América Latina y el Caribe una oportunidad real*" donde, con cierto optimismo, planteaba la posibilidad de que América Latina rompa definitivamente las décadas de frenos repentinos al crecimiento, dando de inicio a una etapa de 15 años de crecimiento ininterrumpido de crecimiento que tenga como resultado "*un ingreso por habitante que podría llegar a ser el doble del actual*" (Moreno, 2011:15).

Sin lugar a dudas el optimismo del documento buscaba captar la atención de los analistas y así fue. Al final de cuentas, la cuestión en torno a la "década latinoamericana" terminó siendo una excusa para realizar un balance de los años 2000s en la región. Entre ellos reconocemos una serie de matices en torno al aprovechamiento o no de la coyuntura favorable para impulsar una nueva etapa en el grado de desarrollo.

En cuanto al terreno común, la literatura reconoce aspectos vinculados con las elevadas tasas de crecimiento, el contexto externo favorable y la heterogeneidad entre países. Sin embargo, no existe un acuerdo generalizado respecto al aprovechamiento de la situación y los resultados de la política económica.

En este apartado se mencionarán algunos elementos generales del debate en la literatura. Dejaremos para más adelante una evaluación pormenorizada del desempeño y el resultado de cada política.

Comencemos por el contexto externo. Para entender lo sucedido en los años 2000s primero hay que analizar los 19990s. En este periodo, la cuenta corriente de América Latina fue deficitaria todos los años y en valores promedio en torno al -2% del PBI, alcanzando en 1993 y 1998 valores muy elevados (-3,9% del PBI). Esta necesidad de dólares dejaba muy poco margen para el crecimiento debiendo compensar el déficit real con flujos de capital provenientes de deuda externa o inversión financiera, lo que la llevó a experimentar recurrentes crisis cambiarias debido al freno repentino cuando las condiciones internacionales cambiaban o al efecto contagio cuando este financiamiento se interrumpía en alguno de los países vecinos (Eichengreen, Rose y Wyplosz, 1997; Calvo, 1999).

Hacia los años 2000s, el contexto internacional mejoró sustancialmente. Podemos decir que fue doblemente favorable. Por el lado comercial, la mejora en los términos de intercambio y el crecimiento de China trajo consigo una fuerte recomposición de los saldos de cuenta corriente. El crecimiento de China fue especialmente relevante para un grupo de exportaciones de commodities e industriales, en particular para Brasil.

En el gráfico 3.1 a continuación se presenta la dinámica de los precios de las materias primas alimenticias, minerales y de combustibles en términos reales (descontado el IPC de EEUU) entre 1990 y 2015. Allí se observa una tendencia alcista que se inicia a septiembre de 2003 solo interrumpida por el impacto de la crisis internacional hacia finales de 2008, tocando su punto máximo en julio de 2011.

Al distinguir entre categorías de commodities, se observa un comportamiento diferencial. Los precios de los minerales y combustibles registraron alzas mucho mayores que los de los alimentos. Entre 2003 y 2011 el precio de los metales más que se cuadriplicó, el precio de los combustibles se triplicó y el de los alimentos se duplicó. Medido en términos reales (deflactados por el IPC de EEUU) los aumentos fueron igual de extraordinarios: entre enero de 2003 y febrero de 2011 los metales aumentaron de un 270%, los combustibles 107% y el de las materias primas alimenticias un 78%.

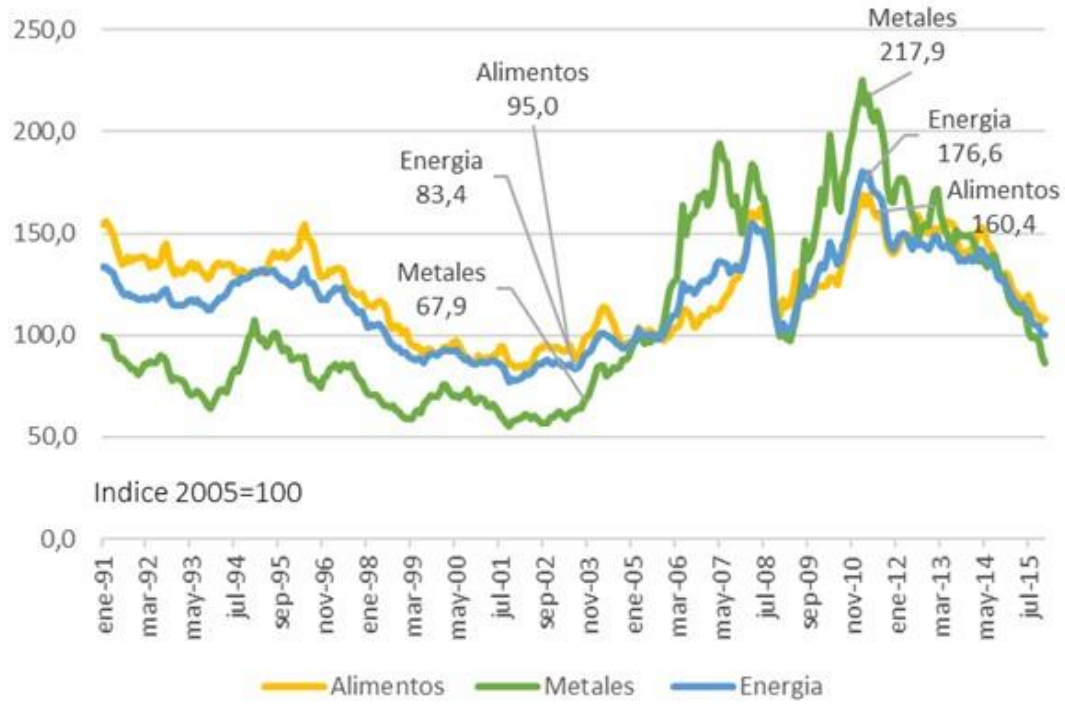
Tales eran las subas que muchos autores identificaron como ciclo-expansivo de las materias primas, donde lo términos de intercambio lograron revertir temporalmente la

tendencia de deterioro secular registrada desde comienzos del siglo XX (Erten y Ocampo, 2013).

A partir de 2012 se registra una primera baja en el precio real de las materias primas, que se acentúa hacia comienzos del año 2015. Las más afectadas fueron las materias primas metálicas. Entre julio de 2012 y noviembre de 2015 las materias primas metálicas cayeron un 58%, las de combustibles un 43% y las de alimentos un 35%. Los alimentos, por su parte, son los que se vieron un menos afectados, ubicándose hacia 2015 a valores reales similares a los 2006.

Hacia 2015 la caída era tanto real como nominal, actuando una tendencia que se sostendría muchos años siguientes. Considerando un grupo de 41 commodities de un total de 56 relevadas por el FMI se encontraban en valores menores que el promedio de los valores máximos de 2011, y de ellas, 34 registraban bajas mayores al 20% (Gruss, 2014).

Gráfico 3.1: Precio real de materias primas alimentarias, metales y energía.



Nota: deflactado por IPC-EEUU.

Fuente: elaboración propia en base a FMI y FED.

Por el lado financiero, también se trató de un periodo de condiciones de liquidez globales y regionales extraordinarias. Y que, sobre todo, perduraron incluso más allá de la dinámica a la baja de los precios de las materias primas en 2012.

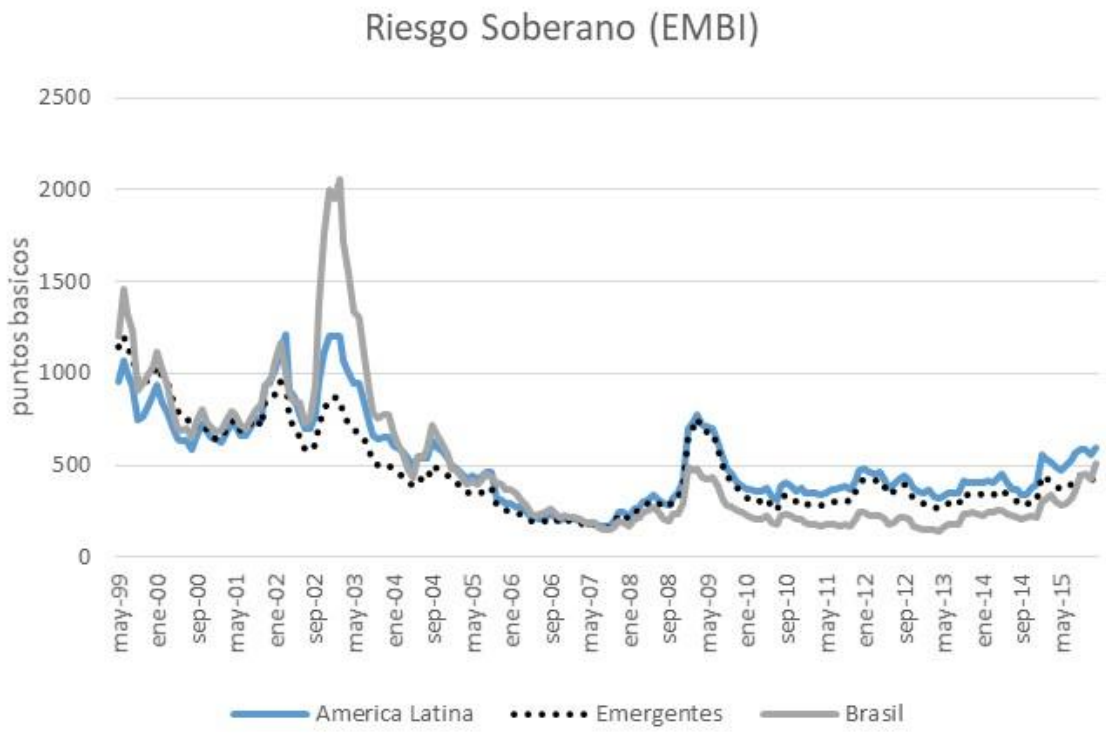
Esto se refleja entre otros indicadores en el costo de financiamiento soberano medido como el riesgo país. Como se observa en el gráfico 3.2 a continuación, desde comienzos de los años 2000 el costo del financiamiento soberano pen mercados internacionales para América Latina disminuyó desde 1.200 puntos básicos al orden de los 250 a comienzos de 2008. Un proceso simular se registró en el resto de los países emergentes.

Desde la literatura académica, existe evidencia que permite dar cuenta del estrecho vinculo entre los términos de intercambio favorables, el ingreso de flujos comerciales y las condiciones financieras internacionales. De alguna manera, los buenos términos de intercambio permiten impulsar el crecimiento y relajar la restricción externa. Bastourre, Carrera y Iberlucía (2010) demuestran que existe una elevada correlación entre el precio de materias primas y el srpead de bonos soberanos más allá de los determinantes usuales de precios de materias primas.

En 2009 comenzaron a sentirse las consecuencias del estallido de la crisis financiera internacional, aunque fueron solo transitorias. Antes que termine el año 2009, el rendimiento de los bonos de los estados soberanos volvió a los valores anteriores y continúo disminuyendo. Incluso la caída del riesgo país continuó más allá de 2012, cuando los precios internacionales perdieron impulso. Como veremos más adelante, esto se debió a que a pesar del empeoramiento del ingreso de flujos comerciales, el sostenimiento de QE garantizó condiciones financieras muy favorables en toda la periferia.

A modo de ejemplo, en el caso de Brasil, la economía más grande de la región, las bajas tasas de interés durante ambos periodos le permitieron mantener siempre el fluido acceso a las condiciones financiera internacionales a pesar de que los precios internacionales desde 2012 continuaron en descenso. Muestra de ello es que hacia marzo de 2013 el mínimo histórico de riesgo país con 143 puntos básicos.

Gráfico 3.2: Riesgo soberano de los países de América Latina y Paises Emergentes 1999 a 2015.



Fuente: JP Morgan y BCRP.

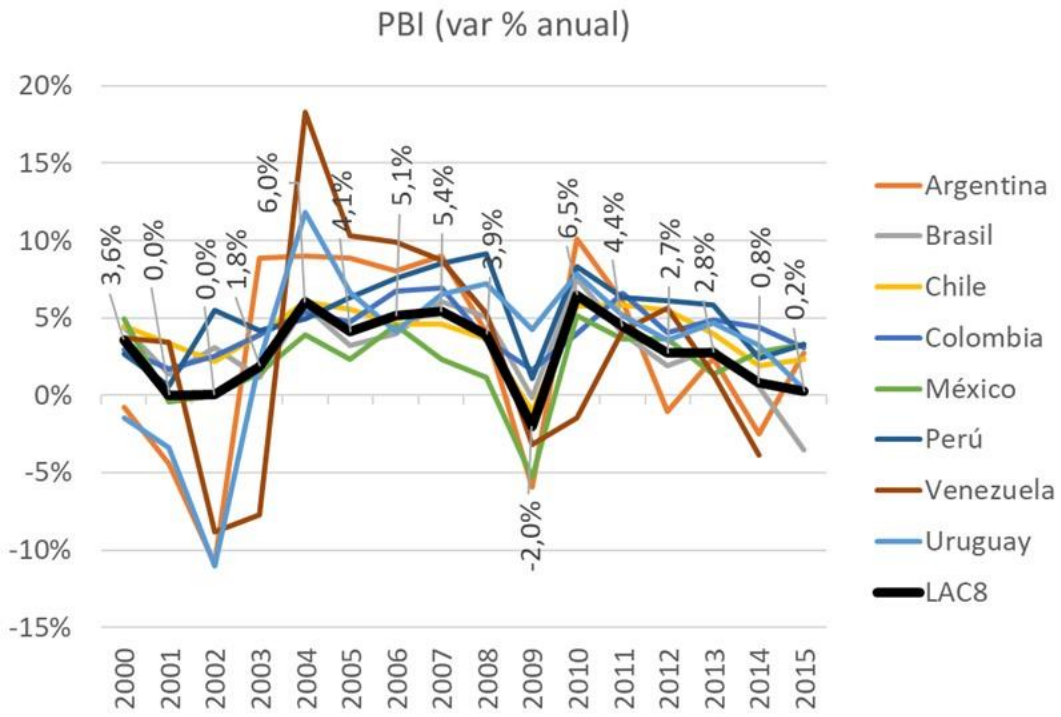
Las condiciones comerciales y financieras favorables implicaron el relajamiento de la restricción externa, favoreciendo la expansión de la actividad económica sin poner demasiadas presiones en el sector externo. Pero, al considerar la dinámica de crecimiento aparecen los primeros desacuerdos. Aunque también existen varios puntos de convergencia.

En primer lugar, e incluso dentro de los autores más críticos del proceso reconocen que entre 2003 y 2015 la región experimentó un periodo de crecimiento continuo y a tasas elevadas. La excepción fue, obviamente, el año 2009 donde se registró el impacto negativo de la crisis financiera internacional, aunque fue rápidamente revertida. Sin embargo, al observar la tasa de crecimiento promedio se observa que durante el periodo 2003-15 la región creció en promedio un 3,5%, mientras que en los 1980s el crecimiento promedio fue de 1,9% y durante los 1990s de 2,1%.

En segundo lugar, la mayoría de los autores consideran relevante diferenciar dos periodos. El primero de ellos entre los años 2003 a 2008, en la etapa previa a la crisis financiera internacional y que suele caracterizarse como de “elevado crecimiento” donde la tasa de

crecimiento promedio regional fue de 4,4%. El segundo periodo abarca los años 2010 a 2015, luego de la crisis internacional, que suele caracterizarse de condiciones financieras más laxas y donde el crecimiento económico comienza a desacelerarse promediando 2,9% para todo el periodo. Esta dinámica general queda presentada en el gráfico 3.3 a continuación.

Gráfico 3.3: Crecimiento del PBI para LAC8. Años 2000-2015.



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL.

Sin embargo, los matices son numerosos. En especial entre aquellos autores que rechazan la visión de *década latinoamericana* suele afirmarse que la región tuvo una baja excepcionalidad en torno a lo ocurrido en los últimos años y con otros países periféricos. Allí nos encontramos con tres dimensiones centrales.

En primer lugar, y desde la visión convencional, algunos pocos autores consideraron el crecimiento de comienzo de los años 2000s como una consecuencia de la recuperación de la caída previa. El resultado posterior que ejerce la tendencia de mediano plazo determinada por factores de oferta, tras un shock exógeno adverso sobre el crecimiento. Siguiendo a Loayza, Fajnzylber y Calderón (2004) el ciclo que comienza en los 2000s da

cuenta de una reversión del PBI hacia el componente tendencial determinado por los factores relevantes en los ejercicios estándar de cálculo de la productividad total de los factores.

En segundo lugar, aparece una dimensión donde el énfasis está puesto las condiciones favorables externas que enfrentaron todos los emergentes y no solo los países de la región. Una especie de viento de cola comercial y financiero que favoreció al crecimiento. En la opinión de Ocampo (2011), al comparar América Latina y Asia respecto al desempeño de las principales variables se observa una performance mucho peor. En esta misma línea, Talvi (2014) demuestra que existe un único factor común de crecimiento regional, que se explica en un 65% por la tasa de crecimiento de los países avanzados y de China, el precio de los commodities y las condiciones financieras internacionales.

En tercer lugar, y desde una perspectiva más crítica, se reconoce una combinación entre factores favorables externos y una serie de políticas monetarias y fiscales orientadas a sostener ese crecimiento, especialmente en la etapa posterior al impacto de la crisis de 2008/09, aunque también se rechaza la idea de excepcionalidad latinoamericana. En la opinión de Moreno-Brid y Garry (2016), De Gregorio (2013), Cimoli et al (2017) y Porta (2015), entre otros, el punto pendiente pasa por la profundidad de las transformaciones, sobre todo al considerar una diversificación exportadora menos dependiente de las rentas de recursos naturales.

Esta tercera perspectiva resulta ser la más interesante para el análisis, ya que presenta matices entre las anteriores al reconocer que no fue una década perdida para la región, y propone un planteo desde la visión estructural que no solo explica el avance sino tambien el estancamiento.

Buscaremos explorar esta última perspectiva más en profundidad. Para ello, no debemos perder de vista la multiplicidad de trayectorias que caracterizan la región y la importancia de preservarlos para la interpretación de lo sucedido la última década y media. Para ello, presentaremos a continuación taxonomía propia con el objetivo de entender lo sucedido en su complejidad. Además, como parte de un proceso acumulativo de desarrollo de los conceptos, esta clasificación se sostendrá en los próximos capítulos cuando se estudie la dinámica de la inversión productiva y la deuda para las grandes empresas no financieras.

3. Taxonomias: perfil exportador e integración financiera

3.1. Aspectos generales

El periodo bajo análisis comprenderá la década y media que va desde los 2000 hasta el año 2015. La selección del recorte temporal obedece la identificación de un nuevo contexto global y regional, especialmente vinculado con el crecimiento de China, el ciclo de materias primas y los efectos de la implementación del QE luego de la crisis internacional.

En cuanto a los países, se considerarán a las ocho economías más desarrolladas de América Latina (LAC8): Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú, México, Uruguay y Venezuela. En su conjunto, estas ocho economías representan casi el 90% del PBI de todo América Latina y el Caribe[10]. Las fuentes de información de este capítulo consideraran información agregada sobre las cuentas nacionales, el balance de pagos, inflación e indicadores sociales corresponden a Estadísticas e Indicadores y el Observatorio de Política Social de CEPAL. Los datos del comercio exterior corresponden a COMTRADE. Los precios de materias primas y de indicadores corresponden al *International Financial Statistics.*

Como particularidad, en el caso del valor agregado sectorial y la formación bruta de capital sectorial para Perú, Colombia, Chile, México y Brasil se recurrió institutos de estadística nacionales, el resto de los países corresponde a CEPAL. Para el caso del desarrollo de los indicadores que permitan la presentación de taxonomías sobre profundidad y desarrollo financiero se recurrió al Financial Development Index Database del Fondo Monetario Internacional, a información de flujos brutos de capitales compilados por Broner et al (2013)[11] y la base de control de capitales de Chin y Ito (2015)[12].

Vale la pena destacar que este grupo de economías y recorte temporal constituirá el núcleo muestral clave de esta investigación el cual se mantendrá a lo largo de todo el trabajo. Se

[10] Según Estadísticas e Indicadores de CEPAL, año 2015.

[11] La base de Bronner et al (2013) esta accesible al publico entre las bases de Banco Mundial, ver: https://datacatalog.worldbank.org/dataset/wps5768-gross-capital-flows-data-files/resource/f4cb3804-0ab1-4cb9-8c26-3ed7cf7a67da

[12] La base de Chin y Ito (2015) sobre la reulación de la cuenta capital esta accesible al publico y cuenta con actualziaciones permanentes, ver: http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm

espera que para el lector haya una continuidad analítica a lo largo de toda la tesis mediante este grupo de países. Sin desmérito de esto, se darán mayores especificaciones sobre la información utilizada más adelante según corresponda en cada caso.

3.2. El grado de integración financiera

Como comentábamos anteriormente, el continente latinoamericano es una región variada. Desde la perspectiva del analista económico la misma puede ser visto como una, dos o tres regiones en un mismo continente dependiendo de la perspectiva en la cual se la analice (Talvi, 2014).

En primer lugar, y considerando exclusivamente el ciclo de económico, America Latina parece ser una única región. En ello influyen un conjunto de shocks comunes que afectan la dinámica del PBI y el elevado grado de comercio intra-regional. En segundo lugar, desde la perspectiva de la fluidez y acceso al financiamiento, América Latina puede ser vista como dos regiones, una con acceso permanente a los mercados de capitales incluso cuando las condiciones domésticas implican un déficit comercial y problemas de crecimiento, y otra con acceso restringido. En tercer lugar, en cambio, desde la perspectiva de las vulnerabilidades externas y la especialización productiva nos encontramos con distintos perfiles exportadores dependiendo del peso de las exportaciones agropecuarias, industriales o minerales-petroleras.

Para ordenar el análisis y buscando no perder esta riqueza comparativa, se realizará una categorización a partir de dos dimensiones generales: *el tipo de perfil exportador* y *grado de profundidad e integración financiera*. Una clasificación similar a la de este tipo es utilizada en otros trabajos como Talvi y Munyo (2013), Ocampo, Bastian y Reis (2018), Moreno-Brid y Garry (2016) y CEPAL (2018), entre otros.

En el caso de la integración financiera, se considerará una clasificación simple que incluye del grado de desarrollo del sistema financiero doméstico (crédito doméstico al sector privado sobre PBI), el peso de los flujos brutos sobre el PBI, la relevancia del mercado accionario local (capitalización bursátil de empresas domésticas listadas sobre el PBI), la regulación de la cuenta capital y criterios de eficiencia y accesibilidad de las instituciones financieras locales del Indicador de Desarrollo Financiero del FMI (IMF, 2019; Svirydzenka, 2016).

Considerando este conjunto de indicadores se elaboró un índice propio con el objetivo de rankear los países y tener un criterio para ponderar sus diferencias. A diferencia de los otros índices posibles, este índice propio pondera tanto el desarrollo de los mercados de acceso al crédito local, como haría la visión más estándar sobre desarrollo financiero y la importancia de los flujos ingresantes totales y la regulación de la cuenta capital, como lo haría una visión más estructuralista ligada a la dominancia del sector externo.

El índice de *Profundidad e Integración Financiera* (PIF) propuesto será una suma ponderada de los indicadores de facto de integración financiera (flujos portafolio ingresantes), indicadores de jure de integración financiera (índice KOPEN), accesibilidad al mercado financiero (Indice del FMI), profundidad financiera (crédito bancario) y desarrollo de los mercados de capitales (capitalización burzatil). Los ponderadores y las variables quedan representados por la siguiente ecuación. Se puede consultar un detalle de las fuentes de información completa y la dinámica nacional en el anexo.

Ecuación 3.1

$$\boldsymbol{Indice\ PIF} = 0{,}5 * \frac{FLK}{PBI} + (1 - KOPEN) + FDEEP_{FMI} + \frac{CRED}{PBI} + \frac{MK}{PBI}$$

Nota: FLK es Flujos de portafolio (liabilities)/PBI de Bronner et al (2013), KOPEN de Chin y Ito, FDEEP FMI de Svirydzenka, K. (2016), cred/PBI=crédito bancario sobre PBI codigo FD.AST.PRVT.GD.ZS de Banco Mundial y MK/PBI= capitalización burstail sobre PBI código CM.MKT.LCAP.GD.ZS de Banco Mundial.

En el cuadro 3.1 a continuación se presentan los resultados. Como se puede observar, el país de mayor *Profundidad Financiera e Integración* es Chile, a este le siguen Uruguay, Perú, Brasil, Colombia y México. Por último, se encuentran Venezuela y Argentina.

A modo ilustrativo, en el mismo cuadro se presenta el criterio propuesto en comparación con el resto de los criterios presentes en la literatura. El índice propuesto se ajusta mucho mejor a los criterios de la literatura respecto al orden de relevancia de las finanzas en la región en relación a las clasificaciones usuales. A modo de ejemplo, si se considerara solamente el índice de KOPEN para medir la integración financiera, el país

financieramente más integrado sería Uruguay y el último Venezuela. Por el contrario, si se considerada el índice FDEEP del FMI, el país financieramente más desarrollado sería México y en último lugar quedaría Uruguay.

Cuadro 3.1 Índice PIF y criterios alternativos. Valor de índices y ranking.

Pais	Indice PIF		KOPEN (Chin y Ito)		Fdeep (FMI)		FLK		Cred/PBI		MK/PBI	
Pais	*Indice*	*Ranking*	*Indice*	*Ranking*	*Indice*	*Ranking*	*Indice*	*Ranking*	*Indice*	*Ranking*	*Indice*	*Ranking*
Chile	8,12	1	0,38	4	2,89	4	4,49	5	0,69	1	1,04	1
Urugay	4,86	2	0,00	1	2,03	6	10,54	1	0,31	4	0	8
Perú	4,74	3	0,01	2	5,93	2	6,69	2	0,28	5	0,39	4
Brasil	4,20	4	0,54	6	2,71	5	5,17	4	0,46	2	0,49	3
Colombia	4,16	5	0,62	7	1,73	8	- 0,14	8	0,31	3	0,49	2
México	3,62	6	0,31	3	7,34	1	1,91	7	0,17	7	0,30	5
Venezuela	2,05	7	0,52	5	3,01	3	5,52	3	0,20	6	0,05	6
Argentina	0,99	8	0,64	8	1,75	7	4,44	6	0,13	8	0,16	7

Nota: PIF: mayor valor, mayor profundidad e integración financiera, KOPEN de Chin y Ito (2008)=mayor valor, mayor regulación (menor integración); FDEEP FMI de Svirydzenka, K. (2016)=mayor valor, mayor desarrollo y profundidad financiera, FLK de Bronner (2012)=mayor valor, mayor peso de los flujos de capital sobre PBI, MK del Banco Mundial=mayor valor, mayor capitalizacion bursatil sobre PBI.

A partir de estos resultados, se seleccionó un umbral a partir del cual se establecerá si el país se encuentra financieramente integrado o financieramente poco integrado. El criterio considerado propuesto parte de la posición relativa respecto al promedio de la región. El criterio de clasificación es el umbral determinado por un desvío estándar del promedio regional del índice PIF para el periodo 2000 a 2015. El umbral crítico dio como resultado 1,98. Se considerará que si el promedio del índice nacionales se encuentra por debajo del umbral de integración financiera, el país se clasificará como financieramente no integrado. Por debajo criterio ese umbral quedó Argentina y Venezuela. A estos países se los considerará como financieramente poco integrados.

Cuadro 3.2: índice de profundidad e integración financiera (PIF)

Pais	Indice PIF	Clasificación
Argentina	0,99	Financ. Poco Integrado
Brasil	4,20	Financ. Integrado
Chile	8,12	Financ. Integrado
Colombia	4,16	Financ. Integrado
México	3,62	Financ. Integrado
Perú	4,74	Financ. Integrado
Urugay	4,86	Financ. Integrado
Venezuela	2,05	Financ. Poco Integrado

Fuente: elaboración propia en base a fuentes seleccionadas.

La cuestión respecto a los beneficios de la profundidad y la integración financiera está muy presente en el enfoque mainstream. Muchos de ellos parten de alguno de los índices antes citados para presentar características nacionales vinculadas con idea de "represión financiera". Bajo este enfoque, se vincula el menor desarrollo financiero local y la elevada regulación de la cuenta capital con menores tasas de crecimiento de largo plazo. En términos conceptuales, la idea básica parte de entender que existe un beneficio directo asociado a la mayor disponibilidad de ahorro (recursos reales) (McKinnon, 1973; Shaw, 1973).

A partir de allí, se postulan canales directos que influirían positivamente en el crecimiento. En primer lugar, la liberalización del mecanismo de precios asociado a la r desregulación favorecería el direccionamiento de los recursos hacia usos más productivo. La posibilidad de movilizar recursos ahorrados inmovilizados colaboraría

automáticamente colaborando con el proceso de acumulación factorial, contribuyendo al incremento de la productividad total de dichos factores y de allí al crecimiento. En segundo lugar, también se destacan los beneficios de la transferencia tecnológica asociados a la Inversión Externa Directa dentro del país, aportando recursos técnicos y conocimientos que de otro modo estarían ausentes en la cadena productiva nacional. En tercer lugar, el mayor desarrollo de los mercados financieros influiría directamente en el bienestar de las familias al permitirle suavizar las trayectorias de consumo en el tiempo (Hall, 1988; Summers, 2000).

Sin embargo, al contrastar la evidencia empírica no es posible dar cuenta de los canales directos postulados por la teoría. Considerando los controles estándar de las regresiones del crecimiento (PBI per cápita, la inversión, el nivel educativo, la calidad institucional, etc.) la evidencia empírica encuentra que el coeficiente de mayor integración financiera es poco significativo (en el caso que tuviera el signo correcto) para explicar el crecimiento en los países en desarrollo (Rodrik, 1998; Henry, 2007).

3.3. El perfil exportador

La segunda dimensión a considerar es la estructura exportadora como vínculo directo con el tipo de estructura productiva nacional. Para ello, la clasificación buscará realizarse mediante un agrupamiento según el grado de concentración del producto a partir del rubro de nomenclatura SITC a un dígito para el periodo 2000-15. A partir de allí, y de manera simple, la composición de la estructura exportadora se clasificará según se trate de países exportadores de bienes agropecuarios, industriales, minerales metálicos o petroleros.

Para la mayoría de los países es posible identificar un grupo con relativa facilidad. Es el caso de Venezuela, el 89% de las exportaciones corresponden a combustibles y sus derivados. Por el contrario, y aunque Argentina tiene un mayor peso de los productos agropecuarios con el 45%, las exportaciones industriales están en segundo lugar no muy lejos. En el caso de Brasil, el 47% de las exportaciones correspondieron a bienes industriales aunque los minerales y el agro tienen un peso significativo[6]. Para Chile el 30% correspondieron a minerales (incluyendo el procesamiento de Cobre), en Colombia

[6] Se volverá sobre esta particularidad en la sección donde se analice el resultado del sector externo y se comente la dinámica de la cuenta corriente.

el 47% del total estuvo compuesto por combustibles, en México el 80% correspondió a manufacturas de origen industrial[7], y por último en Uruguay el 48% corresponde a exportaciones agrícolas y sus manufacturas. En el cuadro 3.3 a continuación se sintetizan los principales resultados.

Cuadro 3.3: Canasta exportadora de América Latina según principales rubros. LAC8. Promedio años 2000-15.

Pais	AGRO y MOA (SITC 0,1,4)	Minerales (SICT 2, y 6822)	Comb. (SITC 3)	MOI (SITC 5, 6,7,8)	Otros (SITC 9)	Total	Clasificacion
Argentina	45%	9%	9%	32%	4%	100%	Agro
Brasil	24%	23%	8%	42%	3%	100%	Industria
Chile	30%	47%	2%	18%	3%	100%	Minerales y Petroleo
Colombia	13%	4%	54%	25%	4%	100%	Minerales y Petroleo
México	6%	2%	13%	78%	2%	100%	Industria
Perú	17%	45%	10%	9%	19%	100%	Minerales y Petroleo
Urugay	64%	24%	2%	8%	1%	100%	Agro
Venezuela	0%	1%	89%	6%	4%	100%	Minerales y Petroleo

Nota: Agrupamiento según SITC a un dígito.
Fuente: elaboración propia en base a COMTRADE.

Si cruzamos ambos indicadores podremos obtener una taxonomía de doble entrada de la forma que presenta el cuadro 3.4 a continuación. La primera clasificación corresponde con el grado de integración financiera. Dentro de los financieramente integrados, un primer grupo compuesto por los exportadores de materias primas petroleras y minerales como son Perú, Colombia y Chile. En segundo lugar, están los exportadores de industria como México y Brasil. En tercer lugar, se encuentra Uruguay como exportador de materias primas agropecuarias. Por otro lado, podemos están los países de menor desarrollo financiero o financieramente poco integrados como Venezuela y Argentina,

[7] Vale la pena destacar que a pesar del elevado peso de las exportaciones industriales tienen en México, su grado de contenido tecnológico es bajo. Del 80% de las exportaciones industriales sobre el total, menos del 15% corresponden a productos de alta tecnología como computadores, farmacéutica, instrumentos científicos y maquinaria eléctrica. La industria mexicana se caracteriza por un difundido sistema de maquilas que están insertas en eslabones bajos de las Cadenas Globales de Valor, básicamente empresas de EEUU que aprovechan la mano de obra barata para ensamblar productos que vuelven como destino final a los EEUU (Santarcángelo y Padin, 2019).

donde Argentina resulta ser exportador de materias primas agro-industriales y Venezuela exportador petróleo.

Cuadro 3.4: taxonomía para la clasificación de países según sus características estructurales y financieras

		Estructura exportadora		
		Minerales y petroleo	**Manufactura**	**Agro-industria**
financieramente integradas	**Mucho**	Colombia Peru Chile	Mexico Brasil	Uruguay
	Poco	Venezuela		Argentina

Fuente: elaboración propia en base a los índices presentados

Para los objetivos de este capítulo, esta clasificación resultará sumamente relevante para entender la dinámica nacional macroeconómica las últimas dos décadas en la región. Haciendo uso de esta estrategia será posible ordenar el análisis sin perder la riqueza comparativa en un continente con tantas particularidades nacionales. Asimismo, la misma clasificación se sostendrá no solo a lo largo de este capítulo, sino también en los capítulos que siguen. Al considerar la dinámica de la inversión productiva, será sumamente relevante estudiar las diferentes características nacionales el grado de formación bruta de capital e inversión productiva de las grandes empresas no financieras y sus sectores. Al considerar la deuda privada corporativa, el grado de integración financiera será central para definir la capacidad de acceso a los mercados financieros.

4. 2003-08: crecimiento y 'super-ciclo de commodities'

4.1. La demanda

El desempeño económico de LAC8 previo a la crisis internacional fue muy bueno. En el periodo 2003-08 la región creció un acumulado del 29%. Asimismo, los países menos integrados financieramente tuvieron un mejor desempeño que los financieramente

integrados, creciendo un 53% versus un 24% de los otros. Y esto se debe, en parte, a la política de fomento a la demanda de los financieramente menos integrados.

Mas en detalle, consideremos a los países financieramente menos integrados. Entre 2003 y 2008 el crecimiento acumulado del PBI en Argentina fue de un 45% y en Venezuela de un 64%. En el caso de Venezuela, y para el periodo 2003-14, las importaciones crecieron un acumulado del 287%, la FBK fijo creció un acumulado del 245%, el consumo privado un 92% y el gasto público un 65%. En el caso Argentino, las importaciones crecieron un acumulado de 145%, la FBK fijo un 133%, el consumo privado un 53%, y el gasto público un 33%. Como diferencia entre ambos aparece el estancamiento de las Venezolanas. Mientras que en Venezuela las exportaciones tuvieron un crecimiento moderado del 5%, en Argentina estas crecieron un acumulado del 40%.

Por el lado de los países financieramente integrados, en primer lugar se encuentra los exportadores de minerales y petróleo. El desempeño económico entre los años 2003-2008 fue mucho más modesto. Considerando el periodo previo al a crisis financiera internacional, el PBI creció un acumulado del 27% en Chile, un 30% en Colombia y un 42% en Perú. Asimismo, también se destaca una moderada expansión del consumo privado y un muy buen desempeño exportador. En cuanto al consumo privado, este creció un acumulado de 34% en Perú, y 20% en Colombia y Chile. En cuanto a las exportaciones, estas crecieron un 52% acumulado en Perú, un 41% en Colombia y un 38% en Chile. El crecimiento del gasto público fue algo más moderado que en las economías financieramente no integradas: creció un 29% en Chile y Colombia y un 34% en Perú.

Luego, entre los países financieramente integrados está la economía Uruguaya exportadora de materias primas. Su desempeño fue muy similar al de los países productores de Minerales y Combustibles, con un crecimiento acumulado del 42% del PBI, una expansión de la inversión del 97% y un muy buen desempeño exportador con un crecimiento acumulado del 82% y un moderado aumento del gasto público del 20%. Como especificidad se destaca un mayor dinamismo del consumo privado con un crecimiento acumulado del 44% y un mayor crecimiento de las importaciones en el orden del 114%. Eso se debe a los programas de reforma tributaria y ayuda social implementados por el gobierno del frente amplio.

Por último, los países financieramente integrados industriales tuvieron el crecimiento acumulado más bajo, con un 26% para Brasil y del 15% en México. Como elemento

común, en este cuarto grupo se destaca que la baja expansión del gasto público. En México creció un 9% y en Brasil un 17%. Por su parte, las exportaciones mostraron un muy buen dinamismo. Crecieron un 40% en Brasil y un 27% en México, y la formación bruta de capital creció un 48% en Brasil y un 36% en México. Como diferencia, en Brasil se registra un mayor dinamismo del consumo privado y las importaciones, con un crecimiento del 29% y el 16% respectivamente. Esto se debió a la implementación de las políticas sociales del gobierno del PT, como el plan bolsa familia desde 2003 y el fomento a la suba del salario mínimo. Esta información se resume en el cuadro 3.5 a continuación.

Cuadro 3.5: Crecimiento acumulado PBI según objeto del gasto para LAC8. Detalle por países. Años 2003-2008.

2003-2008						
Categoria	**Consumo Gobierno**	**Consumo privado**	**F. B. Capital Fijo**	**Expo**	**Impo (signo invertido)**	**PBI**
Financieramente integrados	**16%**	**26%**	**54%**	**37%**	**-75%**	**24%**
agro-industria						
Uruguay	20%	44%	127%	82%	-114%	42%
manufact						
Brasil	17%	29%	48%	40%	-95%	26%
México	9%	16%	40%	27%	-32%	15%
minerales y petroleo						
Chile	29%	38%	85%	38%	-98%	27%
Colombia	29%	28%	87%	41%	-87%	30%
Perú	34%	35%	122%	52%	-112%	42%
Financieramente poco integrados	**45%**	**68%**	**177%**	**27%**	**-200%**	**53%**
agro-industria						
Argentina	33%	53%	133%	40%	-145%	45%
minerales y petroleo						
Venezuela	65%	92%	245%	5%	-287%	64%
LAC8	**22%**	**33%**	**77%**	**35%**	**-98%**	**29%**

Nota: Variación total acumuladas ponderadas resultan de variaciones totales ponderadas por el peso de cada país en el total.

Fuente: elaboración propia a base de CEPAL e institutos de estadística nacionales.

En el balance, al descomponer la expansión del PBI según sus compontes de demanda los países financieramente menos integrados incrementaron mucho más el gasto público y el consumo privado, en tanto que los financieramente más integrados se destacan el crecimiento de las exportaciones.

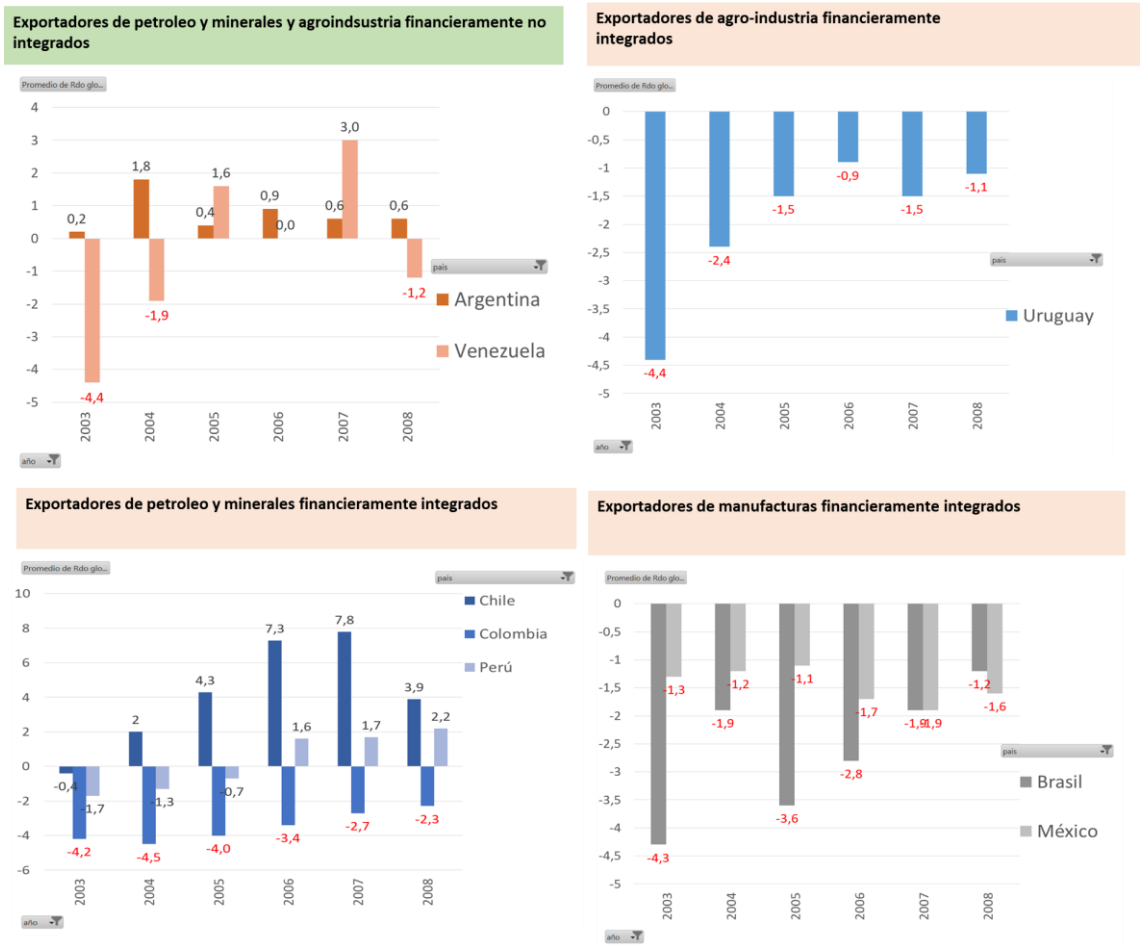
4.2. Resultado fiscal y gasto público

Desde la óptica de las finanzas públicas se observa una diferencia en la política de gasto entre los financieramente no integrados y los integrados. Allí se observa como los países financieramente menos integrados, el resultado fiscal fue procíclico y con una tendencia a la disminución del superávit. Por el contrario, en el caso de los países financieramente más integrados registraron una clara tendencia hacia la consolidación fiscal mediante la contención del gasto o directamente el sostenimiento de los superávits. Esto podría deberse a dos razones. Por un lado, alguna cuestión relacionada con la señalización a los mercados de capitales respecto a un criterio de sostenibilidad fiscal y la adopción de reglas fiscales como pedido de los inversores para cumplir con criterios de sostenibilidad de deuda de mediano plazo. Por otro, una cuestión de precios. Las tasas de interés domésticas elevadas de este periodo también imprimen un costo financiero elevado para financiar los déficit.

En el gráfico 3.4 a continuación se presenta un detalle del resultado financiero para 2003-2008 según el grupo de país que se trate. En el caso de Uruguay, la consolidación fiscal fue de 3,3 pp. del PBI, de Brasil de 3,1 pp. del PBI, de Chile de 4,3 pp. del PBI, Colombia 1,9 pp.[8] y Perú de 3,9pp, en tanto que México registró un deterioro del 0,3pp. PBI del déficit. Por el lado de los países financieramente menos integrados, Argentina mantuvo un leve superávit fiscal de 0,4 pp. del PBI, en tanto que en Venezuela la fuerte recomposición fiscal se debió fundamentalmente a la caída del gasto por el pago de intereses de la deuda en 2004 y el incremento de la renta petrolera.

[8] En Colombia, la consolidación fiscal contó con un marco institucional para ello. “En el año 2000 se aprobó una ley que le puso límites al gasto de funcionamiento de las entidades territoriales y en los años 2001 y 2007 se revisó el sistema de transferencias a las regiones para suavizar su impacto en las finanzas nacionales y establecer mejores condiciones para la elaboración de presupuestos a nivel territorial” (Lozano, 2009: p.3)

Gráfico 3.5: Resultado financiero como % del PBI para LAC8. Periodo 2003-2008.



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL.

Un mayor detalle del gasto se presenta en el cuadro 3.6 a continuación. En el caso de Argentina, el gobierno aumentó en 4,9pp. el gasto primario sobre el PBI, debido a la implementación de subsidios a los servicios públicos, la ampliación de la cobertura provisional por la implementación de la jubilatoria en 2005 y el incremento de la inversión pública. Para Venezuela, el cambio fiscal más relevante se produjo en enero de 2002 con la sanción de la nueva Ley de Hidrocaburos que aumentó los impuestos sobre la renta petrolera (especialmente en upstream), incrementando los recursos en casi 2 pp. del PBI. Junto con ello, se produjo una significativa baja en el saldo neto de las rentas por el proceso de paulatino desendeudamiento que trajo consigo una significativa reducción del gasto total (0,8 pp. del PBI). En cambio, el gasto primario se incrementó en 1,1pp., debido a las transferencias corrientes al sector privado en programas de asistencia social, los subsidios a la energía e inversión en obra pública para la vivienda (Hernández &

Avendaño, 2008)[9]. En relación con esto, debe tenerse en cuenta que en Venezuela parte del gasto social no tiene el registro presupuestario bajo el Administración Pública Nacional dado el peso de las empresas públicas y los fondos especiales[10]. Un rol clave en esto fue el gasto social de PDVESA y los aportes de PDVSA y el BCV al FONDEN (Fondo Nacional de Desarrollo), creado en 2005 y bajo el control directo de la presidencia (Vera, 2014).

En el caso de los países financieramente integrados, México es el único país del grupo en el cual no se registra una tendencia a la consolidación fiscal. Esto se debe en parte al efecto de cambio de regla de presupuestaria que en 2008 implicó el registro en el presupuesto del gobierno central la inversión en el sector petrolero por parte de PMEX[11] (Banco Mundial, 2016). Además de ello, se produjo cierta expansión del gasto social por la ampliación del plan de transferencia condicionada oportunidades, la ampliación del seguro de salud y la creación en 2007 de la Pensión de Adultos Mayores (0,1% del PBI)[12], Por su parte, aunque en Brasil se registró una fuerte reducción del déficit, el gasto público se incrementó en 2,3 pp. (los ingresos aumentaron más que lo que aumento el gasto proporcionalmente). Entre los incrementos del gasto, se destaca en 2004 la implementación del programa "Bolsa Familia" en 2004, que llega a más de 20 millones de personas con un gasto equivalente a 0,3 pp. del PBI. En el balance, el resultado primario creció 8,4pp. del PBI. Algo similar sucedió con Uruguay. Entre las políticas de

[9] Hay que considerar que existen especificidades en el gasto publico venezolano, y este podría ser aún mayor ya que una parte del gasto social es extra-presupuestario, ejecutado a través de PDVSA u otras empresas. Según Aponte Blank (2010), esta brecha podría ser hasta del 20% del gasto social total. Según Vera (2014), el gasto social extra presupuestario ejecutado por PDVSA paso del 3,8% en 2004 al 9,2% del PBI en 2006.

[10] "*Gasto social del sector público restringido: En este caso no contamos con una fuente de información sobre la distribución sectorial-social del gasto del sector público distinta a la que nos ofrece el Sisov. Se supone que el registro sobre ese tipo de gasto está incluyendo el gasto social acordado al gobierno general (entendido como la suma del gobierno central y de los gobiernos territoriales: gobernaciones y alcaldías), la inversión social de PDVSA y los aportes del Fonden (www.sisov.mpd.gob.ve)*." (Aponte Blank, 2010: p.34).

[11] En el año 2008 se modificó una norma presupuestaria que obligó al registro de las inversiones de la empresa pública PMEX en el presupuesto. Según World Bank (2016) esto da cuenta de casi la totalidad del aumento de inversión de capital en el sector petrolero.

[12] El programa Oportunidades es un programa de transferencia condicionada de ingresos que toma un nuevo impulso en 2002 al reemplazar a su antecesor PROGRESA. Tiene una cobertura de casi 4 millones de niños y niñas, y consiste en un desembolso de USD 18 mensuales por individuo. El programa de seguro de salud "seguro popular" fue creado en 2003 para universalizar el acceso a la salud, desde su creación su cobertura se multiplicó por 5, llegando en 2012 a los 5 millones de personas. Para más detalle ver: https://dds.cepal.org/bpsnc/programa.php?id=92

promoción social se destaca en 2008 se implementó el programa de transferencias condicionadas "Equidad" que alcanzó al 12% de la población e implicó un gasto de 0,42% del PBI.

Cuadro 3.6: Ingreso, gasto y resultado fiscal para LAC8. Cambios en porcentuales sobre el PBI. Años 2003-2008.

2003-2008											
Categoria		**ingresos**	**GS total**	***Gs corriente***	**Gs primario**	intereses	Subsidios y tr corriente	***Gs Capital***	Gs capital fijo	**Rdo primario**	**Rdo global**
Financieramente integrados											
agro-industria	Uruguay	0,90	-2,40	-2,90	0,10	-2,50	-0,40	0,60	0,60	0,80	3,30
manufactura	Brasil	2,30	-0,80	-2,00	2,30	-3,10	1,40	1,20	s/d	8,40	3,10
	Mexico	2,20	2,50	0,70	2,70	-0,20	0,80	1,70	0,80	-0,60	-0,30
minerales y petroleo	Chile	4,50	0,20	-0,30	0,80	-0,60	0,20	0,50	0,20	3,60	4,30
	Colombia	3,00	1,00	0,20	1,60	-0,60	0,70	1,10	1,10	1,30	1,90
	Peru	3,60	-0,30	-0,90	0,30	-0,60	1,10	0,50	0,30	3,30	3,90
Financieramente poco integrados											
agro-industria	Argentina	4,40	5,30	3,60	4,90	0,40	2,60	1,70	0,60	-0,60	-1,00
minerales y petroleo	Venezuela	1,10	-2,10	-2,30	1,30	-3,40	2,70	0,20	-1,60	-0,20	3,20

Fuente: elaboración propia a base de CEPAL e instituto de estadísticas nacionales.

De modo que durante esta etapa, en los países financieramente menos integrados el sector público sirvió como un estímulo adicional a la demanda para impulsar mayores tasas de crecimiento mediante expansión del gasto público como porcentaje del PBI. En tanto que en los países financieramente más integrados, y aunque hubo políticas de fomento a la demanda en Uruguay y Brasil, el sector público mayoritariamente favoreció la consolidación fiscal (Caldentey y Vernengo, 2016).

4.3. La dinámica sectorial

Desde la óptica del análisis sectorial también se observa una dinámica diferencial entre uno y otro grupo de países. En este caso, se observa que el mayor crecimiento de los países financieramente menos integrados estuvo asociado a la expansión de las actividades vinculadas al mercado interno y los sectores no transables, especialmente la construcción y el transporte. En el cuadro 3.7 a continuación se presenta un detalle por grupos y países.

Cuadro 3.7: Crecimiento acumulado PBI según valor agregado sectorial LAC8. Detalle por países. Años 2003-2008.

2003-08											
Categoria	Agricul-tura	Petr. y Minas	Ind. Manuf	Elec, gas y agua	Cons-truccion	Com.., hoteles y otro	Tr y Com.	FIRE	FIRE- Inf Fin	Adm. Públic	PBI
Financieramente integrados	**15%**	**13%**	**21%**	**29%**	**32%**	**32%**	**34%**	**33%**		**14%**	**25%**
agro-industria											
Uruguay	12%	44%	63%	-41%	35%	70%	109%	1%	s/d	16%	45%
manufactura											
Brasil	18%	21%	25%	24%	25%	35%	28%	38%	55%	12%	26%
México	9%	-4%	11%	47%	31%	23%	33%	26%	105%	10%	18%
minerales y petroleo											
Chile	27%	5%	22%	-16%	37%	38%	42%	28%	34%	21%	27%
Colombia	11%	30%	25%	20%	65%	35%	47%	35%	59%	26%	32%
Perú	25%	34%	47%	41%	79%	49%	60%	49%	51%	25%	42%
Financiermante poco integrados	**28%**	**5%**	**47%**	**32%**	**117%**	**83%**	**93%**	**48%**		**37%**	**53%**
agro-industria											
Argentina	24%	1%	46%	29%	89%	61%	74%	34%	42%	31%	45%
minerales y petroleo											
Venezuela	35%	11%	47%	36%	162%	119%	122%	71%	s/d	46%	64%

Nota: Variación total por grupos son resultan de variaciones totales ponderadas por el peso de cada país en el total.

Fuente: elaboración propia en base a CEPAL e institutos de estadística nacionales.

Comencemos por los países financieramente menos integrados. Allí se observa un mayor crecimiento asociado a las políticas de gasto público de expansión de la demanda, y por ende del mercado interno. En el caso de Argentina, entre 2003 y 2008 el crecimiento acumulado del sector de la construcción fue del 89%, el de transporte y comunicaciones del 74%. Junto con ello, la mejora en el precio de los commodities y los mayores rindes asociados a la adopción del paquete tecnológico vinculado al cultivo de soja, generó una fuerte expansión de la actividad agropecuaria[13]. Entre 2003 y 2009 la producción agropecuaria creció un 24%. En el caso de Venezuela, el crecimiento acumulado en la construcción fue del 162%, el de transporte y comunicaciones del 122%. Como elemento paradójico, en Venezuela se destaca el bajo crecimiento del sector petrolero como componente del valor agregado sobre el total, a pesar de la centralidad de la industria para

[13] Entre 2002/03 y 2007/08 la producción de soja creció un 32,7% de 34,8 M de toneladas a 46,2 M de toneladas (Min. de Agroindustria, 2019)

el conjunto de la economía. Esto se debe a las cuotas de producción que como miembro de la OPEP debe cumplir PDVESA[14].

Para los países financieramente integrados, en este periodo el crecimiento fue menor y estuvo mayoritariamente centrado en las actividades financieras, primarias extractivas y de infraestructura.

En el caso de los países industriales, México registra una fuerte expansión el sector de intermediación financiera: para el periodo 2003-08 las finanzas crecieron un acumulado de 105%. A esto le sigue el sector servicios de Electricidad, Gas y Agua con el 47%, el transporte y las telecomunicaciones con el 33% y la construcción con el 31%. El sector financiero y la infraestructura fueron los principales elementos que dinamizaron la inversión en México en esta etapa. Para Brasil también se destaca el crecimiento del sector financiero: con un crecimiento acumulado del 55% el sector de intermediación financiera fue el que mas creció en el periodo 2003-08. Luego aparecen un conjunto de sectores cuyo crecimiento acumulado está en torno al 20%, en donde se destaca la construcción y el sector de petróleo y minas.

En cuanto a los países mineros y petroleros financieramente integrados, comenzando por Chile, luego de México fue la economía que menos creció. A nivel sectorial se destaca la caída del sector electricidad, gas y agua y un relativo estancamiento del sector minero. Respecto al primero, la caída del 20% en el sector de electricidad, gas y agua se debido a la crisis eléctrica producida en 2007-08. Primero, en el último trimestre de 2007 hubo una la fuerte sequía que afectó las represas hidroeléctricas y, en 2008, la interrupción al envío de gas desde Argentina generó grandes complicaciones a la producción termoeléctrica[15] . Derivado de ello, la actividad minera se vio golpeada: en el año 2008 la producción minera cayó un 6%. De modo que, excluyendo ese año, entre 2003 y 2007 el valor agregado minero se incrementó un 11,5%. Haciendo estas salvedades, no quedan dudas

[14] Entre 2004 y 2008 la producción de petróleo disminuyó en 2,51 millones de barriles por día a 2,4 millones de barriles por día (EIA, 2019). El efecto "bonanza" de los términos de intercambio favorables estuvo totalmente determinado por la dinámica precio más que por las cantidades. En especial, luego de la victoria de Chávez en el referéndum revocatorio 2004, se termina con la inestabilidad política ocurrida desde 2002, posibilitó desplegar diversos programas de fomento de la actividad económica desde el Estado, sacando provecho de la apropiación de la renta petrolera mediante PDVSA (Hernández y Avendaño, 2008).

[15] Para el año 2006, la matriz energética chilena dependía en un 52% de energía hídrica y en un 23% de usinas de gas. En 2007, la sequía y la interrupción de envíos de gas desde Argentina hicieron que esas fuentes deban ser sustituidas por combustible tipo fueloil, siendo los números para 2008 de un 40% energía hídrica, 6% de gas y 24% de fueloil (Cuevas, 2012, p.37). Además, ver http://www.centralenergia.cl/2009/12/01/la-historia-detras-de-la-crisis-de-2008/

que en términos de inversiones y exportación las minería fue el motor central de la economía chilena de los años 2000s (Agosin y Montecinos, 2011).

En el caso de Colombia se registra un fuerte crecimiento en el sector petrolero y minero, la construcción y la intermediación financiera. En términos históricos, la apertura y liberalización durante la década de los 1990s (que incluyó la privatización de empresas estatales en el sector petrolero) y la menor intensidad del conflicto armado en las zonas rurales fue elemento impulsor del impulso colombiano al sector minero y petrolero (Echandía Castilla, 2000). Entre 2003 y 2008 la actividad del sector petróleo y minas se expandió un 30% y su peso sobre el valor agregado total creció en 2pp. del PBI, disminuyendo el tradicional peso del sector cafetero entre las exportaciones (Ocampo, 2013)[16]. Asociado a ello, creció el sector de la construcción, los transportes y las comunicaciones y el sector financiero, con un crecimiento acumulado entre 2003 y 2008 del 65% para construcción, del 45% para los transportes y del 60% para las finanzas.

En cuanto a Perú, entre 2003 y 2008 la economía peruana fue la que más creció dentro de su. Incluso en términos de su propia historia económica, los años 2000s representaron para Perú el inicio de un periodo inédito de crecimiento solo comparable con fines del siglo XIX (Mendoza Bellido, 2013). Las bases de este modelo de crecimiento se iniciaron en los 1990, a partir de la sanción de un nuevo código minero favorable a la inversión extranjera y que es el marco institucional que perdura hasta la actualidad[17]. Entre 2003 y 2008 se destaca una extraordinaria expansión centrada en el dinamismo del sector minero y petrolero. En particular, el sector minero creció un acumulado del 34% impulsado por la inversión externa directa en cobre y otros minerales, tanto que fue el tercer destino mundial de la inversión minera para el año 2009 (De Echave, 2012)[18]. Esto hizo que la minería incrementase su participación en el PBI del 4,6% en el 2003 al 8,5% en el 2008,

[16] Mientras que en 1985 las exportaciones del sector cafetero representaban un 50% del total y las mineras y petroleras un 10%, a comienzo de los 2000's las exportaciones cafeteras eran menores al 10% y las mineras y petroleras más del 40% (Ocampo, 2013, p. 24). Esta tendencia se profundizo durante toda la década.

[17] "*Los principales cambios consistieron en eliminar la discriminación contra los capitales extranjeros, brindar libre disponibilidad de las utilidades conseguidas, reducir las tasas impositivas, e incluir facilidades e incentivos para la importación de equipos, así como esquemas de depreciación acelerada y dispensación del pago de impuestos hasta la recuperación de la inversión, entre otras medidas*" (Glave y Kuramoto, 2007, pág. 2).

[18] A nivel global, Perú es el segundo productor mundial de Plata, Cobre, Zinc, Boro. En oro, es el sexto productor mundial y el primero de América Latina. El 62% de la inversión minera es en cobre, el 20% es en oro, el 7,4% en hierro y el 11% restante en Fosfato, Plata, Zinc y Estaño. Ver, http://observatorio.osinergmin.gob.pe/peru-ranking-mundial

y acumulando el 48% del total de las exportaciones en 2008. Asociado a ello, entre 2003 y 2008 se registró una extraordinaria expansión en la construcción del 80% y del sector de transportes y comunicaciones del 60%.

Por último, la economía uruguaya se vio impulsada por la expansión de la producción agrícola, al igual que argentina, por la adopción del paquete tecnológico asociado al cultivo de la soja[19]. Entre 2003 y 2008 la actividad agropecuaria se expandió un total de 12%, con un crecimiento de la producción de soja del 304% para el mismo periodo. Asociado a ello, la salida de la crisis argentina afecto positivamente a Uruguay mediante un fuerte crecimiento en el turismo, el transporte y la construcción. Entre 2003 y 2008 el turismo creció un acumulado de 70%, el transporte y las comunicaciones un 109% y la construcción un 35%.

La desagregación sectorial también da cuenta del crecimiento diferencial entre uno y otro grupo de países. Como aspecto no tratado anteriormente, el valor agregado por actividades productivas permite registrar que el mayor crecimiento de los países financieramente poco integrados se debió al crecimiento de actividades del mercado interno y sectores no transables. Ambos en estrecha vinculación con las políticas activas de demanda llevada adelante por ambos gobiernos. En cambio, los financieramente menos integrados el desempeño fue comparativamente menor y más vinculadas a los RRNN y a el sector servicios e infraestructura como electricidad, gas y agua.

4.4. El sector externo: la dominancia de la cuenta corriente

En cuanto a la dinámica de la cuenta corriente también se registra un desempeño diferencial entre países y entre periodos similar al descripto al analizar el crecimiento.

En el gráfico 3.5 a continuación se presenta la dinámica de la cuenta corriente para LAC8 entre 2000 y 2008. Allí se observa como a partir de 2003 y hasta 2007 la región experimento un fuerte superávit de cuenta corriente, de hasta el 1,7% del PBI en el año

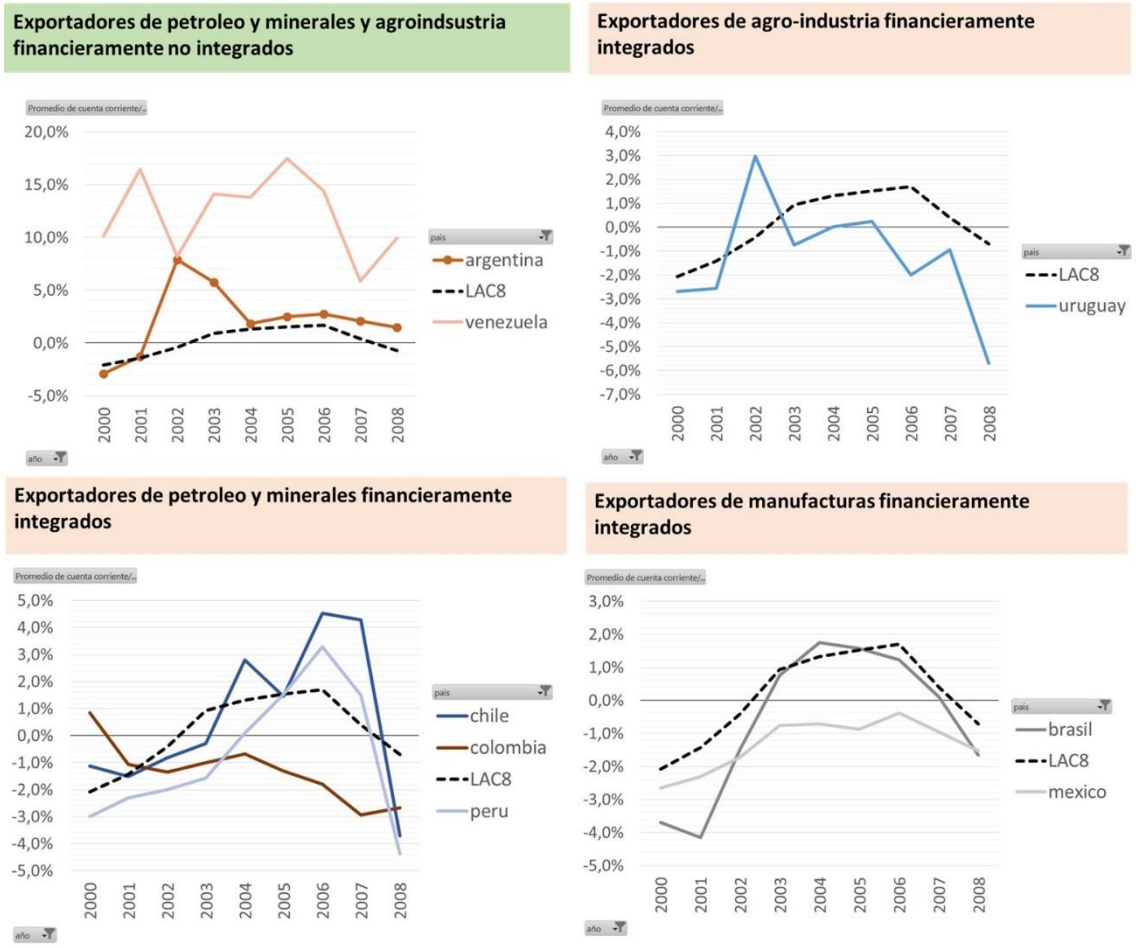
[19] Al igual que en Argentina, la introducción del cultivo de soja en Uruguay trajo consigo la aparición de nuevas empresas con lógicas de producción diferentes al productor tradicional expandiendo el arrendamiento de grandes superficies y la concentración productiva. A modo de ejemplo, en la campaña 2008/09 el 65% de la superficie fue sembrada en tierras que no pertenecían al productor (Arbeletche y Carballo, 2010)

2006. La recomposición se dio fundamentalmente por el crecimiento del valor de las exportaciones, en especial por el alza en los términos de intercambio.

Este nuevo saldo favorable de la cuenta corriente fue un cambio muy significativo respecto a la década anterior, ya que se revirtió el persistente déficit de cuenta corriente y se consolidó una mayor fortaleza financiera externa.

Ambos aspectos no resultan independientes. Podemos suponer que los elevados superávits de cuenta corriente estuvieron asociados a una menor necesidad del ingreso de flujos financieros para aliviar las presiones cambiarias, dando un grado de libertad más a la política económica para expandir el gasto público e impulsar la demanda. Esto permitió expandir el crecimiento entre 2003 y 2008 a tasas muy elevadas.

Gráfico 3.5: Resultado de la cuenta corriente como % del PBI para LAC8. Detalle por países. Años 2000-08.



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL.

Ahora analicemos lo que sucedió en cada grupo de países. En el caso de los países financieramente no integrados, Venezuela y Argentina registraron superávits de cuenta corriente desde comienzo de los años 2000s que perduraron en valores elevados hasta el año 2008. Medido en términos del PBI, Venezuela fue el país que mayor superávit tuvo: entre 2003-08 el superávit de cuenta corriente fue en promedio del 12,6% debido al fuerte superávit de balance comercial en torno al 14%, debido al efecto precio sobre las exportaciones de petróleo crudo y otros combustibles. Entre 2003 y 2008 las exportaciones de combustibles crecieron un 164%.

Algo similar pero en menor magnitud sucedió con la economía Argentina. Tras la crisis de 2001, se registró una fuerte recomposición del superávit de cuenta corriente por el efecto contractivo que la crisis tuvo sobre de las importaciones. Además, la devaluación debilitó los salarios reales y recompuso fuertemente la tasa de ganancia de los empresarios e impulsó la dinámica de las exportaciones. Entre las exportaciones, se destaca las mayores exportaciones de soja, maíz y sus derivados. Entre 2003 y 2008 las exportaciones de productos agropecuarios y sus derivados crecieron un +122%. En términos del total, estas pasaron de representar el 40% del total exportado en 2003 al 45% en 2008. Además, el balance comercial registró el valor récord de 14% del PBI en el año 2002, y a partir de allí el crecimiento expandió las importaciones y generó una paulatina contracción del superávit comercial.

En cuanto a los financieramente más integrados, los exportadores de manufacturas Brasil y México tuvieron un desempeño heterogéneo. Esto se debe al efecto opuesto que tiene China sobre ambos países. Por un lado, la dinámica exportadora de México está mayoritariamente asociado a la demanda de sus socios del NAFTA (en especial EEUU) por lo que China representa un competidor del sistema “maquilador” mexicano, en tanto que para Brasil se ve beneficiado indirectamente al poderle vender más productos a la región y directamente a China (Ocampo, Bastian y Reis, 2018).

En el caso de Brasil, el crecimiento global y la mejora en el precio de las materias primas hizo que el balance comercial pase de deficitario a superavitario: del -0,9% del PBI de déficit en 2001 al 1,6% de superávit en 2002, e inicie un periodo de fuerte superávit. Entre 2002-2007 Brasil registra un superávit comercial del 3,4% del PBI (el equivale a unos USD 158.000 millones) alcanzando su máximo en 2004 y manteniéndose alto hasta 2007. En particular, para Brasil se destaca el crecimiento tanto de las exportaciones tanto de recursos naturales como de manufacturas industriales. Entre 2003 y 2008 las

exportaciones de soja, azúcar y otros crecieron un 137%, de hierro y otros minerales un 175%, de petróleos y otros combustibles un 321% y de productos industriales un 117%. Durante este periodo se marca la emergencia de un proceso de relativa desindustrialización y especialización regresiva de las exportaciones en Brasil (Medeiros, Freitas y Passoni, 2019). En el acumulado total, industriales pasaron de representar el 57% del total en 2003 al 48% del total en 2008, perdiendo peso frente a las exportaciones de minerales que pasaron del 15% en 2003 al 19% en 2008 y de combustibles 15% en 2003 al 19% en 2008.

En cuanto a México, al analizar el crecimiento exportador entre 2003 y 2008 se destaca la expansión en el petróleo crudo y otros combustibles con un crecimiento del 150% y un conjunto de MOI fundamentalmente por vehículos y el ensamblado durables de electrónica y computación del complejo "maquila", con un crecimiento del 117%.

Por el lado de los países mineros y energéticos, Perú y Chile registraron 2004 y 2007 una fuerte recomposición del superávit de cuenta corriente en tanto Colombia siempre fue deficitaria. En el caso de Perú, esta dinámica se explica por el boom exportador de cobre y otros minerales que 2003 y 2008 crecieron un 350%. Hacia 2008 las exportaciones mineras representaron el 50% del total de las ventas externas del país.

Algo similar sucedió en el caso de Chile. El dinamismo exportador estuvo fundamentalmente centrado en las exportaciones de cobre procesado y sin procesar. Estas crecieron un 281% entre 2003 y 2008. Hacia 2008 las exportaciones de cobre y otros metales representaron el 42% del total exportado.

En el caso de Colombia, se destaca el crecimiento de las exportaciones de petróleo crudo y otros combustibles una expansión del 133% entre 2003 y 2008 y en menor medida carbón y otros minerales 189% entre 2003 y 2008. Un elemento a destacar durante este periodo fue la expansión del la comunidad andina, creada en 1996 y conformada por Colombia, Bolivia, Perú, Ecuador y Venezuela que incrementó el comercio intra-regional y dio un dinamismo importante a las exportaciones manufactureras colombianas (Ocampo, 2013). Sin embargo, en 2006 aparecieron las tensiones políticas cuando Venezuela decidió abandonar el bloque deprimiendo fuertemente las MOI, que pasaron del 40% del total exportado a menos del 20%. En paralelo a ello, ganó importancia las exportaciones primarias, especialmente petróleo, representando en 2008 el 42% del total exportado.

Finalmente, las exportaciones uruguayas crecieron de la mano de la mayor venta de soja y carne vacuna, que creció un 148% entre 2003 y 2008. El detalle del crecimiento de las exportaciones por grupo de países y rubros se presenta en el cuadro 3.8 a continuación.

Cuadro 3.8: Crecimiento de las exportaciones de según los principales rubros para LAC8. Promedios de exportación anual por periodos y variación porcentual total. Años 2003-08.

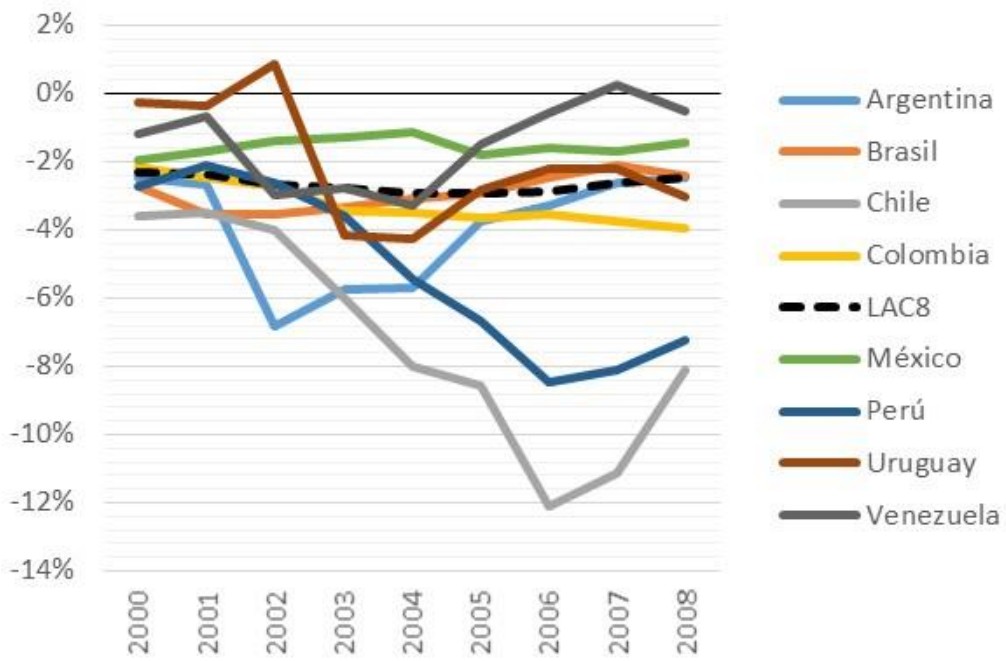
Año	2003		2007-08		
	M USD	% total	M USD	var %	% total
Financieramente integrados					
Uruguay					
AGRO y MOA (SITC 0,1,4)	1.070	46%	2.659	148%	67%
Brasil					
AGRO y MOA (SITC 0,1,4)	16.582	22%	39.335	137%	22%
Minerales (SICT 2, inc. 6822)	12.059	15%	33.244	176%	19%
Combustibles (SITC 3)	3.798	3%	16.001	321%	9%
MOI (SITC 5, 6,7,8)	39.204	57%	85.245	117%	48%
Mexico					
Combustibles (SITC 3)	18.528	9%	46.393	150%	16%
MOI (SITC 5, 6,7,8)	135.381	85%	207.843	54%	74%
Peru					
Minerales (SICT 2, inc. 6822)	3.283	39%	14.903	354%	50%
Colombia					
Minerales (SICT 2, inc. 6822)	790	6%	1.842	133%	5%
Combustibles (SITC 3)	4.869	39%	14.085	189%	42%
Chile					
Minerales (SICT 2, inc. 6822)	5.416	25%	20.639	281%	27%
Financieramente poco integrados					
Argentina					
AGRO y MOA (SITC 0,1,4)	12.692	40%	28.196	122%	45%
MOI (SITC 5, 6,7,8)	8.453	33%	20.331	141%	32%
Venezuela					
Combustibles (SITC 3)	20.540	83%	54.232	164%	95%

Fuente: elaboración propia en base a COMTRADE.

Como punto adicional a lo anterior aparecen dos cuestiones interesantes para comentar dentro de la cuenta corriente. En primer lugar, está la remisión de utilidades. Al interior de la región, dentro de los países financieramente más integrados Perú y Chile registran un mayor volumen de remisión de utilidades sobre el PBI que el resto. Como se observa

en el gráfico 3.6 a continuación, A la par del boom del precio de las materias primas, también crecieron las remisiones de utilidades: entre 2003 y 2008 las rentas de la inversión fueron del 9% del PBI para Chile y del 6,6% del PBI para Perú[20]. Para Colombia, el que le sigue y dentro del mismo grupo, en cambio, la remisión de utilidades fue significativamente menor: en promedio entre 2003 y 2008 fue de 3,6% del PBI. En este sentido, para estos dos países el resultado favorable de cuenta corriente implicó un superávit de balance comercial que más que compensó las necesidades de divisas.

Gráfico 3.6: Remisión de utilidades en LAC8. Detalle por países. Años 2000-15.



Fuente: elaboración propia en base a COMTRADE

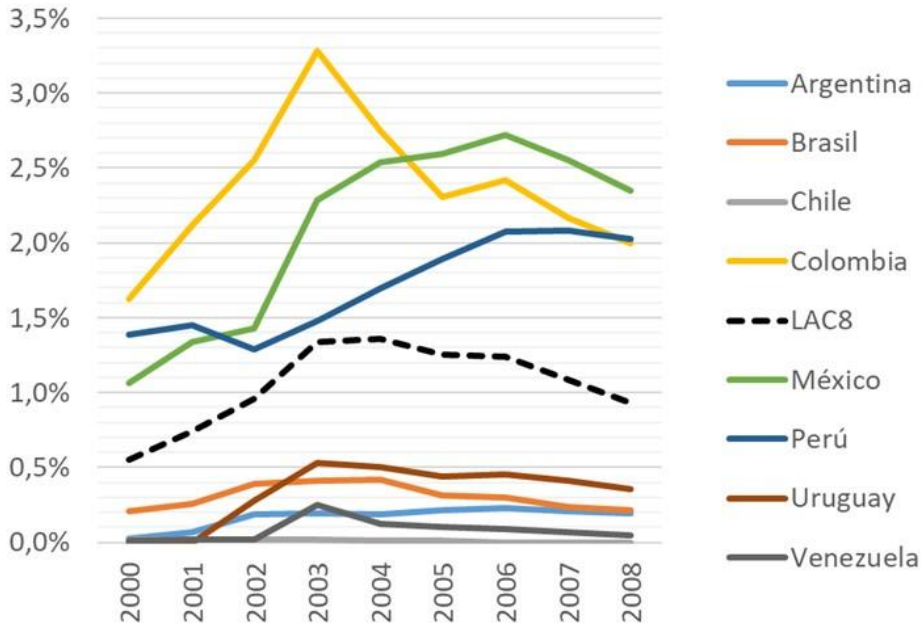
En segundo lugar, están las remesas de trabajadores en el exterior. Contrario a la remisión de utilidades, las remesas implicaron el ingreso de un flujo de fondos externos que para algunos países fue sumamente significativo. De acuerdo con información del Banco Mundial, América Latina y el Caribe resulta ser la segunda región receptora mundial de remesas del mundo (14% del total) después del sudeste asiático (20% del total).

[20] CODELCO extrae el 48% de la producción bruta de cátodos de cobre y un conjunto de 17 grandes empresas privadas (principalmente extranjeras) producen el 52% restante. Este mismo número se mantiene para la participación de las exportaciones (Agosín y Montecinos, 2011).

Esta información se presenta en el gráfico 3.7 a continuación. Allí se observa un ciclo favorable que comienza en los años 2000 para Colombia y en el año 2003 para México y Perú y dura hasta mediados del 2007, con la crisis financiera mundial. Para los países de LAC8, entre los años 2003-08 el ingreso por remesas fue sumamente determinante en el resultado de cuenta corriente, en especial para México, Colombia y Perú (Caldentey y Vernengo, 2016). Entre 2003 y 2008 las remesas promedio ingresadas al país equivalieron al 2,5% del PBI, en México fueron del 2,4% y en para Perú del 1,9%. Medidos en términos de exportaciones el número es mucho más significativo: hacia el 2008 las remesas equivalían al 12% de las exportaciones para Colombia, 8,9% para México y un 7,8% para Perú[21].

Visto desde la macroeconomía, tal volumen de remesas desde el exterior en México, Colombia y Perú funciona como un dato estructural de flujos de divisas ingresantes que relajan fuertemente la restricción externa y otorgan mayor margen de maniobra para los gobiernos nacionales.

Gráfico 3.7 Remesas de emigrantes como % del PBI para los principales países de América Latina y el Caribe. Detalle por países. Años 2000-08.



Fuente: elaboración propia en base a Banco Mundial.

[21] Para otros países de América Central los números pueden llegar a ser muchísimo mayores. Por ejemplo, en El Salvador las remesas representan el 20% del PBI, en Honduras el 18% del PBI y en Guatemala el 11% del PBI, entre otros.

5. 2010-15: La desaceleración del crecimiento y el QE

5.1. La demanda

Luego del estallido de la crisis internacional, la región experimento una fuerte desaceleración en el crecimiento, en especial a partir del año 2012. Entre las razones se encuentra el retroceso del valor de los precios de las materias primas (Febrero-11 fue el pico de precios de la década) y el menor crecimiento chino (del 14% en 2007 a 7% en 2010).

Y al igual que la etapa anterior, aquí tampoco la performance de los países fue homogénea: si bien todos se vieron afectados por el nuevo contexto, los países financieramente más integrados, a excepción de Brasil, tuvieron una mejor performance de crecimiento. En el cuadro 3.9 a continuación se presenta el detalle del crecimiento según componentes de la demanda.

Cuadro 3.9: Crecimiento acumulado PBI según objeto del gasto para LAC8. Detalle por países. Años 2015-08.

2010-15						
Categoria	**Consumo Gobierno**	**Consumo privado**	**F. B. Capital Fijo**	**Expo**	**Impo (signo invertido)**	**PBI (eje der)**
Financieramente integrados	**12%**	**14%**	**9%**	**21%**	**-15%**	**12%**
agro-industria						
Uruguay	21%	22%	22%	13%	-23%	18%
manufactura						
Brasil	5%	11%	-6%	13%	1%	6%
Mexico	12%	13%	18%	35%	-28%	16%
minerales y petroleo						
Chile	22%	27%	24%	8%	-14%	21%
Colombia	32%	23%	49%	24%	-54%	25%
Peru	47%	32%	21%	8%	-28%	26%
Financieramente poco integrados	**21%**	**10%**				**5%**
agro-industria						
Argentina	25%	14%	8%	-13%	-12%	8%
minerales y petroleo						
Venezuela*	14%	4%	s/d	s/d	s/d	2%
LAC8	**14%**	**14%**				**11%**

Nota: variación total acumulada, categorías en promedios ponderados. Venezuela hasta el año 2014.

Fuente: elaboración propia a base de CEPAL.

En el caso de los países financieramente menos integrados el desempeño económico fue muy malo. Entre 2010 y 2015 el crecimiento acumulado de la economía Argentina fue del 7,6% y el de la economía venezolana[22] del 1,6%. Entre los componentes de la demanda, en ambos casos el más dinámico fue el gasto público creciendo un acumulado de 25% para Argentina y 14,2% para Venezuela, y el menos dinámico las exportaciones que cayeron un 13% para Argentina y un 11,5% para Venezuela.

Comenzando por la Argentina, si bien la dinámica económica de este periodo fue mala, el mayor deterioro se registra luego de 2012. Entre 2012 y 2015 el PBI creció solo un 2,6%, las exportaciones retrocedieron un 12% y la formación bruta de capital cayó un 1,3%. En la explicación de este estancamiento confluyen diferentes aspectos. Por el lado de la actividad económica, hechos puntuales como la sequía del año 2012 (rindes cosecha soja por debajo de 20 qq/Ha) y la desaceleración de la economía brasileña deprimió el producto casi un 4% en el segundo trimestre de 2012[23]. Sin embargo, en un panorama más general el principal limitante del país fue la restricción externa, que combinó aspectos reales y financieros. Entre los reales se destaca el déficit estructural de la industria y el problema energético (ver siguiente apartado) (Goldstein et al, 2016). Por el lado financiero, desde el año 2011 el país implementó severos controles cambiarios con el objetivo de contener la tendencia hacia la dolarización del sector privado residente, tanto mayorista como minorista, cosa que nunca se logró. Sumado a ello, a pesar del contexto internacional sumamente favorable, Argentina permaneció al margen de la emisión de deuda estatal y corporativa. Entre las múltiples razones de ello, un elemento central fue el conflicto con los "fondos buitre" (NML capital, Aurelios capital y Dart managment), sobre todo desde 2014, en los tribunales de Nueva York[24]. Ese mismo año, se produjo una devaluación que acelero la inflación por encima del 40%, deteriorando el ingreso privado,

[22] Desde 2014 el Banco Central de Venezuela dejó de publicar datos sobre PBI, inflación y datos del balance de pagos. Debido a ello, otras bases de datos internacionales como CEPAL, Banco Mundial y FMI no tienen información disponible sobre el país. Sin embargo, se utilizó estimaciones de consumo público, consumo privado, formación bruta de capital y PBI (por el lado del gasto) de CEPAL (2016).

[23]Ver detalle de rindes agrícolas https://www.agroindustria.gob.ar/sitio/areas/ss_mercados_agropecuarios/jornadas_congresos/_archivos/000101_2017/000104_Perspectivas%20Agr%C3%ADcolas/000109_Estimaciones%20Agr%C3%ADcolas.pdf

[24] En junio de 2014 la corte suprema rechaza la apelación Argentina y deja firme el fallo del Juez Thomas Griessa, que implicaba el pago completo del capital, los interés y punitorios de la deuda defaulteada en 2002. Ver Guzmán y Stiglitz (2016) y Nemiña y Val (2019)

contrayendo el consumo y el ingreso un 2,5%. A partir de allí, la recesión estabilizó la pérdida de reservas y el tipo de cambio, dando lugar a un leve crecimiento durante el 2015. A pesar de ello, el proceso electoral resultó adverso al oficialismo. El nuevo gobierno de corte liberal eliminó los controles cambiarios, acelerando la fuga de capitales y ubicando el valor del dólar oficial a nivel del paralelo, induciendo una devaluación del 45% en pocos días[25].

Por el lado de Venezuela, deben señalarse algunas particularidades. Si bien el ciclo expansivo del precio de commodities afectó a toda la región, en Venezuela produjo una crisis de una escala mayor. Entre 2010 y 2015 la tasa de crecimiento promedio fue del 0,1%. Y en esto influyen varios factores. Al innegable mal desempeño económico, debe sumársele el contexto de elevada turbulencia institucional y política, en especial luego de 2013 con la muerte de Chávez y hacia 2015 con las sanciones comerciales de EEUU.

En términos generales, Venezuela tuvo el peor desempeño regional durante la crisis financiera internacional (mayor caída y mayor duración de la recesión que el promedio de LAC8) y en 2014 comenzó una grave crisis que aún no se resolvió. Hacia 2014 (último dato oficial disponible) la caída en la actividad fue del orden del 3,9% y para 2015 la CEPAL estima[26] que la caída del producto fue del 5,7%, en conjunto con una muy elevada inflación alcanzando valores de 68,5% para 2014 y 180,9% para 2015 (CEPAL, 2016).

Desde lo económico, Venezuela llega a 2010 con serios déficit estructurales como es el elevado peso del petróleo en la canasta exportadora, la necesidad de importar bienes básicos de la canasta de consumo (incluidos los alimentos) y elevada fuga de capitales, que continuó siendo muy relevante a pesar de los controles cambiarios, y que como característica no le permitió al país acumular reservas a partir de los cuantiosos superávits de la etapa anterior (Vera, 2014). Según CEPAL en base a información oficial, entre 2003 y 2011 la cuenta corriente acumuló un superávit total USD 146.300 millones, de los cuales USD 148.000 se aplicaron en financiar la formación de activos externos del sector privado

[25] A pesar de la desregulación y la estabilización cambiaria y de la inflación, el periodo subsiguiente lejos de reducirse, la fuga de capitales se aceleró. Esta fue cubierta mayoritariamente con ingreso de capitales de corto plazo y nueva deuda externa. En 2016 la fuga de capitales fue de casi USD 14.000 millones, el doble que en 2015, y en 2017 casi USD 29.000 millones, el doble que en 2016 (Rua y Zeolla, 2018).

[26] En algunos casos, las estadísticas de Venezuela son corregidas hacia atrás mostrando diferencias significativas y un sesgo a la subestimación de los déficit de cuenta corriente mediante la subvaluación de las importaciones. En cualquier caso, corresponde hacer la salvedad de resultado condicional.

no financiero registrada en los movimientos netos del balance de pagos. Y aunque no existieron importantes presiones en el mercado externo hasta 2009, cuando impactó la crisis internacional y se deterioraron los precios de las materias primas, la caída en la oferta de dólares tornó la situación crítica.

Un punto especial merece los controles de cambios en Venezuela. Estos se implementaron originalmente como resultado de la crisis de 2002 (febrero de 2003) y con variaciones permanecen hasta la actualidad (Libman, 2018)[27]. A partir del año 2012, el mayor deterioro de los términos de intercambio redujo aún más los márgenes de maniobra. Ese mismo año, de cara al proceso presidencial eleccionario, con el objetivo de bajar la inflación e impulsar la economía se relajaron los controles sobre las importaciones, llevándolas a valores récord de toda la década con USD 65.950 millones. Esto produjo una fuerte contracción del saldo de la cuenta corriente, pasando de un superávit de USD 16.300 millones en 2011 a un leve superávit USD 2.500 en 2012. El oficialismo con Nicolás Maduro a la cabeza gana las elecciones. En 2013 muere Hugo Chávez y las dificultades para transmitir el liderazgo político se profundizan. El 18 de diciembre de 2014 el presidente Obama oficializa una Ley del Congreso de EEUU imponiendo sanciones contra altos funcionarios venezolanos[28]. Estas medidas agravan los problemas del sector externo, especialmente el resultado de la cuenta corriente al derrumbar las exportaciones, y con ello la escases de dólares y la inflación. Entre 2014 y 2015 las importaciones de EEUU de petróleo Venezolano cayeron un 48% (de USD 29.615 millones en 2014 a USD 15.373 millones en 2015) (Kulesza, 2017).

[27] Las medidas consistieron en un sistema de licitaciones administrado que restringen el acceso al mercado oficial de divisas tanto para importaciones como para otras operaciones de privados (remisión de utilidades, viajes al exterior, pagos de deuda, ahorro en divisas). Entre de 2003 a 2008 el órgano regulador fue la Comisión Nacional de Administración de Divisas (CADIVI), ofertando con regularidad y en montos suficientes para abastecer el mercado. Sin embargo, a partir de 2008, los controles de cambio se endurecieron debido al deterioro del precio del petróleo, reduciéndose los montos disponibles para licitaciones del BCV y buscando alternativas, para reducir la brecha cambiaria, sin dar los resultados esperados. Ver Reuters, 16 diciembre de 2013 https://www.reuters.com/article/venezuela-economy/update-1-venezuela-revamping-currency-controls-to-stop-capital-flight-idUSL2N0JV18B20131216

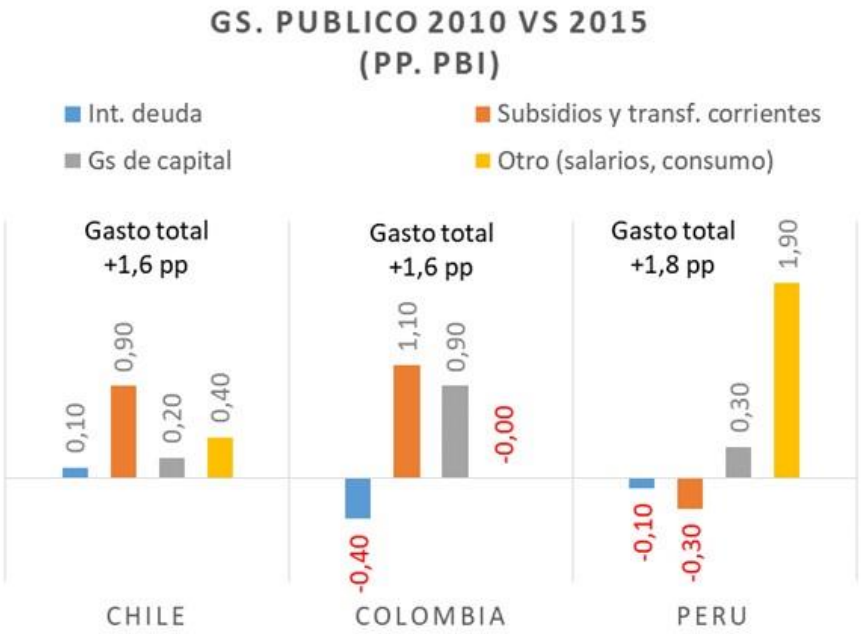
[28] Obama firma el decreto que aprueba un conjunto de sanciones que incluye el bloqueo de cuentas de funcionarios de alto nivel y sus acciones, con consecuencias económicas sobre las exportaciones de petróleo venezolano http://www.apnewsarchive.com/2014/Obama-signs-bill-to-sanction-Venezuelan-officials-for-crackdown-on-anti-government-protesters/id-16e5cb67ca184b7aaa32ded6c777c72a

Por el lado de los países financieramente integrados productores de minerales y combustibles, entre 2010 y 2015 el desempeño fue mucho mejor. La economía de Chile creció un acumulado de 21%, Colombia un 25% y Perú un 26%.

Al analizar este crecimiento según los componentes de la demanda, se observa el fuerte impacto del deterioro del precio de las commodities sobre las exportaciones, en especial para los países mineros. Entre 2012 y 2015 las exportaciones sólo crecieron un acumulado del 8% en Chile, un 8% en Perú y un 24% en Colombia.

Sin embargo, y a contramano de la etapa anterior, para este grupo de países creció mucho el gasto público y se abandonó la tendencia a la consolidación fiscal del periodo anterior. Según las cuentas nacionales, entre 2010 y 2015 el consumo público creció un acumulado del 15% Chile, un 20% en Colombia y un 26% en Perú. Entre 2010 y 2013 el resultado financiero fue deficitario en Colombia (-3% del PBI) y levemente superavitario en Perú y Chile (menos del 1,3% del PBI). En el gráfico 8 a continuación se presenta un detalle del cambio en el peso de los componentes del gasto público sobre el PBI para Chile, Colombia y Perú. Allí se observa cómo, en línea con la caída de la tasa de interés internacional, disminuye el peso de los intereses de la deuda sobre el PBI. Además, como para todos aumenta de los gastos corrientes y de capital.

Gráfico 3.8: Crecimiento acumulado PBI según objeto del gasto para LAC8. Detalle por países. Años 2010-15.



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL.

Observemos el detalle por países. En Chile, el gasto corriente se incrementó en 1,6 pp. del PBI, principalmente en subsidios y transferencias en el equivalente a 0,9 pp. del PBI. En particular durante este periodo se destaca la utilización de recursos provenientes del Fondo de Estabilización Económico y Social (FEES)[29,30], en 2009 para hacer política anti cíclica dado el impacto de la crisis financiera internacional y en 2010 para contrarrestar el impacto del terremoto. El paquete estímulo anunciado por el Ministerio de Hacienda

[29] "*El año 2007, mediante el Decreto con Fuerza de Ley N° 1 del Ministerio de Hacienda (en adelante DFL N°1), se creó el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), que se compone de los recursos que, a la fecha de su creación, existían en el Fondo de Compensación de los Ingresos del Cobre y los ingresos fiscales referidos en el Decreto Ley N° 3.653 de 1981. Adicionalmente, el artículo 2° del DFL N°1 establece un aporte anual obligatorio consistente en el saldo positivo que resulte de restar al superávit efectivo el aporte anual obligatorio al FRP. Conforme a este artículo se han realizado aportes al FEES desde su creación. Asimismo, la ley autoriza la realización de aportes extraordinarios al FEES consistentes en recursos provenientes de la venta de activos o de emisiones de deuda, así como otros recursos que autoricen otras leyes*." (Saffirio, 2013:576)

[30] A mediados de 2010, el FEES tenía en su stock más de USD 20.000 millones (11% del PBI chileno). Desde 2007 y hasta 2012 el Estado Chileno resultó acreedor internacional neto ya que los activos en tenencia de sus fondo soberanos superaba el stock de deuda externa en más de USD 2.224 millones (French-Davis, 2016).

alcanzó los USD 4.000 (2% del PBI chileno), fue financiando exclusivamente con el fondo y fue uno de los más ambiciosos del mundo durante la crisis (Agosin y Montecinos, 2011).

En cuanto a la política fiscal en Perú, el crecimiento del gasto corriente entre 2010 y 2015 fue de 1,5 pp. del PBI, principalmente en bienes y servicios (incluyendo compras públicas) en donde se destacan los salarios del gobierno central (empleados públicos, servicios de educación, salud y seguridad). En el caso de las remuneraciones, el 90% del aumento del gasto en educación correspondió a sueldos de profesores, el 80% del gasto de salud a sueldos de médicos y enfermeras y el 100% de gastos de seguridad a sueldos de personal policial. En el caso de los bienes y servicios, educación, salud y seguridad explican la mitad del aumento total en este rubro de consumo (Banco Mundial, 2017).

En Colombia, el gasto total se incrementó en 1,6 pp. del PBI. En especial en transferencias corrientes y gastos de capital. Entre 2010 y 2015 los gastos en transferencias y seguridad social se incrementaron en 1,1 pp. del PBI (expansión del programa "Red Unidos" en 2007), y los gastos en obra pública en 0,9 pp. del PBI.

Dicho lo anterior, continuemos con el desempeño para el grupo de países exportadores industriales y financieramente integrados. En este caso se observa un desempeño diferencial. La razón de esto tiene que ver con la desaceleración de China y un contexto político turbulento partir del comienzo del Lava-Jato en Brasil en 2014. Para Brasil, en el acumulado 2010-2015 el PBI registró un leve crecimiento del 6%, incluyendo la caída de la actividad del 3,5% en el año 2015 (la peor caída en 25 años). Aquí se destaca la fuerte contracción de la formación bruta de capital del 6%, en especial luego de 2014 (caída del 4,2% en 2014, y caída del 13,9% en 2015, ver sección 7). Esto se debe a que el gobierno se vio obligado a congelar gran parte de la obra pública de construcción. Debido a ello, y en el balance, el crecimiento acumulado del consumo público fue de solo del 1%. Por el lado del sector externo, y como se observa en cuadro 3.11, lo más afectado fueron las exportaciones petroleras y de MOI: entre 2010 y 2015 las exportaciones de combustibles cayeron un 13% y las industriales solo crecieron un 1%. Por el contrario, el sector minero y agrícola pudo compensar la caída de precios una expansión de la producción aumentando las ventas externas de productos agrícolas en un 6% y las de hierro y otros minerales en un 9%.

En cuanto a México, el país continuó creciendo, aunque a un ritmo menor. Entre 2010 y 2015 México creció un acumulado del 16%. Las exportaciones resultaron ser el

componente más dinámico de la demanda: entre 2010 y 2015 las exportaciones crecieron un 35%. Al desagregar por componente, se observa que las exportaciones industriales fueron el rubro más dinámico. Entre 2010 y 2015 las MOI crecieron de USD 227.000 millones a USD 314.000 millones, un 39%. Ganando un elevado peso como bien de exportación. En 2015, las MOI totalizaron el 81% del total exportador. El fuerte crecimiento del sector exportador industrial se debe a la recuperación de la economía estadounidense, principal destino exportador del complejo ensamblador-maquila, luego de la crisis financiera internacional (Flores e Izquierdo, 2018). El consumo público se expandió un acumulado del 12% y el privado un 13%, acompañando el crecimiento promedio de la economía.

En el caso de Uruguay, el crecimiento acumulado entre 2010 y 2015 fue del 18%, algo menos de la mitad que la etapa anterior. En esta desaceleración influyó la caída en el precio de las materias primas, el menor crecimiento argentino y la crisis brasileña afectaron la actividad. De modo que el componente de la demanda más afectado fueron las exportaciones. Entre 2010 y 2015 las exportaciones crecieron solo un 12,8%, mientras que en el periodo anterior lo hicieron un 82%. El impacto más importante sobre este componente de la demanda lo tuvieron los precios: entre 2012 y 2015 los precios de las materias primas alimenticias cayeron un 35%. Sin embargo, desde la perspectiva del sector externo, la caída de los precios logró ser parcialmente compensada con la aparición de exportaciones del complejo maderero (exportaciones de Troncos y Coníferas en 2010 USD 436 millones, en 2015 USD 574 millones, incremento del 70%).

Un detalle de variación de las exportaciones se presenta en el cuadro 3.11 a continuación. En el caso uruguayo, las exportaciones crecieron algo menos que en la etapa anterior (49% vs 184%), donde se destaca la mayor exportación del rubro maderero (+70%). En Brasil se registra una fuerte caída de las MOI (-13%) y un relativo estancamiento de las exportaciones de combustible, en tanto que continuó creciendo las exportaciones minerales (hierro) (+73%), ganando peso en el total exportado. En México, las MOI aumentaron significativamente motorizadas por el crecimiento de EEUU luego de la crisis financiera global. En Colombia, la explotación petrolera continuó avanzando y dinamizando las exportaciones (+128%) a pesar de la caída del precio en 2014. Chile y Perú se vieron afectados por la caída de precios de los minerales (+7% Chile, +10% Perú). El desempeño exportador argentino durante el periodo fue muy modesto (+20%) en especial en comparación con la etapa anterior (+122%) debido al efecto precios y cierto

estancamiento de la expansión de la frontera agrícola. En Venezuela, las exportaciones crecieron en línea con el precio del petróleo (+48%).

Cuadro 3.11: Crecimiento de las exportaciones de según los principales rubros para LAC8. Promedios de exportación anual por periodos y variación porcentual total. Años 2008-08.

Año	2010		2015		
	M USD	% total	M USD	% total	var %
Financieramente integrados					
Uruguay					
AGRO y MOA (SITC 0,1,4)	3.415	65%	3.964	46%	16%
Brasil					
AGRO y MOA (SITC 0,1,4)	49.734	28%	52.653	25%	6%
Minerales (SICT 2, inc. 6822)	52.629	29%	57.475	28%	9%
Combustibles (SITC 3)	19.855	11%	17.208	8%	-13%
MOI (SITC 5, 6,7,8)	74.102	41%	74.537	36%	1%
Mexico					
Combustibles (SITC 3)	41.080	15%	32.054	8%	-22%
MOI (SITC 5, 6,7,8)	227.197	81%	314.916	81%	39%
Peru					
Minerales (SICT 2, inc. 6822)	16.234	55%	17.818	44%	10%
Colombia					
Minerales (SICT 2, inc. 6822)	1.791	5%	1.873	4%	5%
Combustibles (SITC 3)	22.566	67%	32.119	60%	42%
Chile					
Minerales (SICT 2, inc. 6822)	21.772	33%	23.204	32%	7%
Financieramente poco integrados					
Argentina					
AGRO y MOA (SITC 0,1,4)	28.527	45%	33.849	50%	19%
MOI (SITC 5, 6,7,8)	23.088	37%	23.550	31%	2%
Venezuela*					
Combustibles (SITC 3)	58.192	87%	32.458	88%	-44%

*Venezuela, año 2015, en base a estimación CEPAL (2016).

Fuente: elaboración propia en base a COMTRADE.

5.2. Valor agregado sectorial

Al igual que desde la perspectiva de la demanda, resulta interesante analizar lo sucedido tras de la crisis financiera internacional con los grupos de países desde la perspectiva

sectorial. A excepción de Brasil, los países financieramente integrados el crecimiento fue algo menor al de la etapa anterior aunque, en cambio, estuvo liderado por los sectores ligados al mercado interno como son el sector público, la construcción, el transporte junto con las finanzas. En Brasil continuaron creciendo los rubros primarios de exportación pero la industria se vio muy afectada. En los países financieramente menos integrados, se registró una fuerte desaceleración en el crecimiento, aunque la dinámica de impulso al crecimiento continuó caracterizado por las actividades vinculadas al mercado. En el cuadro 3.12 a continuación se presenta un detalle por grupos y países.

Cuadro 3.12: Crecimiento acumulado PBI según valor agregado sectorial LAC8. Detalle por países. Años 2010-2015.

2010-15											
Categoria	agricul-tura	Petr. y Minas	Ind. Manuf	Elec, gas y agua	Construc-cion	Com.., hoteles y otro	Tr y Com.	FIRE	FIRE- Inf Fin	Adm. Pública	PBI
Financieramente integrados	14%	7%	3%	14%	10%	14%	22%	16%	24%	9%	12%
agro-industria											
Uruguay	15%	-40%	8%	-1%	14%	17%	47%	24%	58%	10%	18%
manufactura											
Brasil	18%	13%	-10%	6%	4%	1%	15%	10%	8%	6%	6%
México	9%	-6%	18%	21%	6%	26%	26%	16%	32%	6%	15%
minerales y petroleo											
Chile	8%	7%	15%	35%	25%	31%	37%	22%	41%	23%	21%
Colombia	18%	25%	9%	16%	46%	27%	23%	30%	59%	24%	25%
Perú	17%	14%	13%	33%	27%	33%	45%	49%	65%	25%	26%
Financieramente poco integrados											
agro-industria											
Argentina	4%	-8%	2%	17%	8%	6%	13%	9%	19%	14%	**8%**
minerales y petroleo											
Venezuela*	s/d	s/d	s/d	s/d	s/d	s/d	s/d	s/d	s/d	s/d	**s/d**

Nota: Variación total por grupos resultan de variaciones totales ponderadas por el peso de cada país en el total. Venezuela sin información disponible desde 2010.

Fuente: elaboración propia en base a CEPAL e institutos de estadística nacionales.

Por el lado de los países financieramente menos integrados, no existe información detallada del valor agregado sectorial para Venezuela luego de 2010[31]. En cuanto a la Argentina, el crecimiento registró una fuerte desaceleración respecto de la etapa anterior. Entre 2010 y 2015 la economía argentina solo creció un acumulado del 8%, con tasas de

[31] Kulezsa (2017) reporta información sectorial, pero no cita fuentes para reconstruirla. CEPAL (2016), no reporta PBI en su desagregado sectorial, solo por el lado de la demanda.

crecimiento negativas en 2014. Como se mencionó, la principal característica de este periodo fue la restricción externa producto de causas reales y financieras. En el detalle sectorial, las actividades asociadas al mercado interno como el transporte y las comunicaciones, los servicios públicos, los bancos y la administración pública fueron las que más crecieron, duplicando al promedio de la economía. En cuanto a la industria, esta registra un estancamiento, creciendo solo un 2% entre 2010 y 2015. La causa de esto es la desaceleración de la economía brasileña, que deprimió el producto industrial casi un 3% en el tercer trimestre de 2012, en especial la producción automotriz y la exportación de aluminio bruto[32]. Por el lado energético, entre 2010 y 2015 la producción mineral y petrolera cayó un 8%. Esto es la contracara del déficit energético registrado desde 2012, anticipado la caída en la exploración y la producción petrolera (Goldstein et al, 2016). La producción agropecuaria en el acumulado solo creció un 4%, donde confluye una caída en la superficie sembrada de trigo (en torno a las 4 millones de hectáreas), la sequía en la campaña 2011/12 (que de rindes cosecha soja menos 25 qq/Ha)[33] y el retraso en la liquidación de la campaña 2014/15 debido a la magnitud de la brecha cambiaria y la perspectiva devaluatoria previo al cambio de gobierno.

En cuanto a los países financieramente integrados, comencemos por Brasil. Entre 2010 y 2015 la economía brasileña solo creció un 6%. A nivel sectorial, se destaca la contracción en la producción industrial, el estancamiento de la construcción y las actividades de comercio minorista. Entre las causas de la crisis confluyen factores domésticos e internacionales, especialmente el factor político desatado por el Lava-Jato en 2014 y su impacto sobre la construcción. En el acumulado para el periodo 2010-15 la construcción creció un 4%. Sin embargo, al observar la dinámica el sector de la construcción es el primer sector entrar en crisis y uno de los que más cae: en el año 2014 cae en un 2,1% y en el año 2015 un 9%. A partir de allí se generaliza la caída al resto de las actividades domesticas, en especial el sector industrial. A nivel internacional, el menor crecimiento regional y de China afectaron las exportaciones industriales brasileñas, y a pesar de la

[32] Desde 2012, la producción de autos se vio muy afectada, con bajas interanuales de hasta el 34%. En abril de 2013 se tocó el máximo de producción con 352.000 unidades, el pico máximo de toda la década. A partir de allí, la producción cayó todos los años hasta su mínimo en diciembre 2015 con 141.000 unidades (ADEFA, 2019). En cuanto a la producción de Aluminio, entre noviembre de 2011 y octubre de 2012 la producción cayó un promedio de 13% debido a una inundación en la planta de Puerto Madryn de Aluar, ver Reuters: https://ar.reuters.com/article/businessNews/idARL1E8G9JJU20120509.

[33] Ministerio de Agroindustria, Subsecretaría de Agricultura, 2019.

baja de las materias primas, el sector primario conservo su dinamismo. En este sentido, se destaca que las actividades primarias continuaron creciendo: el sector minero y petrolero registró un crecimiento acumulado del 13% en 2010-15, y el agrícola del 18% en 2010-15. En cuanto al sector industrial este se vio muy golpeado. Entre 2010-15 se registra una caída acumulada del 10%, con una contracción en 2015 del 8,5%. Esto se debió a la menor la demanda local y de exportaciones industriales (entre 2012 y 2015 cayeron un 15%).

En cuanto a México, los dinámicos fueron las finanzas, el sector industrial y los servicios públicos y el transporte. En particular, el motor de este periodo resultó del crecimiento del sector industrial fuertemente vinculado las mayores exportaciones industriales (maquila) a la economía de EEUU después de la crisis de 2008[34]. Entre 2010 y 2015 las manufacturas crecieron un acumulado de 18%, especialmente en productos electrónicos y de computadora, equipos de transporte y la fabricación de productos de metales y muebles[35]. Asociado a ello, crecieron la producción de servicios públicos de electricidad, gas y agua y el transporte y las comunicaciones. Entre 2010 y 2015 la oferta de electricidad, gas y agua creció un acumulado del 21% y el transporte y las comunicaciones un 25,5%. El sector de intermediación financiera creció entre 2010 y 2015 un acumulado del 31,7%, el doble que el promedio de la economía. Por otro lado, entre las bajas, se destaca la caída en la producción de petróleo. Entre 2010 y 2015 la producción del sector petróleo y minas cayó acumulado del 6%, registrando en 2015 una caída anual de 4,6%, en un proceso que se inició en 2009 y se profundizó año a año. La caída de precios impactó aún más debido al mal desempeño de la petrolera estatal PMEX: baja exploración, elevado gasto corriente y endeudamiento, y escaso dinamismo de la

[34] El programa maquilador comenzó en Ciudad Juárez, Chihuahua, en 1966 con el objetivo de estimular las industrias demanda intensiva de mano de obra ofreciéndoles exenciones impositivas a las importaciones de insumos y maquinarias y para las ventas internas. El programa de maquilas fue (y todavía lo es) responsable de la creación de empleo y el fortalecimiento de la oferta comercial neta de divisas (Santarcángelo, Schteingart y Porta, 2018).

[35] Según Flores y Izquierdo (2019) el crecimiento acumulado entre 2008 y 2016 de los sectores manufactureros ordenados de menor a mayor fue Computadoras y electrónica 87%, metalmecánica 46%, equipos de transporte 40,5%.

inversión privada en el plan de licitaciones luego de la reforma de 2013 (Barrañon, 2008) [36,37].

En cuanto a los países mineros y petroleros financieramente integrados, tuvieron el mejor desempeño económico de la región. Perú, Chile y Colombia registraron un crecimiento acumulado entre 2010-15 por encima del 21%. Y a pesar de que la caída en el precio de las materias primas desaceleró el crecimiento las exportaciones, el dinamismo del mercado interno y las finanzas lograron compensar la caída.

Más en detalle, Perú fue el país que más creció. Sin embargo, el sector minero registró una fuerte desaceleración: entre 2010 y 2015 el sector de producción de minerales creció un acumulado del 14%, con un relativo estancamiento luego de la caída de los precios de los metales entre 2009-2011 (crecimiento promedio 0,7%). A contramano de ello, se destaca el crecimiento de los sectores vinculados al mercado interno y las finanzas. En cuanto a las finanzas, el sector de intermediación financiera creció un acumulado del 65% entre 2010-15. Respecto al mercado interno, se destaca el impulso del gasto público, especialmente salarios. Esto traccionó sobre el comercio interno, el transporte y las comunicaciones, la oferta de servicios públicos y la construcción.

Algo similar sucedió en Chile, aunque con algunas particularidades. Una de ellas es el terremoto ocurrido en febrero de 2010 que afectó vidas humanas, producción e infraestructura. En términos económicos, al producirse en el centro del país no afectó significativamente la producción de cobre (CEPAL, 2010). Y además, reforzó el perfil anti-cíclico del gasto público, con la creación de un paquete especial para la reconstrucción de las zonas afectadas. La segunda fue la huelga minera en el año 2011, que afecto la producción de cobre de ese año[38]. Entre 2010-15 la economía creció un 21%,

[36] En 2013 el presidente Peña Nieto logró sancionar una reforma constitucional que permitió la inversión privada en el sector energético que, hasta ese momento, era monopolio exclusivo de PMEX. Sin embargo, la caída de los precios no dio lugar al boom de inversiones que se esperaba. En julio de 2015 se asignaron las primeras licitaciones, se licitaron 14 bloques de los cuales solo fueron asignados 2 (BBC, 2015) https://www.bbc.com/mundo/noticias/2015/07/150715_mexico_petroleo_fracaso_contratos_ronda_uno_an

[37] Para detalle de la reforma petrolera consultar "Reforma energética-resumen ejecutivo" https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/164370/Resumen_de_la_explicacion_de_la_Reforma_Energetica11_1_.pdf

[38] En julio de 2011 la actividad minera registró una caída anual de 14,8% debido a un paro de 15 días realizado en el establecimiento minero Escondida de BHP Billinton (el más grande del mundo) y de 24Hs en Codelco, la empresa minera estatal (Minería Chilena, 2011)

debido al mayor impulso a la demanda interna en sustitución de la desaceleración del sector minero de exportación. En particular, la producción minera registró un crecimiento acumulado entre 2010-15 del 7%, incluyendo la caída de la producción de cobre del 5% en 2011. Como contrapartida, se destaca la expansión de las actividades vinculadas al mercado interno. La oferta de servicios de electricidad gas y agua creció un 35%, de transporte y comunicaciones un 37% y de comercio minorista un 31%. Esto se debió al impulso del gasto público, como se refleja en la expansión del sector de la administración pública con un crecimiento acumulado entre 2010-15 del 23%, en infraestructura y transferencias corrientes del fondo anti-cíclico y la reconstrucción del terremoto. Además, se destaca el crecimiento del sector de intermediación financiera con una expansión del 41%.

En el caso de Colombia, la producción petrolera se vio algo menos afectada que la minería en Perú y Chile. En parte esto se debe a que el mayor impacto sobre el sector se produjo luego de 2014. Si bien, en el acumulado entre 2010 y 2015 la producción del sector petrolero y minero creció un 25%, a partir de 2014, la caída de precios trajo consigo una fuerte desaceleración que implicó una caída del 1,2% en 2014 y un virtual estancamiento en 2015. Durante estos años se registró un contexto macroeconómico sumamente muy favorable para la recepción de flujos de inversión extranjera, en especial en el sector minero y petrolero (Corso, 2010). Por otro lado, el mercado interno concervó un importante dinamismo, en especial el sector de la construcción, el comercio y las finanzas. Entre 2010-15 la construcción creció un acumulado del 46%, el comercio minorista un 27% y la intermediación financiera un 60%. El gasto de la administración pública se incrementó un 25%.

Por último, en el caso de la economía uruguaya, se registra una significativa desaceleración del crecimiento, debido al estancamiento del sector agrícola y el deterioro de los precios de exportación. Entre 2010-2015 la economía creció un acumulado del 18%. Entre los sectores más dinámicos se encuentra el de transporte y comunicaciones con un crecimiento acumulado del 47%, y la intermediación financiera con un crecimiento del 58%. Entre los menos dinámicos está el de petróleo y minería, debido a

la suspensión de actividades exploratorias de British Petroleoum, YPF y otros en la cuenca off-shore de Uruguay tras el derrumbe de precios en 2014[39].

5.3. El sector externo: la dominancia del a cuenta financiera y los flujos de capital

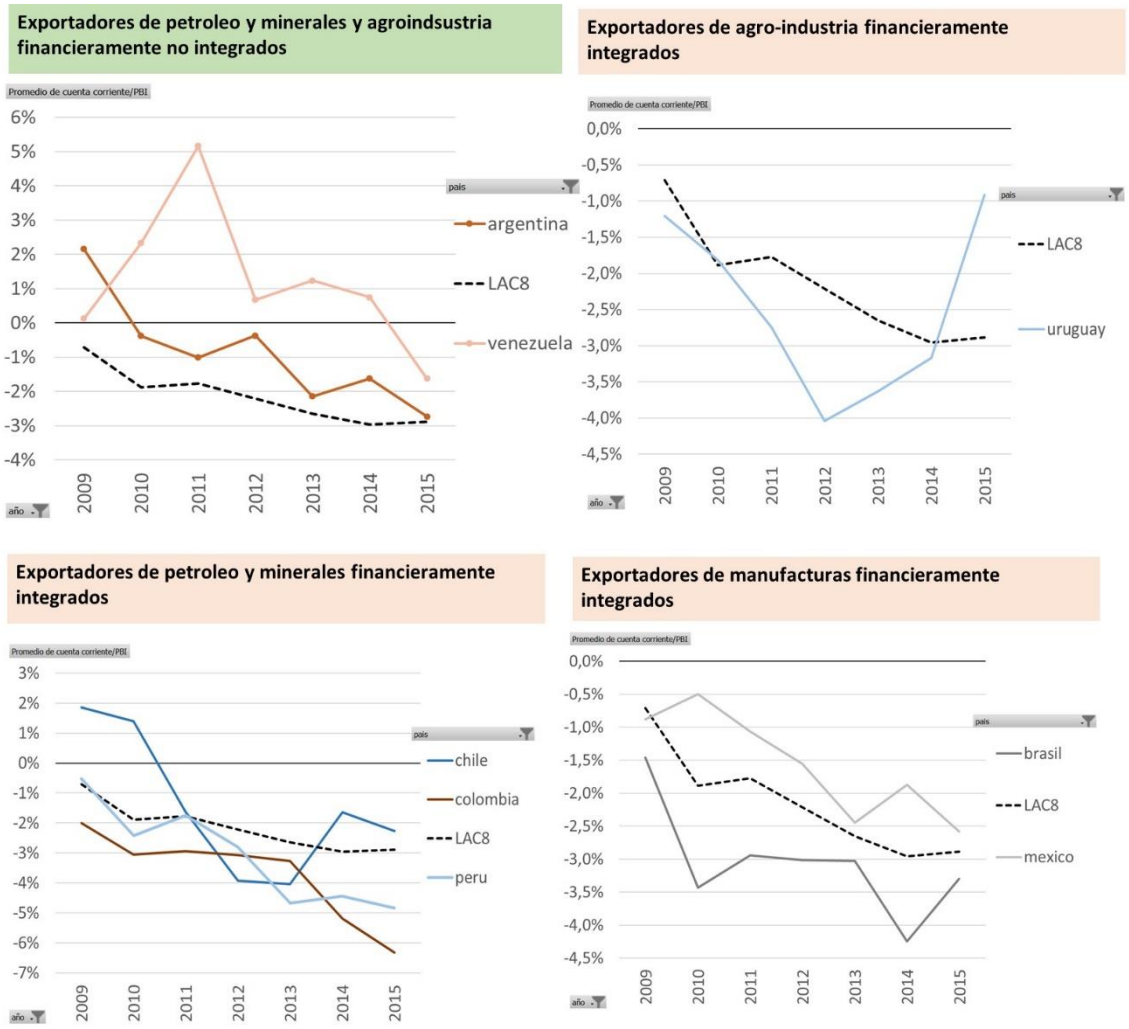
Luego del año 2010, se inicia una etapa de menor crecimiento en la región. En los países financieramente menos integrados el desempeño fue mucho peor.

La aceleración del sesgo bajista de los términos de intercambio en el año 2012 deterioró el superávit comercial, aceleró la fuga de capitales y estableció un límite externo a partir de la oferta divisas para financiar el crecimiento. En el caso de los países financieramente integrados, a pesar de registrar una mayor tendencia al deterioro de la cuenta corriente, el proceso de crecimiento continuo. El rasgo distintivo de estos países fue el masivo ingreso de flujos financieros (especialmente deuda corporativa) del exterior que permitió una relativa estabilidad cambiaria y macroeconómica.

En el gráfico 3.9 a continuación se presenta el resultado de la cuenta corriente por categorías de países y en comparación con el promedio para LAC8. La tendencia general regional fue al empeoramiento del saldo de cuenta corriente. Por el lado de los países financieramente menos integrados, el saldo de cuenta corriente fue menos deficitario que el promedio regional. En estos el deterioro de la cuenta corriente esta mayoritariamente asociado al deterioro del balance comercial. En el caso de los países financieramente integrados, se registran el mayor déficit. Especialmente en Colombia, Perú y Brasil, con valores superiores al 4% del PBI. En estos países, se destaca el elevado peso de las rentas de la inversión. Por encima del promedio regional, se encuentra México, que en el balance sale beneficiado por el persistente superávit de transferencias corrientes por remesas de trabajadores. Dos que se distinguen del conjunto son Uruguay y Chile. Hasta 2014 se encuentran por debajo del promedio regional y a partir de allí revierten la tendencia, y aunque sin llevar a valores superavitarios, la recomposición del balance de bienes le mejoro el saldo corriente.

[39]Ver https://www.elpais.com.uy/informacion/busqueda-petroleo-arrojo-resultados-esperados-total.html#_=_

Gráfico 3.9: Resultado de la cuenta corriente como % del PBI para LAC8. Detalle por países. Años 2009-15.



Fuente: elaboración propia en base CEPAL.

En el gráfico 3.10 se puede observar la cuenta corriente a nivel nacional y regional distinguiendo por tipo de componente. Como se mencionó, la tendencia regional es al deterioro del saldo de cuenta corriente. Mientras que en 2009 el déficit regional de cuenta corriente era de 0,7% del PBI en 2015 este fue de 2,9%. Esto se debe fundamentalmente a la reducción del saldo del balance comercial de bienes y servicios. Mientras que en 2009 se registraba un superávit de 0,8% del PBI en 2015 el saldo del balance comercial de bienes y servicios fue de deficitario en 1,5% del PBI regional. Las cuentas rentas de la inversión y transferencias corrientes permanecieron en promedio en torno a los mismos valores: rentas con un déficit del 2,5% y trasferencias corrientes (incluye remesas) con un superávit del 0,7%. Como particularidad, se observa un efecto agregado de sustitución

entre las rentas de la IED por las rentas financieras (especialmente en Colombia, Perú y Brasil). Mientras que en 2010 las utilidades de la IED eran el 2,2% del PBI en 2015 fueron del 1,1% del PBI, en tanto que los intereses y la renta de cartera pasaron del 0,7% del PBI al 0,9%.

Analicemos el detalle nacional. En el caso de Venezuela (y según información oficial) la cuenta corriente resultó superavitaria hasta el año 2014. Este superávit se dio fundamentalmente por el saldo favorable del balance comercial de bienes y servicios, que en promedio fue de 4,3% del PBI. En el año 2014, EEUU impone serias sanciones a la exportación de petróleo y el resultado de balance comercial de bienes y servicios resulta deficitario casi 1% del PBI. A partir de allí, en un contexto de fuerte regulación cambiaria y bajo nivel de reservas, se produce una fuerte disparada del dólar y la crisis.

En el caso de Argentina, luego de 2010 el saldo de cuenta corriente fue negativo y menor a 1% del PBI hasta el año 2012. A partir de allí el deterioro de la cuenta corriente se aceleró y acentuó en niveles superiores al 1,5% del PBI. Este deterioro de la cuenta corriente se debió fundamentalmente a la reducción del saldo de balance comercial de bienes: el balance comercial de bienes (excluye fletes y servicios de turismo) paso de 2,6% del PBI en 2012 a -0,1% del PBI en 2015. Durante todo el periodo los pagos de rentas por pagos de deuda externa y remisión de utilidades fueron superiores a 2% del PBI[40].

Por el lado de los países financieramente integrados, Colombia fue el país más deficitario de la región. Luego de 2012 el déficit de cuenta corriente se ubicó por encima del 3% del PBI. El menor saldo de cuenta corriente se debió a la reversión del balance comercial de bienes. El balance comercial de bienes (excluye fletes y servicios de turismo) pasó de un superávit del 0,8% del PBI en 2013 a -1,2% del PBI en 2014, y -4,6% de déficit en 2015. En 2015 se alcanzó el pico de déficit de cuenta corriente por el equivalente a 6,3% del PBI. Este deterioro se debió a la caída del precio del petróleo. En este sentido, la menor remisión de utilidades hizo que los pagos de rentas de la inversión de 3,8% del PBI en 2011 a 0,6% del PBI en 2015. Por el contrario, debido al mayor endeudamiento las rentas por pago de intereses de deuda y otras inversiones de cartera aumentaron de 0,8% en 2011

[40] Desde 2011 rigió un controles cambiarios que también alcanzó la remisión de utilidades. Según información del Banco Central de la República Argentina, en el año 2015 solo remitieron USD 100 millones, mientras que el promedio anual de remisión de utilidades entre 2003 y 2010 fue de USD 1.300. En cualquier caso, el principal concepto de los giros de rentas continúo siendo el pago de deuda externa.

a 1,4% en 2015. En el balance, el resultado redujo las transferencias. Las rentas pasaron del -4% del PBI en 2012 al -2% del PBI en 2015. Las trasferencias corrientes del exterior fueron superavitarias en torno al 1,5% del PBI.

A Colombia le sigue Perú. De manera similar, el deterioro del déficit de cuenta corriente se debió al deterioro del balance de mercancías a partir de 2012. Mientras que en 2011 la cuenta corriente era deficitaria en 1,7% del PBI, en 2012 resultó en un déficit de 2,8% del PBI y de 4,7% del PBI en 2013. El resultado corriente negativo se mantuvo en esos valores los años siguientes. En ello influyó el deterioro del balance comercial que cayó de un superávit 5,4% del PBI en 2011 a 0,3% del PBI en 2013, a un saldo deficitario de 0,8% del PBI en 2014 y 1,5% del PBI en 2015. Por el lado de las rentas, aquí también sucedió lo mismo que en Colombia. El saldo deficitario de la cuenta rentas pasó del 7,7% del PBI en 2011 a 4% del PBI en 2015. Sin embargo, cayeron las rentas de la IED y aumentaron las rentas financieras por intereses y beneficios de cartera. Mientras que en 2010 las rentas netas de la IED eran deficitarias por -7,3% del PBI en 2015 totalizaron 1,2%, en tanto que las rentas de intereses y cartera se incrementaron del 0,3% del PBI en 2010 a 1,2% del PBI en 2015.

En el caso de Chile, aparecen un conjunto de particularidades. En primer lugar, es el único país dentro de los financieramente integrados que pudo mantener el resultado de cuenta corriente superavitario hasta 2011. En segundo lugar, el balance comercial de bienes nunca resultó deficitario. En tercer lugar, hacia 2014 el deficit de cuenta corriente se moderó. Al considerar la dinámica entre 2009 y 2013, cuenta corriente pasó de un superávit de 1,9% del PBI en 2009 a un déficit de 4% en 2013. La causa de ello es principalmente el deterioro del balance de bienes. En este periodo se pasó un superávit de 4,3% del PBI en 2011 a un superávit de 0,7% del PBI en 2013. Hacia 2014, el déficit de cuenta corriente se moderó. Por un lado, el crecimiento se desaceleró y con ello el volumen importado[41], y por el otro el precio disminuyó el precio del gas y petróleo, mejorando el precio de las importaciones. El balance de bienes resultó superavitario en 2,5% en 2014 y 1,4% en 2015. Además de ello, la mejora comercial fue acompañada con la tendencia a la baja de la remisión de utilidades de la IED. Mientras que en 2010 las rentas de IED alcanzaron los 7,2% del PBI , en 2012 fue de 5,0% del PBI y en 2015 de

[41] Entre 2013 y 2015 el valor de las importaciones cayó de USD 74 MM a USD 58 MM, un 22%. Al mismo tiempo, las cantidades importadas cayeron un 7,2%.

2,6%. Las rentas de cartera y otra inversión financiera neta tuvieron un peso muy bajo en el PBI[42].

En el caso de Brasil, la cuenta corriente fue siempre deficitaria en torno a 3% del PBI. En cuanto al balance comercial de bienes en particular, este fue superavitario hasta 2012 en al menos 0,7% del PBI, pasó a equilibrio en 2013 y fue deficitario en 0,3% del PBI en 2014. En el agregado, el balance de bienes y servicios venía siendo deficitario desde 2010. En 2015 la tendencia al deterioro de la cuenta corriente se interrumpe debido a la recesión que mejora el saldo comercial. El saldo de cuenta corriente en 2015 fue de deficitario en -3,3% del PBI, casi 1 pp. menos que en 2014. Esto se debió a la reversión del saldo deficitario del balance de mercancías, que tuvo un saldo superavitario de 1% del PBI en 2015. En cuanto a las rentas, el peso total se mantuvo relativamente estable, aunque si se registró una sustitución entre rentas de la IED por rentas financieras. Mientras que en 2010 las utilidades de la IED representaron el 2,3% del PBI y las financieras el 0,7% del PBI (intereses deuda + cartera), en 2015 el saldo fue de 1,2% para utilidades de la IED y 1,2% de rentas financieras. En particular, se destaca el incremento de los intereses de otra inversión (depósitos bancarios) de un saldo acreedor de 0,05% del PBI en 2010 a un saldo deficitario de 0,2% del PBI en 2015.

En cuanto a México, también se registra una tendencia al deterioro de la cuenta corriente. De forma común a la región, luego de 2012 se acentúa un deterioro del balance comercial de mercancías desde un leve saldo acreedor del 0,02% en 2012 a un saldo deficitario de 1,2% del PBI en 2015. En este deterioro se destacan las menores exportaciones de petróleo. Por otro lado, México presenta algunas particularidades en comparación con los países de la región. En primer lugar, se destaca el elevado peso que tienen las transferencias corrientes (remesas) en el saldo de cuenta corriente. Entre 2009 y 2015 se mantuvieron en torno al 2% del PBI. En segundo lugar, y a contramano de la región, las utilidades de la IED tras 2012 en vez de disminuir se incrementaron. Entre 2010 y 2015 las rentas de la IED crecieron de 0,8% del PBI a 1,2% del PBI. Las rentas de inversiones en cartera e intereses permanecieron estables en torno 1,2% del PBI.

[42] Esto en parte se debe al saldo acreedor de la cuenta "rentas de la inversión de cartera" de residentes desde el año 2006 a partir de la constitución del Fondo de Estabilización Económica y social (FEES, sucesor del Fondo de Estabilización de los ingresos del cobre, FEC), y el Fondo de Reserva de pensiones (FRP). Según información del Balance de Pagos, entre 2007 y 2015 la cuenta rentas de inversión en cartera acumuló un saldo acreedor neto de USD 5.296 millones.

Por último, esta Uruguay. Allí se observa una tendencia al deterioro de la cuenta corriente que, a partir de 2012 y a contramano de la región, es revertido. Entre 2009 y 2012 el déficit de la cuenta corriente creció del -1,2% al -4%. En este crecimiento se destaca el deterioro del balance comercial y el incremento de la remisión de utilidades de la IED. En el caso de la remisión de utilidades estas crecieron de 2,3% en 2009 al 6,4% en 2012. A partir de 2012, la cuenta corriente revierte su déficit debido a la mejora del balance comercial. En ese año, el saldo del balance de mercancías resulta superavitario por 0,6% del PBI y se incrementa hasta el 2,5% del PBI en 2015. Esto se debe a la fuerte caída que registra el precio de la energía, en especial petróleo y sus destilados, y las menores cantidades importadas por la desaceleración del crecimiento[43]. Paralelo a ello, y al igual que en toda la región, se redujo el peso de las utilidades y dividendos de la IED y se incrementó el peso de las rentas financieras. Entre 2012 y 2015 las rentas de la IED disminuyeron de 6,4% del PBI a 3,1%, en tanto que las rentas de inversiones de cartera se incrementaron de 0,8% del PBI en 2012 a 1,4% en 2015. En el balance, el peso de las rentas totales sobre la cuenta corriente disminuyó en casi 3 pp.

[43] Según información del Banco Central de Uruguay, entre 2012 y 2015 el precio promedio de importación del petróleo y sus destilados cayó un 44%. Sumado a ello, las cantidades importadas del mismo concepto disminuyeron un 36% en el mismo periodo. Ver https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Paginas/Intercambio-Comercial-.aspx

Gráfico 3.10: Balance de la cuenta corriente para LAC8. 2009 a 2015. Como % del PBI.

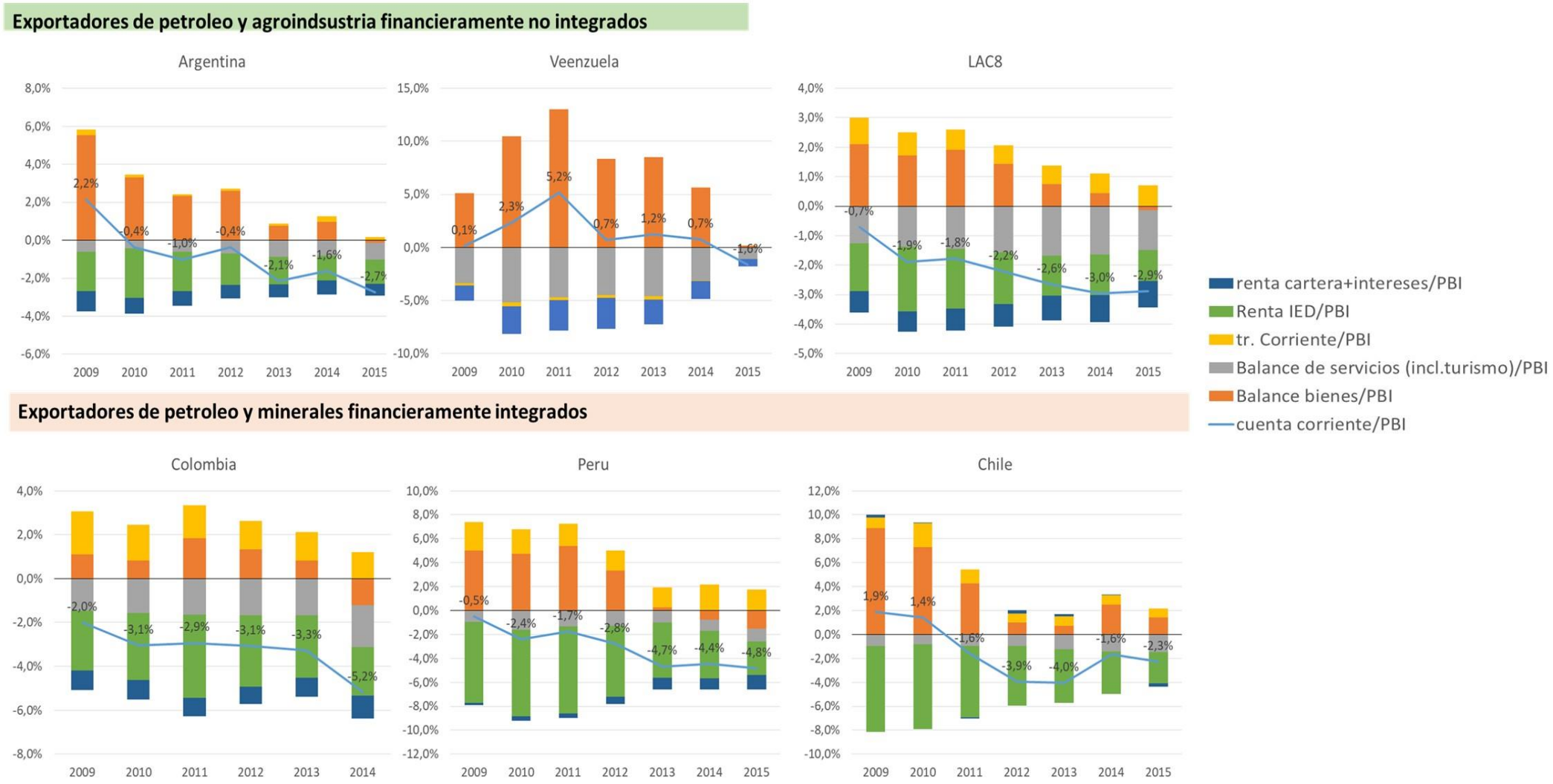
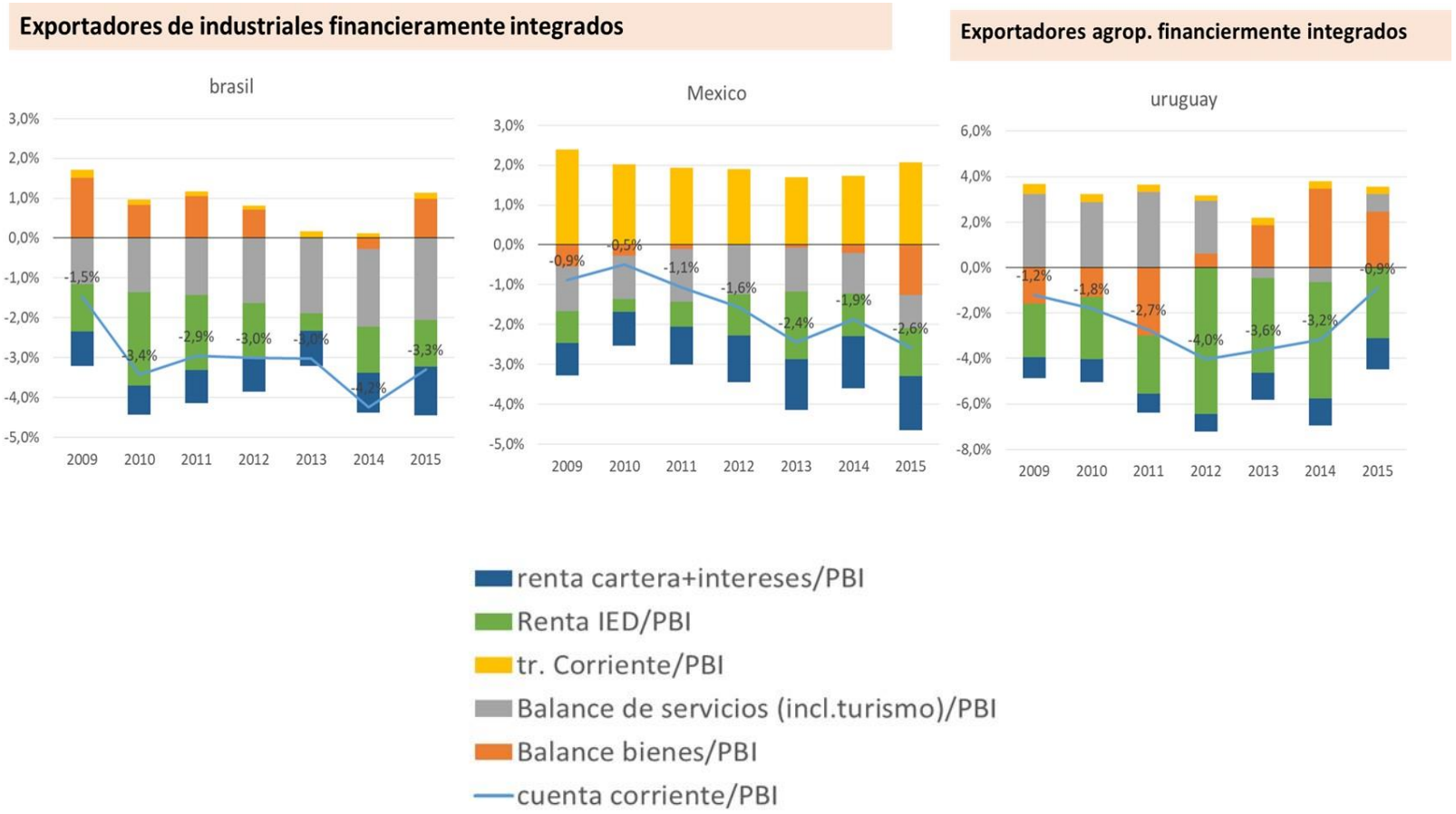


Gráfico 3.10: Cuenta corriente y cuenta financiera para LAC8. 2003 a 2015. Como % del PBI (*continuación*).



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL. *Nota: "rentas de cartera" en Venezuela corresponde al total de rentas=rentas por cartera+intereses+rentas de IED.*

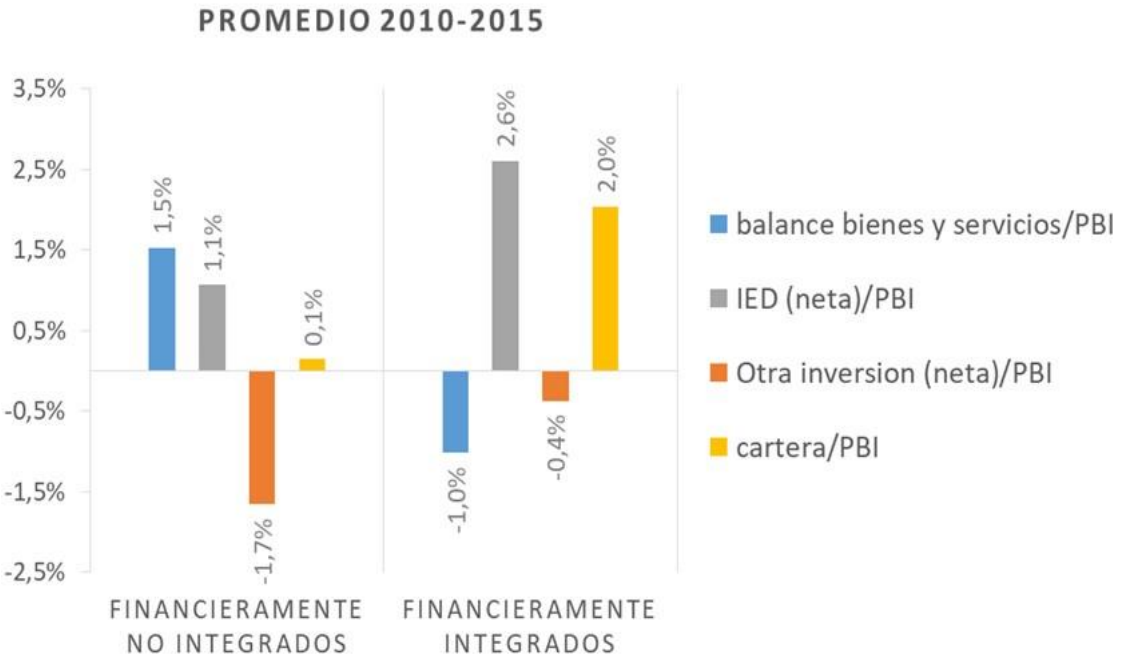
El segundo elemento a considerar en este periodo es la dinámica de los flujos financieros desde el exterior. Muchos aspectos presentados en esta sección se analizaran en mayor detalle en el capítulo 5. En especial, analicemos la dinámica nacional de los flujos brutos de capitales, la deuda corporativa y sus efectos sobre la inversión productiva.

Luego del estallido de la crisis internacional la región experimentó un fuerte ingreso de flujos de capitales. Por un lado, la rápida recomposición de los términos de intercambio favoreció el ingreso de flujos de capital en la medida que venía sucediendo durante la etapa anterior (Bastourre, Carrera e Iberlucea, 2012)[44]. Además de ello, esta tendencia de ingreso neto de fondos externos se vio reforzada el contexto de implementación de la política no convencional de QE de la FED.

Sin embargo, y como es de esperar, el impacto de este nuevo contexto no fue homogénea en la región debido al grado de integración de cada economía. En el gráfico 3.11 a continuación se sintetiza la dinámica de las aperturas más generales del balance de pagos según el grupo de países se trate para el periodo 2010-15. Por un lado, se observa como los países financieramente menos integrados dependieron casi exclusivamente superávit de balance comercial y la IED para financiar el saldo deficitario de la cuenta financiera. Para el periodo 2010 y 2015 el promedio neto anual de superávit del balance de bienes y servicios de 1,5% del PBI y de IED de 1,1%, mientras que el peso de la otra inversión neta fue del 1,7% del PBI. Por el otro, los países financieramente más integrados se destaca el elevado peso del superávit de los movimientos de cartera para financiar el crecimiento y la inversión. En este sentido, allí se observa como el déficit del balance de bienes y servicios del orden -0,9% del PBI fue más que compensado por los ingresos de capitales de IED y los flujos de cartera del 2,6% y 2,3%, respectivamente.

[44] En el ejercicio econométrico, los autores estiman un FVAR y demuestran que un solo factor explica más del 80% de la variabilidad total de los spreads de riesgo soberano de los emergentes y el precio de los commodities para una muestra de países incluidos en el EMBI-G entre 1997 y 2011.

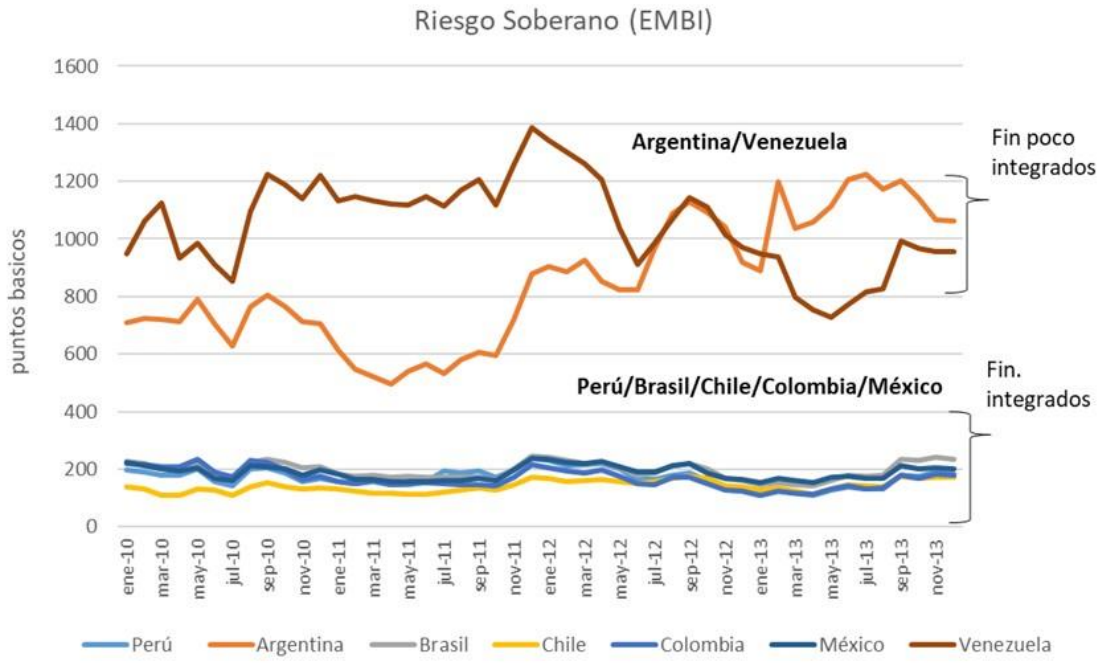
Gráfico 3.11: Balance de bienes y servicios y flujos financieros netos sobre el PBI. Países financieramente no integrados e integrados. Promedios 2010 a 2015.



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL.

Una muestra de ello es la evolución del costo de financiamiento soberano para la región. Como se observa en el gráfico 3.12 a continuación, Argentina y Venezuela se enfrentaron a una situación muy distinta que Brasil, México, Colombia, Perú, Chile y Uruguay. El riesgo país de las economías financieramente menos integradas fue de casi cinco veces más que el de las economías más integradas. Lógicamente, esto imprimió una dinámica muy distinta sobre la colocación de deuda soberana y corporativa, un componente muy importante del ingreso de flujos de capitales en la región.

Gráfico 3.12: Riesgo soberano EMBI. Detalle por países según categoría. Años 2010 a 2013.



Fuente: JP Morgan y BCRP.

Consideremos ahora la dinámica temporal y por país también resulta relevante. En el gráfico 3.13 a continuación se presenta el saldo neto de la cuenta capital y financiera para LAC8.

En este sentido, el punto de inflexión en la región se registra a partir de la crisis financiera internacional en 2009 y perdura los años siguientes. En rasgos generales, se observa como el ingreso de flujos financieros netos se incrementaron en paralelo al deterioro de la cuenta corriente.

Gráfico 3.13: Cuenta corriente y cuenta financiera neta sobre el PBI. Detalle por países y LAC8. Años 2009 a 2015.

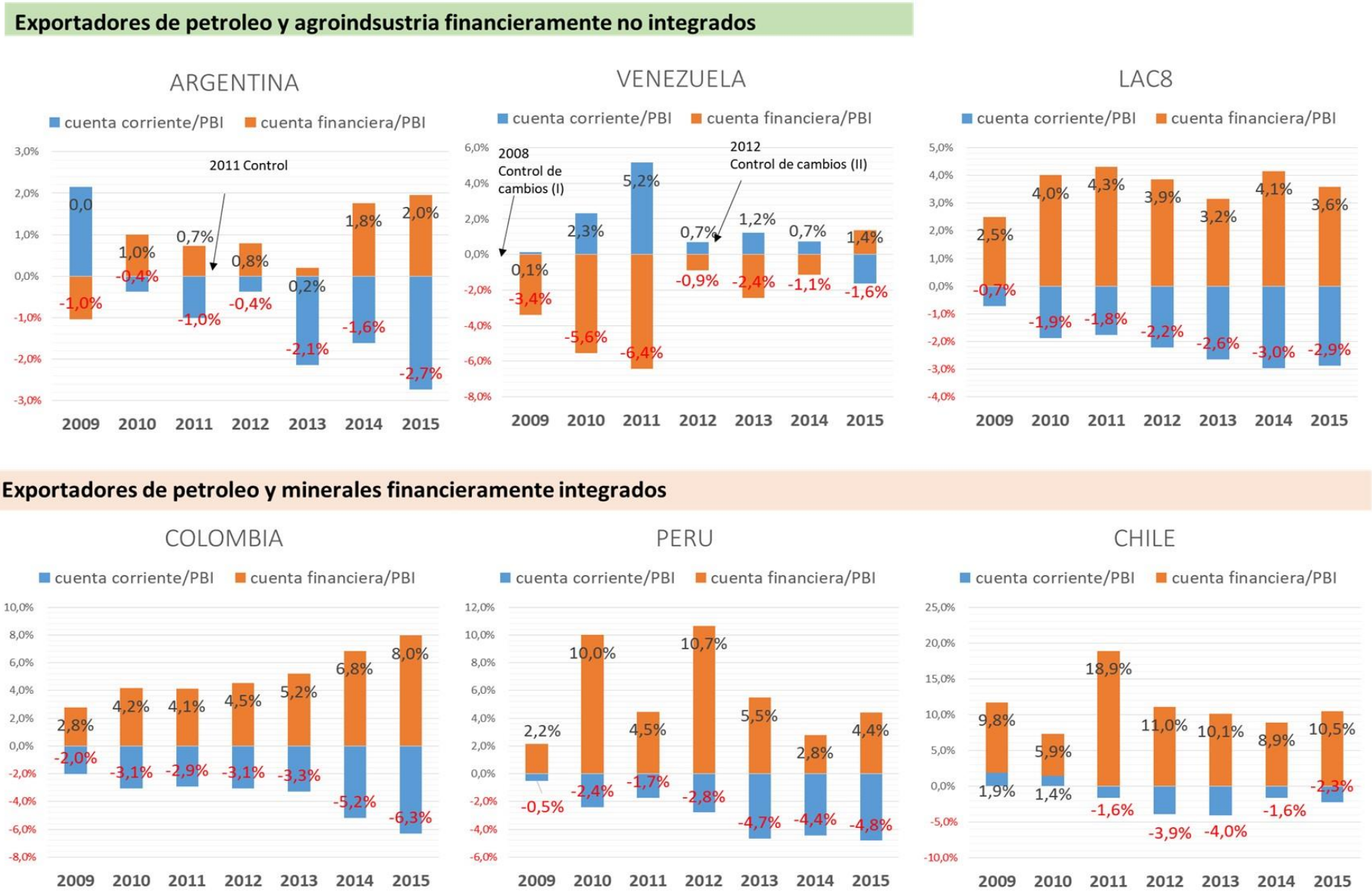
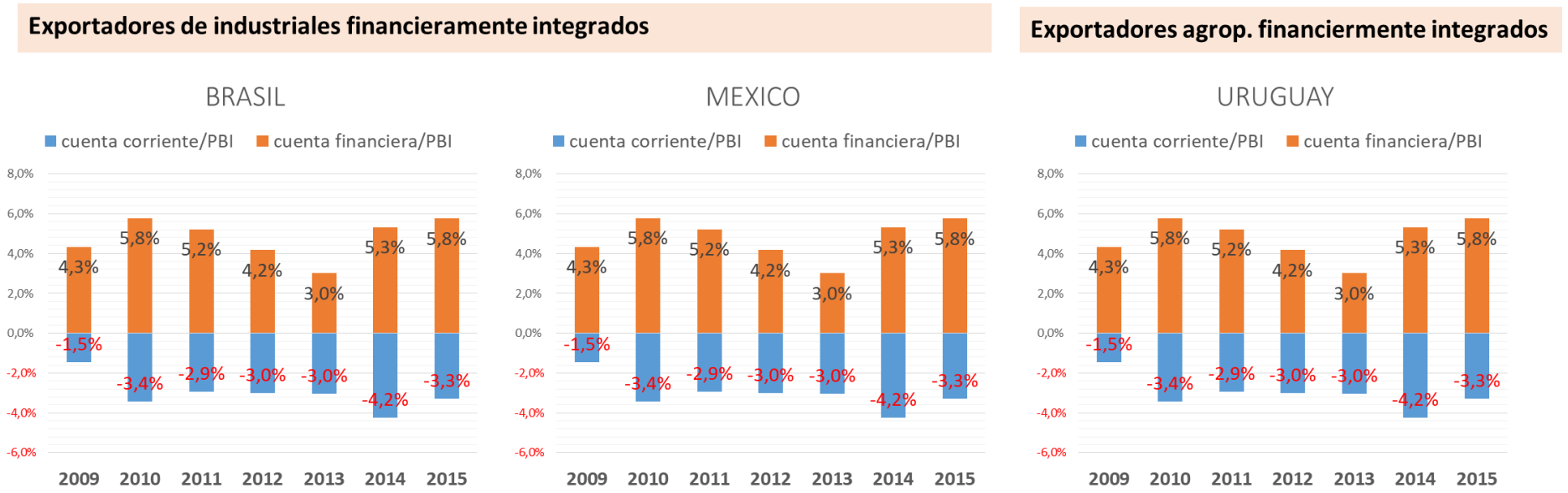


Gráfico 3.13: Cuenta corriente y cuenta financiera neta sobre el PBI. Detalle por países y LAC8. Años 2009 a 2015 (*continuación*)



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL.

Por el lado de los países menos integrados, se destacan un conjunto de particularidades debido a la vigencia de regulaciones para la compra de divisas. La más importante es que los flujos financieros del sector privado fueron persistentemente deficitarios y tuvieron un peso muy poco significativo debido a la gestión de la operatoria por fuera del mercado oficial y regulado.

En el caso de Argentina, el superávit de la cuenta financiera que se observa a partir de 2013 corresponde a un efecto contable y operaciones específicas del sector público y no a una mayor integración financiera. A partir de 2011 y hasta 2014 se implementaron regulaciones tributarias y monetarias para la compra de dólares con el objetivo de moderar la fuga de capitales. En cuanto a la cuenta financiera, el efecto de repunte de ingresos se debió al efecto contable de la prohibición de remitir utilidades de la IED al exterior (se registran como ingreso de IED) y a operaciones puntuales sector público no financiero y BCRA (incremento de otros activos financieros) en 2014 por la expropiación del 51% de YPF y en 2014 y 2015 por la activación de los distintos tramos de préstamos tipo SWAP con China[45].

En cuanto a Venezuela, la cuenta financiera siempre fue deficitaria neta. El principal concepto fue la FAE del SPNF. En ello hay que tener en cuenta que Venezuela siempre tuvo alguna forma de control de capitales desde 2003. Estos se intensificaron en 2008, y en 2010. Los controles se relajaron parcialmente en 2012 debido al proceso electoral, especialmente las importaciones como forma de contener la inflación[46]. Concluido el proceso electoral, y debido al mayor deterioro del precio de petróleo, los controles cambiarios se intensificaron. Un reflejo de ello fue el fuerte incremento de la brecha

[45] Para 2014: "*El saldo positivo del sector público no financiero se debió fundamentalmente a la emisión de títulos para cancelar el acuerdo indemnizatorio por la nacionalización del 51% de YPF S.A por U$S 6.000 millones (...). Las operaciones del BCRA originaron ingresos netos por U$S 3.800 millones principalmente debido a la operatoria del Swap de monedas con la República Popular China*", en Informe Técnico sobre Balance de pagos en INDEC (2014) https://www.indec.gob.ar/uploads/informesdeprensa/bal_03_15.pdf .

Para 2015: "*El BCRA registró en el año un ingreso neto de US$ 7.580 millones, debido a la operatoria de swaps ya mencionada y a operaciones con organismos internacionales*" en Informe Técnico sobre Balance de pagos INDEC (2015) https://www.indec.gob.ar/uploads/informesdeprensa/bal_03_16.pdf

[46] En ese año, el déficit neto de la cuenta financiera registra una fuerte reducción (del 6% del PBI en 2011 a 0,4% en 2012) que se debe exclusivamente a un operación de deuda pública.

cambiaria de 100% al 900% en 2013, la aceleración de la inflación y el deterioro de la actividad económica (Kulesza, 2017).

En el caso de los países financieramente integrados, se registra un saldo financiero superavitario para todo el periodo dado mayoritariamente por el boom de los flujos de cartera y otras inversiones del sector privado. En la distribución total, y debido al tamaño de sus economías, Brasil y México fueron los países de mayor recepción de flujos financieros de la región. Entre 2010 y 2015 la economía brasileña fue receptora del 54% del total de flujos financieros, el 43% del total de cartera privados, el 30% del cartera públicos y el 55% de la IED. En tanto que México recibió el 16,7% de los flujos financieros, el 18% de cartera privada neta, el 54% de cartera publica neta y el 14% de la IED neta.

Sin embargo, al considerar el peso sobre el PBI, los países mineros y petroleros financieramente integrados recibieron la mayor proporción. En el caso de chile, en el periodo 2010-15 la cuenta financiera arrojó un saldo superavitario neto del 11%, donde se destaca un 8,7% de flujos de cartera privados. En el caso de Perú, el promedio anual de la cuenta financiera fue superavitaria 6,2% del PBI donde se destaca la IED con un 4,4% y las otras inversiones privadas netas con un 1,8%.

6. Conclusiones

América Latina registra tuvo durante los años 2000s un buen desempeño regional si la consideramos desde una perspectiva histórica. Igualmente, estamos frente a un continente diverso en donde conviven países con distintas estructuras productivas. Sin embargo, esta heterogeneidad nacional puede ser estudiada con mayor facilidad si consideramos una taxonomía que incluya el grado de integración financiera, la estructura exportadora y algún tipo de recorte temporal que permita diferenciar distintos periodos de la situación financiera y comercial mundial.

Igualmente, la larga década de los 2000s no estuvo exenta de debates sobre la dinámica de acumulación económica regional. Los mismos se nuclearon en torno a investigaciones que buscaban problematizar la idea de “década latinoamericana”.

Y si bien la mayoría acepta que América Latina lo ha hecho bien en términos históricos y frente a otros países del mundo a la luz del sostenimiento de la tasa de crecimiento por un periodo prolongado, su magnitud, la dinámica inversora, la mejora en indicadores

sociales, el empleo, la distribución, la inflación, la estabilidad cambiaria, el resultado de la cuenta corriente y la acumulación de reservas para un largo periodo de tiempo incluyendo el impacto de la crisis financiera internacional 2008/0, los problemas han desaparecido. Diversos autores enfatizan sobre la importancia de matizar la idea de "excepcionalidad regional" al enunciar una combinación de factores externos favorables y una política pública que si bien fue activa, generar transformaciones estructurales en el perfil exportador lo suficientemente profundas como para que este proceso de paso a una etapa de mayor desarrollo tecnológico.

En línea con este planteo, y para ordenar el análisis, en este capítulo se ha propuesto una taxonomía propia a partir de indicadores agregados que ubiquen a los países en uno de seis grandes grupos de acuerdo a su profundidad e integración financiera y su estructura exportadora. Esta clasificación se sostendrá en los próximos capítulos cuando se estudien los canales de transmisión de la financierización sobre la dinámica de la inversión productiva y la deuda para las grandes empresas no financieras.

A lo largo de las secciones se pudo dar cuenta de diversos puntos relevantes para comprender la dinámica de las principales variables macroeconómicas en cada uno de los grupos de países y etapas.

En el periodo 2003 a 2008, los países financieramente menos integrados registraron un mejor desempeño en su superávit de cuenta corriente que los países financieramente más integrados. Ambos aspectos no resultan independientes. Por un lado, los elevados superávits de cuenta corriente estuvieron asociados a una menor necesidad de flujos financieros para aliviar las presiones cambiarias, lo que permitió que los países menos integrados llevaran adelante políticas fiscales más expansivas, imputado el crecimiento entre 2003 y 2008 a tasas más elevadas.

Tras el estallido de la crisis financiera internacional, emergió un ciclo de liquidez global que duró casi una década y pudo ser aprovechado de manera muy marcada por una parte de los países de la región. Sumado a ello, a partir del 2012 los términos de intercambio se vieron afectados por la caída en el precio de los commodities, deteriorando los flujos comerciales y afectando en mayor medida a los países financieramente menos integrados.

En el periodo 2010 a 2015 los países más financieramente más integrados lo hicieron mejor. Tan pronto como el escenario externo empeoró pudieron sustituir parte del ingreso comercial por fondos de portafolio manteniendo el balance de pagos superavitario casi

todos los años. Mientras que la cuenta corriente fue deficitaria en torno al -2%, la cuenta financiera fue siempre superavitaria entre 2% y 4% para el promedio de países en este periodo. En particular, los flujos financieros correspondieron a colocaciones ingresos de fondos por colocaciones de deuda soberana, deuda corporativa e inversión de portafolio ("carry trade").

Esto les permitió a los países financieramente integrados responder al deterioro del precio de commodities sin los tradicionales ajustes de balance de pagos y el colapso del sistema financiero tan típicos del pasado. Sumado a ello, cierto nivel de prudencia macroeconómica también estuvo presente, como se refleja en las medidas de control de la cuenta capital y macroprudenciales luego de 2007 y los indicadores fiscales.

En los capítulos siguientes indagaremos en mayor profundidad los efectos de estas tendencias generales presentadas en esta sección, pero a nivel grandes empresas. Sobre la base firme de las relaciones encontradas, y utilizando las mismas taxonomías y las etapas identificadas, el análisis continuará estudiando la dinámica particular que tuvo la inversión productiva en las grandes empresas bajo la perspectiva de la dimensión nacional de la financierización. Luego, se analizará en mayor detalle la cuestión del ciclo financiero internacional y la emisión de deuda corporativa en moneda extranjera en los mercados financieros.

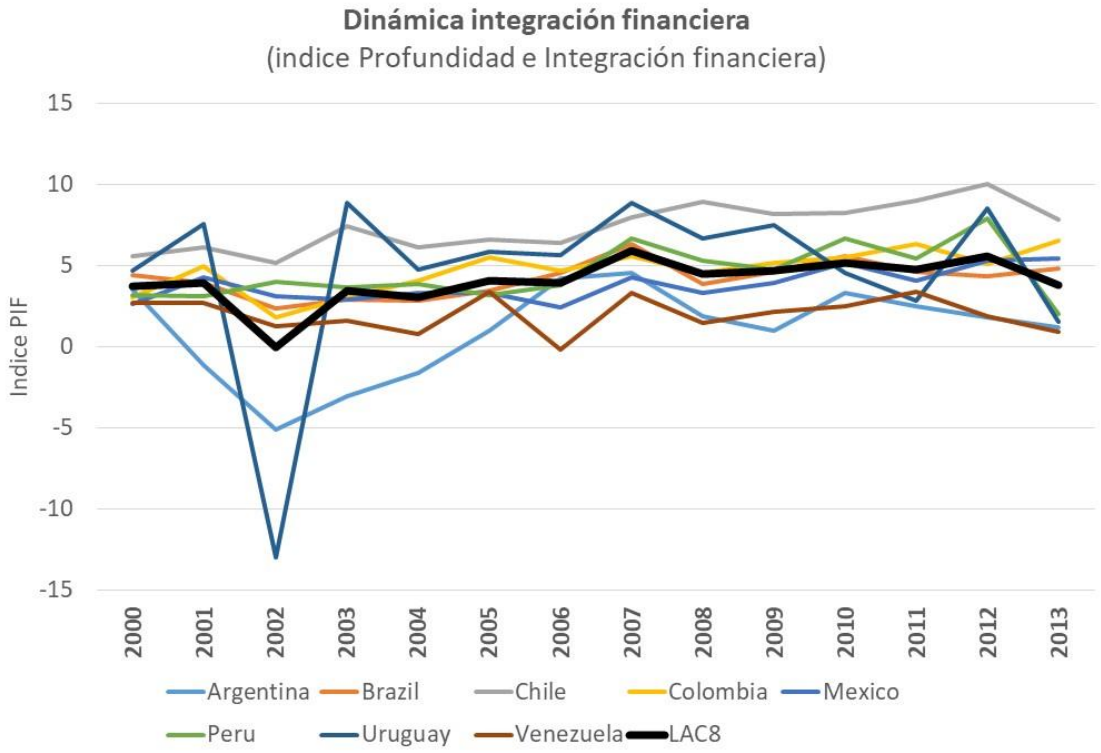
ANEXO CAPITULO III

1. Índice de profundidad e integración financiera (PIF)

El índice de profundidad e integración financiera es una suma ponderada de los siguientes indicadores sobre integración financiera, accesibilidad al mercado financiero, profundidad financiera y desarrollo de los mercados de capitales ponderada según la siguiente ecuación:

$$\boldsymbol{Indice\ PIF} = 0{,}5 * \frac{FLK}{PBI} + (1 - KOPEN) + FDEEP_{FMI} + \frac{CRED}{PBI} + \frac{MK}{PBI}$$

Gráfico anexo 3.1: detalle nacional y regional del índice de Profundidad e Integración Financiera (PIF) años 2000 a 2013



Fuente: elaboración propia.

Cuadro anexo 3.1: detalle de fuentes de información

Nombre	Detalle	fuente de información	
Flujos de portafolio (liabilities)/PBI	Flujos de portafolio brutos desde el exterior (liabilities) sobre PBI corriente en USD	Bronner et al (2013)	http://sovereign-to-sovereign-flows.com/panel.php
KOPEN	1- indice de Chin y Ito	Chin y Ito (2008)	http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm
IMF eficiencia+ accesibilidad	Suma de proemdios de accesibilidad y eficiencia de las instituciones financieras del Indice de Profundidad y desarrollo financiero del FMI . Mean(FIA;FIE) + mean(FMA;FME)	Svirydzenka, K. (2016)	http://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B
cred/PBI	Domestic credit to private sector by banks (% of GDP)	FD.AST.PRVT.GD.ZS	WDI, World Bank
MK/PBI	Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)	CM.MKT.LCAP.GD.ZS	WDI, World Bank

Fuente: elaboración propia en base a fuentes citadas.

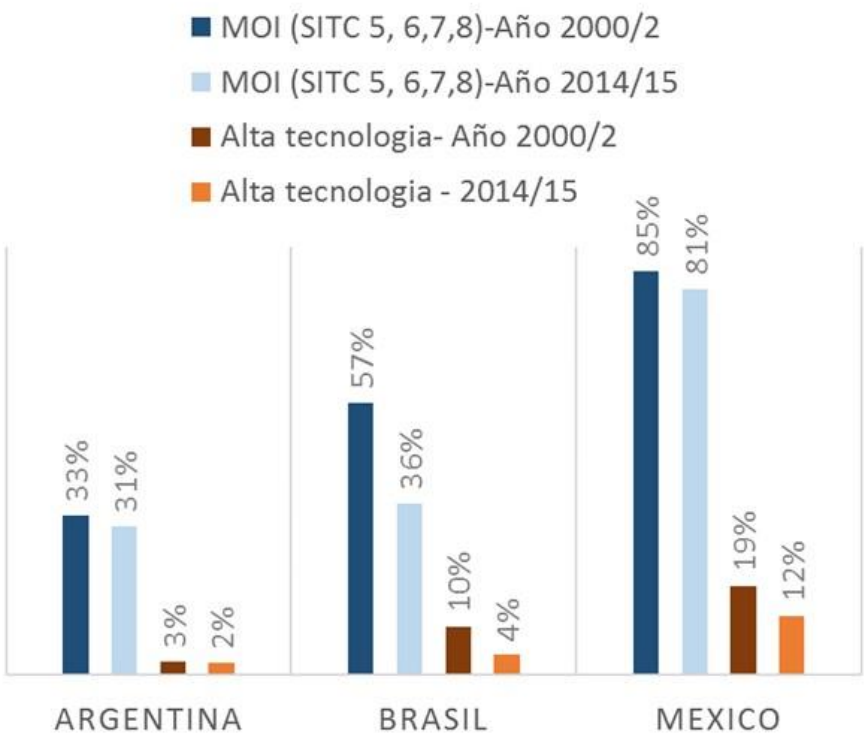
2. Patrón de especialización: la cuestión del contenido tecnológico de las exportaciones

En este apartado se presenta cierto detalle en torno a la evolución de las exportaciones industriales y de alta tecnología con el objetivo de enfatizar algunos argumentos adicionales presentados en el debate sobre la transformación del perfil exportador de la región.

Como se observa en el gráfico anexo 3.2 continuación y para los principales países industriales de la región, en ningún caso la industria gano participación sobre las exportaciones totales. En el caso de Brasil, las exportaciones industriales disminuyeron del 57% del total en el periodo 2000-02 al 36%. En el caso de México, la participación de exportaciones industriales sobre el total se mantuvo elevada disminuyendo del 85% al 81% del total, sin embargo cayo el componente tecnológico de las mismas 19% al 12% del total. Argentina fue el menos afectado, debido a que las exportaciones industriales cayeron del 33% al 31% del total y las tecnológicas del 3% al 2% del total.

Fue así que el fuerte crecimiento exportador estuvo fundamentalmente motorizado por productos primarios, especialmente minerales metálicos y combustibles, deteriorando el perfil de inserción industrial y tecnológico en los principales países industriales de la región.

Gráfico anexo 3.2: exportaciones industriales y de alta tecnología para los principales países industriles de LAC según periodos. % sobre el total.



Nota: la categoría alta tecnología incluye exportaciones aeroespaciales, computadoras, farmacéuticas, instrumentos científicos y maquinaria eléctrica.

Fuente: elaboración propia en base a Banco Mundial.

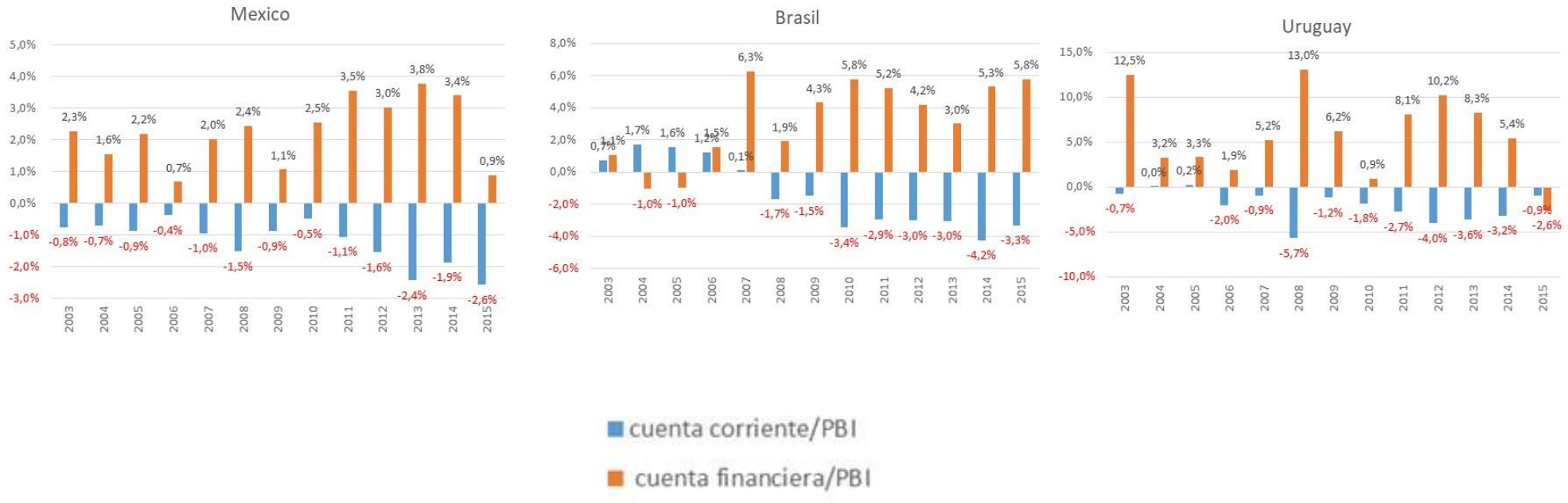
Gráfico anexo 3.3: cuenta corriente y cuenta financiera para LAC8. 2003 a 2015. Como % del PBI.



LAC8=promedio ponderado

Fuente: elaboración propia en base a CEPAL.

Gráfico anexo 3.3: cuenta corriente y cuenta financiera para LAC8. 2003 a 2015. Como % del PBI (*continuación*).



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL.

CAPITULO IV

Financierización y dinámica inversora en empresas No Financieras de América Latina: un estudio a partir de los estados contables 2000-2015

1. Introducción

Como vimos en el capítulo anterior, durante las última década y media, la región ha registrado un comportamiento distinto dependiendo de las características de su estructura económica, el grado de inserción financiera y el periodo de que se trate (previo o posterior al fin del ciclo de commodities y la emergencia del QE en los países desarrollados) (De Gregorio, 2013; Talvi, 2014; Moreno-Brid y Garry, 2016).

En este contexto, existen múltiples trabajos que estudian los vínculos entre la dinámica de la inversión productiva en cada etapa de la región teniendo en cuenta el nivel, el destino o la composición de la formación bruta de capital agregada. Un ejemplo de ello, son los trabajos que anualmente pública CEPAL sobre América Latina donde se incluye un apartado específico sobre formación de capital[47]. Al mismo tiempo, otros trabajos de naturaleza más financiera estudian las características y las implicancias del desarrollo de los mercados financieros sobre la estabilidad macroeconómica, la distribución del ingreso y la estructura productiva en América Latina (Levy-Orlik, 2012; Abeles, Perez Caldentey y Valdecantos, 2018).

[47] Una muestra de ello es el informe de Estudio Económico de América Latina que realiza anualmente CEPAL, ver: https://www.cepal.org/es/publicaciones/ee.

Sin embargo, la dinámica de la inversión productiva a nivel grandes empresas es un tema menos explorado. Y aunque sobresalen excepciones de varios autores que indagan sobre la cúpula empresaria o ramas industriales en clave de rentabilidades y destino del excedente como Santarcángelo y Perrone (2012), Santarcángelo (2019), Manzanelli (2016) y Schorr y Wainer (2018; 2020), entre otros. O el impacto asimétrico de las restricciones al financiamiento en Argentina considerando un análisis por sector, tamaño y nacional del capital (Elosegui et al, 2007). El análisis del impacto de la expansión de los beneficios financieros, los efectos patrimoniales y la inversión productiva ha sido menos explorado.

El objetivo de este capítulo será estudiar las transformaciones producidas por la dimensión nacional de la financierización en los determinantes de la inversión productiva de las empresas no financieras (NFC) en los países de América Latina desde los años 1995 hasta el 2015. Para ello, y a diferencia de otros estudios anteriores, uno de los aportes de este trabajo será la utilización de microdatos a partir de registros de estados contables de empresas de América Latina.

Esta base surge de la sistematización de información de datos contables provistos por *Worldscope-Reuters* para empresas no financieras listadas en los principales índices bursátiles. Como presentaremos más adelante, ello permite una apertura bastante detallada del balance de situación patrimonial, el balance de estado de resultado y el flujo de caja con información de nivel de endeudamiento, composición del activo, ventas, tipos de beneficios, ingresos y salidas financieras, inversión y pagos de dividendos, entre otros.

Esto permite explorar diversos aspectos. Desde lo metodológico, el elevado grado de detalle hace posible la adopción de un enfoque de fuentes y usos brutos que permite cruzar flujos reales con la estructura patrimonial y financiera. Además, se pueden construir variables agregadas a partir de microdatos con el objetivo observar las principales tendencias macroeconómicas, como la formación bruta de capital, pero atravesadas por otras categorías a nivel nacional o sectorial de interés. Desde lo cuantitativo, la gran abundancia de observaciones también es terreno propicio para el trabajo estadístico y econométrico.

En este capítulo se estudiará en profundidad las relaciones postuladas por la dimensión nacional de la financierización para América Latina. Como presentamos en el capítulo 2, se entenderá por dimensión nacional de la financierización al efecto negativo de la

inversión productiva que tiene el crecimiento de los mayores beneficios financieros sobre los beneficios operativos, la presión por la distribución de dividendos y la acumulación de activos financieros en términos del activo productivo.

La hipótesis de trabajo será la existencia de canales de financierización a escala nacional que logren explicar la dinámica al estancamiento de la inversión productiva versus la dinámica creciente de los beneficios operativos. Como forma de probarla se estimará un modelo de determinantes de la inversión basado en el enfoque post-keynesianos de restricción de liquidez a los que se le incluirá canales que den cuenta de la dimensión nacional de la financierización (Fazzari y Mott, 1986; Tori y Onara, 2018).

Para ello, este capítulo se dividirá en cuatro secciones además de esta introducción. En primer lugar, se presentarán los antecedentes al estudio de los determinantes de la inversión desde la teoría de los fondos internos y el enfoque de la financierización, detallando aquellos trabajos que tratan específicamente la temática para América Latina. Luego, y como introducción al problema de la inversión productiva, se presentará la dinámica agregada sobre la formación bruta de capital en América Latina desde los agregados macroeconómicos, distinguiendo grupos de países, etapas y tipo de activo (construcción y maquinaria y equipos). En la siguiente sección, se presentará la fuente de información en base a los estados contables, la fuente de información, su composiciones sectorial y su representatividad regional. A continuación, se presentará mediante gráficos y cuados la dinámica las ventas, los beneficios operativos, el pago de dividendos y la evolución de la composición del patrimonio y sus vínculos con la inversión productiva por países y tipos de firmas a partir de la información contable. Posterior a ello, se estudiarán los determinantes de la inversión productiva desde el enfoque de la financierización, se presentará la forma reducida del modelo, la metodología de estimación y los resultados. Finalmente, se presentarán las conclusiones parciales. En un anexo se incluirán detalles cuadros complementarios y detalles metodológicos adicionales.

2. La inversión productiva y el canal de la financierización

2.1. *Los modelos de liquidez interna*

Existe un conjunto muy voluminoso de literatura teórica y empírica en torno al estudio de los determinantes de la inversión en las empresas no financieras (NFC). La información utilizada corresponde mayoritariamente a información de estados contables a nivel firma, con una metodología va desde las series de tiempo hasta las construcciones de datos de panel.

El trabajo pionero en el tema es el de Meyers y Kuh (1957). Aquí el enfoque teórico adoptado es amplio debido su carácter exploratorio. Los autores utilizan series de tiempo a partir de información contable disponible para empresas de EEUU con el objetivo de identificar los signos de variables reales y financieras sobre la inversión. Para eso consideran la depreciación, edad de los activos, cambios en ventas, utilización de capacidad, liquidez, beneficios y ventas sobre la inversión de capital bruta. La evidencia es favorable a la "hipótesis del acelerador" medida como las ventas durante los periodos de auge económico, pero no es tan concluyente durante los años de menor crecimiento. El resto de las variables arroja signo indeterminado[48].

A partir de allí se inicia un debate en torno los principales determinantes de la inversión, y en particular, la relevancia de la hipótesis del acelerador-fondos residuales. Asimismo, la polémica en torno a la significatividad de estas variables condensó un intercambio más amplio respecto de neutralidad/no neutralidad de la estructura financiera (y las variables monetarias) de las firmas sobre las decisiones de inversión.

Desde la visión neoclásica estándar, el problema de inversión resulta de un problema implícito derivado de la decisión de largo plazo sobre los niveles óptimos del stock de capital. En el modelo teórico el ajuste al nivel de capital deseado sería instantáneo. Las firmas maximización del beneficios en un horizonte infinito bajo supuestos de competencia y funciones de producción estándar (Hall y Jorgenson, 1967).

Sin embargo, para operacionalizar esto deben hacerse varios supuestos sobre la forma en la cual el nivel de capital se traduce en un flujo de inversión. Las decisiones de inversión se encuentran medidas por el plazo de convergencia al nivel óptimo de capital, el ajuste

[48] Según Grunfeld (1958) los autores corren regresiones "cross-section" para 500 observaciones entre 1946 y 1950, una para cada año. El efecto "auge" o "no auge" podría deberse el tipo de metodología econométrica del momento, que implicó correlaciones condicionadas año a año en lugar de trabajar con un panel.

factorial y las cualidades de capital, los costos de financiamiento y las expectativas sobre el futuro (Chirinko, 1993).

En cuanto a las expectativas, se supone la existencia de *forward looking* sobre ganancias esperadas. Algunos modelos incluyen en su operacionalización alguna variante del modelo de Q-tobin (Brainard y Tobin, 1968). En cuanto a los costos de financiamiento destaca la existencia de mercados de capitales perfectamente flexibles. En el modelo estándar las oportunidades de inversión pueden ser rápidamente aprovechadas mediante la concurrencia de financiamiento externo. Como resultado, las variables de financiamiento interno y la estructura financiera de las firmas serían neutrales sobre de las decisiones de inversión (Modigliani y Miller, 1958).

Jorgenson (1971) resume los elementos sobresalientes de los estudios econométricos previos dentro del enfoque estándar. Allí se sientan las bases sobre el número de rezagos del capital la importancia tratamiento de la inversión neta de depreciación (no repositiva). Respecto a los determinantes del flujo de inversión (transición al capital deseado) existen varias concesiones sobre el modelo canónico. El autor divide los determinantes en tres grupos de variables. El primero es la utilización de capacidad instalada medida como cambios en el producto, el flujo de ventas o el ratio de la capacidad instalada. Aquí la idea central es que la capacidad productiva de la firma es siempre máxima y adapta el stock de capital al del equilibrio. Para el autor, la significatividad de este grupo de variables es alta y respalda el modelo convencional. El segundo grupo corresponde al financiamiento interno entendido como el stock de fondos líquidos (efectivo), capacidad de endeudamiento y política impositiva. El tercer grupo trata el financiamiento externo como es la tasa de interés, el precio de las acciones y el valor de capital de la empresa. Para el autor, la evidencia empírica de los canales de financiamiento interno es débil por sobre la economía real[49]. En el caso del financiamiento externo, la evidencia es levemente favorable a la tasa de interés pero débil para sacar conclusiones. De ello se derivaría la irrelevancia de las restricciones de liquidez de la firma y validez del supuesto de mercados de capitales perfectamente flexibles. Y este es el punto de mayor controversia con los trabajos de restricción de liquidez.

[49] Las variables de financiamiento interno no aparecen como significativas en ningún modelo que incluya las ventas o la utilización de la capacidad instalada.

Dentro de la literatura de restricción de liquidez conviven diversas tradiciones teóricas entre las que se encuentra el enfoque post-keynesiano. De un modo general, se concibe que el financiamiento externo e interno no son sustitutos perfectos, las empresas optarán por financiar inversión con recursos que son menos costos que tomar créditos, emitir bonos o ampliar su capital mediante acciones, especialmente para empresas pequeñas. De modo que la estructura financiera de las firmas y la disponibilidad de liquidez terminan influyendo significativamente sobre la inversión[50].

Dentro del enfoque post-keynesiano en particular, una de las claves o puntos de partida es la diferencia entre ahorro, financiamiento, liquidez e inversión. En una economía monetaria donde los bienes se intercambian por dinero o crédito, la principal restricción a la inversión no son los ahorros sino el financiamiento (Kregel, 1986; Asimakoplus, 1986). De allí la importancia de la disponibilidad de fondeo interno, la capacidad de tomar deuda y las expectativas de ventas futuras sobre las decisiones de inversión (Seindl, 1976; Minsky, 1975; 1992). Siguiendo a Minsky (1992) un préstamo comercial bien estructurado se basa en la expectativa del prestamista de que la deuda podrá ser pagada en base al flujo futuro de ingresos generados por las operaciones de la firma. El "margen de seguridad" o liquidez para el préstamo es el monto mediante el cual el flujo de fondos de la firma excede el compromiso de pagos totales con el deudor. Es decir la posición de la firma es de "hedge" o "cobertura".

Asimismo, a diferencia de la literatura convencional sobre restricción financiera, en el planteo post-keynesiano se tiene un enfoque holístico donde se incorporan instituciones y relaciones de poder. La NFC no es un sujeto pasivo frente a la expansión los mercados de financieros, sino que influye y es influenciado en el uso de los excedentes es un espacio de disputa entre actores con intereses contrapuestos (Stockhammer, 2006).

En cambio, desde la perspectiva nuevo keynesiana, las restricciones de liquidez se deben a un problema de asimetrías de la información en los oferentes de financiamiento externo (outsiders) en la evaluación exacta de ganancias futuras que solo conocen los miembros de la empresa (insiders). Esta heterogeneidad de información se refleja en las sub-

[50] Debe señalarse que en la literatura empírica parte de los trabajos aparecen dialogando con la literatura anterior. Por ejemplo, se reivindica la originalidad de la hipótesis keynesiana del acelerador del trabajo de Myers y Kuhn (1957). Sin embargo, hay una cuestión de énfasis que destacar. En el grupo de restricción financiera se subraya el vínculo original que los autores habían otorgado a los fondos remanentes obtenidos por las ventas en la hipótesis del acelerador-fondos residuales.

valuación de las oportunidades de inversión en la Q-tobin, los financiamientos no son sustitutos perfectos y el fondeo interno es relevante para financiar la inversión. Guariglia y Carpenter (2008) consideran 693 firmas de Reino Unido entre 1980 y 2000 y estiman un modelo de *Método Generalizado de Momentos* (MGM) incluyendo un control adicional de proyectos de inversión anunciados por las empresas para tratar un posible sesgo de asimetría de información en los canales de financiamiento interno (tenencia de efectivo). Al controlar por la asimetría de información, la importancia de la liquidez sobre la inversión disminuye aunque resulta ser significativo, en especial para firmas chicas[51]. Parte de la solución corresponderá con la fluidez de información, el desarrollo y la profundidad del mercado financiero para solucionar los desajustes en las empresas pequeñas (Love, 2003; Laeven, 2003).

Respecto a la relación entre canales financieros y determinantes de la inversión, la evidencia empírica es muy numerosa. Varios trabajos aportan evidencia respecto de la relevancia de los canales financieros como determinantes de la inversión productiva. Shyam-Sunder y Myers (1999) demuestra que las firmas tienen montos significativos de efectivo en sus hojas de balance. Ello se debe a que existe un orden de elección en las fuentes de financiamiento, en donde en primer lugar están los recursos propios en la forma de ganancias retenidas, luego por préstamos bancarios y posteriormente en el mercado de capitales. Fazzari y Mott (1986) utilizan información de balances de firmas manufactureras para EEUU entre 1970 y 1982. Según los autores, la utilización de microdatos de empresas y la construcción de un panel eliminan problemas de colinealidad entre ventas y flujos internos de las series de tiempo, permitiendo distinguir con más claridad la independencia entre variables aceleradoras y liquidez. Además, al incorporar un periodo más extenso que el de los primeros estudios de posguerra destacan el efecto que produce sobre las variables dependiente. Los autores incluyen control para ventas (proxy de capacidad de utilización, acelerador), financiamiento interno (proxy al financiamiento residual), gastos en interés y tamaño de la firma. Encuentran que la utilización de la capacidad y el flujo de fondos disponibles son simultáneamente significativas como determinantes de las decisiones de inversión. En la misma línea Fazzari, Hubbard y Petersen (1988) transforman la forma reducida de la estimación

[51] Controlando por una variable que incluye el anuncio de proyectos de inversión, un aumento del 10% en el cash incrementa un 1,44% la inversión en las firmas chicas y un 1,28% en las firmas grandes, y la significatividad para las firmas grandes disminuye.

escalando las variables por el stock de capital de la firma, agregan a los determinantes de liquidez interna la Q-tobin (el valor accionario de la firma como proxy al precio sombra de reemplazo del capital) y diferencian por acceso al mercado de capitales según su tamaño (clase 1, clase 2 y clase 3), estiman por distintas metodologías para dar robustez a los resultados, y encuentran que las variables de liquidez interna son mas relevantes que las de liquidez externa. Ubbard y Ndikumana (1999) utiliza información de balances de empresas manufactureras entre 1972 y 1991 y estima un modelo de efectos fijos para medir la influencia de los flujos financieros sobre la inversión. Allí encuentra una relación negativa entre la deuda tanto la reducción de recursos internos para invertir como en la capacidad de la firma de sostener la inversión frente al achicamiento de las ventas y los beneficios. Este grupo de trabajos forma resulta ser un antecedente muy relevante para la literatura de financierización.

A modo de síntesis, una parte importante de la literatura sobre determinantes empíricos de la inversión reconoce la relevancia de un grupo de variables entre las que se encuentran las ventas (hipótesis del acelerador), la tasa de interés (costo de financiamiento), el ratio de deuda y las expectativas de futuros beneficios (valor bursátil o Q-tobin) (Kopke y Bauman, 2001).

2.2. *Financierización e inversión productiva*

Como se ha discutido en mayor detalle en el capítulo 2, la literatura sobre financierización es bastante reciente. Y aunque sus estudios son númerosos y la heterogeneidad de su temática implica que no exista una única definición sobre el término financierización, aparece una mayor convergencia en la terminología al momento de identificar los canales nacionales de transmisión de la financierización sobre la inversión productiva.

De un modo general se suelen identificar dos canales de transmisión. El primero, es el efecto desplazamiento o *crowding out* que las ganancias financieras producen sobre la inversión productiva. En base a información agregada, Duménil y Lévy (2004) estudian para EEUU información sobre el porcentaje de las ganancias totales luego de pago de salarios. Según los autores, la tendencia al estancamiento en la tasa de rentabilidad se revirtió debido al ingreso de ganancias financieras. Stockhammer (2004) estima un modelo econométrico y encuentra un efecto negativo de las ganancias financieras sobre

la inversión productiva, en base a información agregada sobre el ingreso de intereses y dividendos de las NFC para el periodo 1960-1990 en EEUU, Reino Unido y Francia.

La misma relación se cumple en base a información desagregada de los balances. Krippner (2005) utiliza información impositiva de NFC en EEUU entre 1950 a 2001 y encuentra que las ganancias financieras de portafolio (intereses, dividendos y ganancias de capital) sobre flujo de caja se incrementó del 8% al 40%. Orhangazi (2008) utiliza un panel de grandes firmas de EEUU en el periodo 1973-2003 y estima por MGM los determinantes de la inversión productiva. Allí, y controlando por otras variables relevantes de la inversión productiva como ventas, beneficios ordinarios y deuda da cuenta de una relación negativa y significativa entre inversión productiva y ganancias financieras. Tori y Onaran (2018) considera un panel de NFC de Reino Unido para el periodo 1985-2013 con resultados similares. Estableciendo un vínculo con la internacionalización de la producción, Baud y Durant (2012) estudian el efecto de la financierización de las actividades en las 10 principales empresas de *retail* entre 1990 y 2007 a nivel global. Allí encuentran a pesar de la caída en las ventas domésticas, la internacionalización del negocio y los ingresos financieros, recompusieron la tasa de ganancia (ROE) e incrementaron la distribución de dividendos. Davis (2017) indaga las transformaciones de la financierización post-1970s en las NFC de EEUU producto de las nuevas normas institucionales establecidas por la imposición de la gestión corporativa orientada a la valorización a los accionistas. A partir de datos de compustast con mas de 27.000 observaciones de empresas manufactureras para 1971 a 2010 y diviendo el panel en tres tamaños de firmas, encuentra los canales de la financierización y la influencia de la estrategia de gestión corporativa orientada a los accionistas es más influyente en las firmas más grandes.

Igualmente, el canal de *crowding out* ha suscitado una serie advertencias que deben ser tenidos en cuenta. En particular, respecto a su medición y algunos problemas conceptuales que de ello se desprenden. Como marca Rabinovich (2019) y Perez Artica y Rabinovich (2020) la medición del a rentabilidad financiera “neta” suele ser negativa. Es decir, que los ingresos financieros por intereses cobrados *menos* los egresos financieros por intereses pagados son mayoritariamente deficitarios. Por ello, para las NFC difícilmente por ese canal haya un desincentivo a la inversión productiva.

El segundo canal viene dado por la merma de recursos que produce el peso creciente de la distribución de dividendos, el pago de intereses y recompras de acciones en relación al

flujo total de caja disponible para ser invertido. La creciente importancia de los inversores institucionales ("revolución de los accionistas") transformó la estrategia de gestión de la firma de *retener e invertir* a *recortar y distribuir*, orientada a maximizar el valor accionario de la empresa, acentuando el cortoplacismo por sobre los beneficios del crecimiento de largo plazo (Lazonick y O'Sullivan, 2000).

En base a información fiscal de empresas no financieras de EEUU, Crotty (2003) encuentra en que más de la mitad de los flujos de ingresos que las empresas dedican a inversión productiva fueron transferidos al sistema financiero. Grullon y Michaely (2002) encuentran que en EEUU para el periodo 1980-1998 un creciente destino de fondos destinado a la recompra de acciones como sustituto del pago de dividendos que afectó negativamente la inversión productiva. Van Treek (2009) analiza un conjunto de estilizados para Gran Bretaña entre 1960 y 2005 donde se destaca la correlación caída en la tasa de beneficios retenidos y la inversión productiva. En cuanto al rol de las deslocalización productiva y la financierización, Milberg (2008) y Milberg y Winkler (2014) encuentran que la estrategia de distribución de dividendos de las empresas norteamericanas está muy vinculada a la dependencia cada vez mayor de los menores costos en insumos importados de los mercados emergentes, especialmente China (25% de las importaciones de 2006 corresponde a importaciones de empresas de propiedad relacionada). En la misma línea, Auvray y Rabinovich (2017) realizan un ejercicio econométrico controlado por el pago de dividendos para EEUU para 1995-2011 e incluyen como control adicional el hecho de que las firmas realicen actividades off-shore, siendo esta una variable significativa. Perez Artica (2013) realiza un estudio sobre la acumulación de liquidez en las NFC en Alemania, Francia, Italia, Japón y Reino Unido. Allí encuentra una tendencia creciente de exceso de ahorro que impactó negativamente en la inversión productiva y positivamente en la acumulación de capital no operativo, donde controlando por las variables usuales de liquidez, se observa un efecto importante en el contexto de incertidumbre de la crisis financiera internacional.

En los países emergentes la literatura es aún más reciente. Dentro de los trabajos que estudian la dimensión nacional de la financierización aparecen dos grupos. Un primer grupo lo componen trabajos donde la definición de la categoría de financierización es bastante laxa y la evidencia empírica para cuantificar el fenómeno suele ser agregada proveniente de cuentas nacionales o similar. Un segundo grupo más reducido, estudia la financierización de la inversión productiva partir de información de microdatos en base a

los estados contables de empresas generalmente listadas en los índices bursátiles. Estos trabajos son el antecedente directo al tipo de estudio que se realizará en este capítulo.

En el caso de indicadores agregados, Cibils y Allami, (2009) consideran la noción de financierización a partir de las transformaciones en el financiamiento en los mercados de la deuda a escala nacional para Argentina en 1990s. Leiva y Malinowitz (2007) buscan replicar algunos indicadores agregados y a nivel *grupos económicos* para el caso chileno en el periodo 2001-2006. No encuentran evidencia favorable a la financierización debido al bajo peso de las rentas financieras sobre la distribución del ingreso. Levy-Orlik (2012) considera de información agregada sectorial para México en el periodo 1993-2009. En este caso, encuentra evidencia favorable a la financierización debido a una creciente participación de NFC en compra-venta de activos financieros que equivaldría a la mitad del coeficiente de inversión productiva. Araujo, Bruno y Pimentel (2012) estudian los efectos de la financierización en la industrialización para Brasil entre 1991 y 2008. Allí encuentran evidencia favorable a la financierización mediante cambios en la elasticidad ingreso de ganancias productivas versus ganancias financieras en un contexto de régimen financierizado y apreciación cambiaria. Correa, Vidal y Marshall (2012) estudian la dinámica económica mexicana reciente a la luz de distintas variables comúnmente presentes en la literatura de financierización. Allí encuentran que luego de la crisis de 1994, la economía mexicana deterioro el poder adquisitivo del salario y aumentó el flujo de recursos transferidos al exterior por intereses de deuda. Karwowsky, Shabani y Stockhammer (2016) tratan la financierización de países emergentes de manera sistemática para un panel de 17 países emergentes desde 1997 a 2015 y lo comparan con la experiencia de EEUU y Reino Unido. Los autores encuentran evidencia favorable a la financierización en Europa Emergente y Asia, aunque evidencia poco concluyente para América Latina. Solorza (2017) estudia la dinámica comparativa que tuvo la apertura financiera, la expansión de la actividad bancaria y el rol de las corporaciones financieras en América Latina y Asia enfatizando en el elevado costo que tiene nuestra región para retener flujos de capitales ingresantes mediante altas tasas de interés. Miotti (2018) considera indicadores agregados de deuda de los hogares y de profundidad financiera, no encuentra patrones de financierización equivalentes a la de los países desarrollados (Europa y EEUU) a excepción de Chile.

En el caso de los estudios en base a microdatos de estados contables, el resultado sobre la relevancia de los canales de financierización son más favorable. En esto hay dos

aspectos metodológicos a destacar. El primero tiene que ver con la capacidad de contar con un gran volumen de información y permite el tratamiento econométrico mediante datos de panel y estimación por *MGM* es mucho más adecuado para lidiar con ciertos problemas de endogeneidad en este tipo de ejercicios[52]. El segundo, la necesidad de un elevado grado desagregación de la información la cual permite distinguir muy detalladamente las variables que impactan sobre la inversión productiva y la financierización. Esto puede lograrse de manera simultanea al trabajar con bases de datos que sistematicen información de empresas. La mayor parte de los trabajos que utilizan la perspectiva de microdatos en base a información contable muy detallada.

Entre ellos podemos enunciar algunos. Demir (2007) toma información de balances de más de 310 empresas NFC de Argentina, México y Turquía semianual entre 1990 y 2003 para estudiar los efectos de la financierización sobre la inversión productiva. La financierización está entendida como aumentos en la tasa de retorno de inversiones financieras que compiten con la inversión productiva. Estima un panel en base a la metodología MGM y que el mayor retornos de mercados de capitales, inestabilidad e incertidumbre de la liberalización financiera, falta de crédito produce un aumento en las inversiones liquidas de corto plazo sobre la inversión productiva de largo plazo. En la misma línea, Demir (2009) utiliza un panel información de balances de más de 250 empresas NFC cotizantes en bolsa de México y Turquía semianual entre 1990 y 2003 y estima un modelo MGM en primeras diferencias similar a los de restricción de liquidez. Allí encuentra que los ingresos financieros podrían servir de apoyo a la inversión productiva pero su efecto es mucho menor que el de las ganancias productivas y, en el caso de México es directamente negativo. Tellalbasi y Kaya (2013) analizan los efectos de los beneficios financieros sobre la inversión productiva en Turquía. Para ello estiman un modelo de inversión similar al de Organghazi (2008) en base a información de 132 NFC manufactureras cotizantes en la bolsa de Estambul (ISE) entre 2005 y 2010. Allí encuentran que los ingresos y pagos financieros tienen un efecto negativo sobre la inversión productiva. Karwowski (2018) estudia las transformaciones de las fuentes y usos de los flujos de fondos para las NFC en Sudáfrica. En base a información contable, financiera e impositiva compilada por el Banco Central de Sudáfrica (SARB) para el periodo 1970 a 2015 estima. Allí encuentra un cambio significativo en las NFC desde el

[52] Puede consultarse en el apéndice el detalle sobre el Método Generalizado Momentos de Arellano y Bond (1992).

crédito al consumo y actividades productivas por la acumulación de activos financieros y la especulación en viviendas, generando un efecto disuasivo de la inversión productiva. Powell (2013) estudia la expansión de los canales de financiamiento externo y efectos de los cambios en la estructura financiera sobre la inversión productiva en México. En base a información contable de *Economatica* de empresas listadas en bolsa entre 1989 y 2013 demuestra que los cambios en la estructura de financiamiento de las firmas de bancos a emisiones corporativas en los mercados de influyeron en la posición de activos, aumentando la tenencia de inversiones de corto plazo (3 meses a 1 año) en valorización financiera versus la inversión productiva. Este fenómeno se registra sobre todo en empresas grandes. Asimismo, se observa evidencia favorable a la financierización al considerar el incremento la posición de derivados como inversión financiera en los balances para las grandes empresas manufactureras. Torija-Zane y Gottschalk (2018) en analizan información desagregada de balances de NFC de Argentina, Brasil, Chile, Perú, Colombia y México entre 1995 y 2015. A partir de un análisis gráfico sobre la dinámica de la mediana de la inversión productiva, la distribución de dividendos, el endeudamiento y la tenencia de activos financieros para NFC encuentran evidencia favorable a la financierización, debido a la difusión del modelo de gobernanza basado en la estrategia de creación de valor para el accionista ("shareholder value orientation"), aunque destacan ciertas especificidades debido a lo que llaman el modelo cerrado de propiedad (poca participación de inversores institucionales). Cassini y García Zanotti (2018) estudian la evolución de la cúpula empresaria y los cambios en el régimen de acumulación en Brasil. A partir de información de las 200 grandes empresas provista por *economática* entre 1995 y 2016 los autores realizan análisis gráficos y encuentran que a partir de 2008 se incrementó el endeudamiento como porcentaje de las ventas, el peso de la distribución de dividendos sobre resultados (fuga de capitales como destino del excedente) y disminuyó el crecimiento de la inversión productiva. Para el caso de Argentina, Schorr y Wainer (2018) estudia la trayectoria de financierización y extranjerización en la Argentina entre 2003 y 2015. Para ello utilizan información contable agregada y de encuestas de la cúpula empresaria (500 mayores empresas de la argentina) provista por INDEC, registrando un relativo estancamiento de la inversión productiva sin que implique financierización ya que no se registra un quiebre en tenencia de activos financieros como porcentaje del activo total, ni en la remisión de utilidades (controles cambiarios). Seo, Kim y Kim (2012) consideran información de balances de 6.232 NFC listadas en Korea Stock Exchange desde 1994 a 2009. Allí encuentran que, controlando por ventas, tenencia de efectivo y

otros determinantes usuales en la determinación de la inversión el pago de dividendos y la recompra de acciones y la compra de activos financieros redujo la inversión en I+D, en especial luego del año 1997. Jibril, Kaltenbrunner y Kesidou (2018) estudian los efectos de la financierización en la inversión en I+D para Brasil. En base a información de balances de 94 NFC manufactureras listadas en el BOVESPA entre 2011 y 2016 estiman un modelo de inversión en I+D en base a MGM. Allí encuentran que los canales de financierización entendidos como los mayores retornos de inversiones financieras como los mayores pagos de dividendos y costo de intereses tienen un efecto negativo sobre la inversión en intangibles. Schorr y Wainer (2020) estudian financierización en grandes empresas argentina para el periodo 2003-15 en base a estadísticas de INDEC sobre grandes empresas, y solo encuentran como muestra de la manifestación de la financierización una relativa disociación entre la tasa de rentabilidad y de inversión. García Zanotti (2020) estudia las estrategias de financierización de las grandes empresas no financieras de Argentina y Brasil para el periodo 2000-17 en base a información contable muy detallada y encuentran indicadores de financierización en Brasil pero no en Argentina.

De modo que existe un conjunto de evidencia preliminar en la literatura que postula que existen efectos negativos de la financierización en la inversión productiva, que se encuentra bien documentada para los países desarrollados, y es algo menos representativa para los países periféricos. A continuación, se buscará aportar evidencia para comprender en mayor detalle esta relación en América Latina. En particular, se buscará caracterizar y cuantificar los efectos sobre la liquidez interna producidos por la dimensión nacional de la financierización en la inversión productiva en base a información contable y sistematizada para grandes empresas de América Latina entre los años 2000 a 2015.

3. La dinámica agregada de la inversión

3.1. Formación bruta de capital

Como introducción de lo que sucede a nivel firma, resulta conveniente presentar la dinámica de la inversión de manera agregada. Para ello se considerará estadística de Formación Bruta de Capital (FBK) para LAC8 según lo presentan las cuentas nacionales.

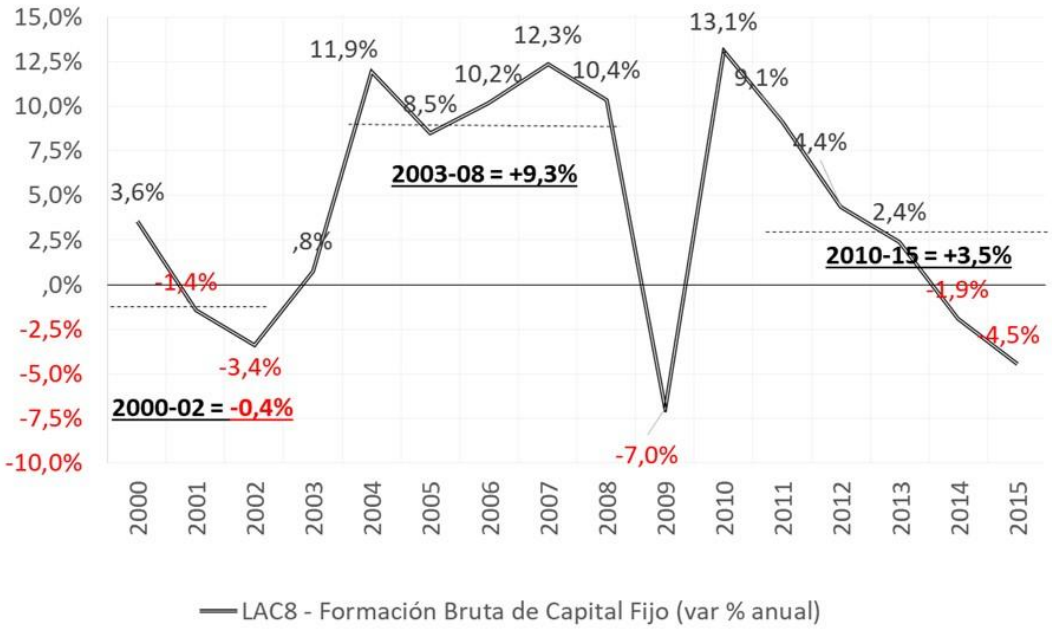
Al igual que sucedió con la actividad económica en general, durante los años 2000 el desempeño inversor en la región fue muy bueno en relación lo sucedido décadas anteriores (Ocampo, Bastian y Reis, 2018; CEPAL, 2018). Según información de World Development Indicators del Banco Mundial sobre la FBK se observa que mientras en 1980-89 la formación bruta de capital se contrajo un 0,4% y en 1990-99 creció en promedio un 3,8%, para el periodo 2000-15 (que incluye la crisis brasilera y argentina) la FBK creció en promedio 4,3%.

De modo que para estudiar la dinámica de la FBK en la región conviene identificar tres periodos. Cada uno de ellos estará estrechamente relacionada con las etapas del PBI identificados en el capitulo 3[53]. Estas etapas se presentan en el gráfico 4.1 a continuación.

Una primera etapa corresponde a la década de los 1990s e incluye el periodo de crisis entre los años 2000-02. Si se toma el periodo entre 1996-02 donde la tasa de crecimiento promedio de la FBK creció un 1,9%. Si solo se considera el periodo 2000-02 la FBK cayó un 0,4%. Una segunda etapa corresponde al periodo 2003-08. Y aunque la dinámica de expansión de la inversión continuó hasta 2015, esta segunda etapa registra años excepcionalmente buenos para inversión, con la FBK creciendo a una tasa promedio del 9,3%. En el año 2009 la inversión se contrajo un 7% debido a los efectos de la crisis financiera internacional. Luego, se inicia una tercera etapa que va del 2010-15 donde la FBK registró una marcada tendencia a desaceleración en comparación con el periodo anterior. Asimismo también incluyó dos años con caídas por encima del 2%. Aunque en el balance el promedio fue positivo: entre 2010-15 la tasa de crecimiento promedio de la FBK fue 3,5%.

[53] En América Latina que la inversión tiene un ciclo más corto que el del PBI, y por ende, una mayor volatilidad. Además de ello, al desagregar por los componentes de la demanda, la inversión es mas sensible a estas bajas, incluido el consumo y las importaciones (CEPAL, 2018).

Gráfico 4.1 Crecimiento de la Formación Bruta de Capital (FBK) para LAC8. Promedio ponderado. Años 2000-15.



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL.

Más en detalle, consideremos a la FBK agregada en torno a cuatro dimensiones: a) esfuerzo inversor medido como FBK sobre PBI, b) la FBK según tipo de activo (maquinaria y equipo o construcción)[54], c) las tasas de crecimiento promedio y d) tasas de crecimiento acumulado por periodo. Esta información se resume en el cuadro 4.1 a continuación. Nótese que allí se incluye el periodo 1996-2002 para tener una ventana de que incluya un ciclo completo de crecimiento y caída como punto de comparación. Los subtotales de indicadores para grupos de países financieramente integrados, financieramente no integrados y LAC8 están expresados en promedios ponderados, según corresponda.

[54] Se debe tener en cuenta que una parte de la inversión en construcción podría tratarse de construcción industrial. Sin embargo, como no se cuenta con ese nivel de desagregación se considerará que el total de la construcción es construcción residencial o de obra pública.

Cuadro 4.1 Detalle principales dimensiones de análisis de la Formación Bruta de Capital (FBK) para LAC8. Años 1996-15.

Año		1996-2002			2003-08			2010-15		
		F. Bruta Fija Capital	Eq. Durable prod.	Constr.	F. Bruta Fija Capital	Eq. Durable prod.	Constr.	F. Bruta Fija Capital	Eq. Durable prod.	Constr.
Porcentajes del PBI										
Financieramente integrados		18,8%	6,2%	12,8%	19,7%	6,1%	12,3%	21,7%	7,7%	12,9%
Industrial	brasil	17,6%	5,1%	13,0%	18,5%	5,1%	11,0%	20,8%	6,7%	12,3%
	mexico	20,2%	7,3%	12,8%	21,3%	6,9%	14,4%	21,9%	8,3%	13,6%
Min. y petroleo	chile	23,4%	8,1%	15,1%	21,6%	7,7%	13,9%	23,8%	9,0%	14,8%
	colombia	17,0%	6,0%	10,0%	20,1%	7,2%	11,2%	25,0%	9,4%	12,0%
	peru	20,6%	8,6%	12,1%	18,7%	7,5%	11,1%	24,1%	9,5%	14,6%
Agro-industria	Uruguay	17,7%	5,5%	11,8%	16,9%	6,3%	10,0%	20,6%	7,3%	12,9%
Financieramente poco integrados		17,7%	7,0%	10,7%	18,4%	8,1%	10,4%	17,7%	4,7%	6,7%
Agro-industria	Argentina	13,9%	5,1%	8,9%	17,1%	7,0%	10,1%	16,3%	6,5%	9,7%
Min. y petroleo	Venezuela*	23,7%	10,1%	13,6%	20,6%	9,7%	10,8%	20,1%	1,9%	2,0%
LAC8		**18,7%**	**6,3%**	**12,5%**	**19,5%**	**6,4%**	**12,0%**	**21,2%**	**7,2%**	**12,0%**
Porcentajes sobre la inversión total										
Financieramente integrados		99,8%	32,4%	67,4%	99,8%	32,9%	66,9%	99,8%	37,0%	62,8%
Industrial	brasil	100%	28,1%	71,9%	100%	32%	68,5%	100%	35,3%	64,7%
	mexico	100%	36,4%	63,6%	100%	32%	67,6%	100%	37,8%	62,2%
Min. y petroleo	chile	100%	34,8%	65,2%	100%	36%	64,3%	100%	37,7%	62,3%
	colombia	100%	38,3%	61,7%	100%	39%	60,9%	100%	43,9%	56,1%
	peru	100%	41,4%	58,6%	100%	40%	59,8%	100%	39,5%	60,5%
Agro-industria	Uruguay	100%	31,8%	68,2%	100%	38%	61,6%	100%	36,3%	63,7%
Financieramente poco integrados		100,0%	39,4%	60,6%	100,0%	43,8%	56,2%	100,0%	44,2%	55,8%
Agro-industria	Argentina	100%	36,3%	63,7%	100%	41%	59,4%	100%	40,1%	59,9%
Min. y petroleo	Venezuela*	100%	42,4%	57,6%	100%	47%	53,0%	100%	48,4%	51,6%
LAC8		**100%**	**33,4%**	**66,4%**	**100%**	**34,5%**	**65,4%**	**100%**	**38,0%**	**61,8%**

Cuadro 4.1 Detalle principales dimensiones de análisis de la Formación Bruta de Capital (FBK) para LAC8. Años 1996-15 (*continuación)*

Año		1996-2002			2003-08			2010-15		
		F. Bruta Fija Capital	Eq. Durable prod.	Constr.	F. Bruta Fija Capital	Eq. Durable prod.	Constr.	F. Bruta Fija Capital	Eq. Durable prod.	Constr.
Tasas de crecimiento (promedio)										
Financieramente integrados		2,3%	3,4%	2,2%	7,5%	11,7%	4,7%	3,5%	5,6%	2,4%
Industrial	brasil	0,9%	-0,7%	2,1%	6,2%	11,5%	2,4%	2,2%	1,9%	2,4%
	mexico	6,6%	12,2%	4,8%	6,0%	7,6%	5,3%	3,7%	9,7%	0,6%
Min. y petroleo	chile	1,5%	3,1%	0,7%	12,1%	20,1%	6,8%	5,8%	8,3%	4,6%
	colombia	-4,1%	-4,3%	-5,3%	14,4%	19,8%	11,8%	7,8%	8,7%	5,7%
	peru	-1,8%	-4,1%	-0,4%	15,6%	22,5%	11,2%	7,2%	8,9%	6,1%
Agro-industria	Uruguay	-5,0%	-6,8%	-3,4%	13,1%	14,3%	13,4%	6,4%	-0,9%	10,4%
Financieramente poco integrados		-3,0%	-3,6%	-2,4%	20,4%	28,5%	14,5%	3,3%	5,1%	2,3%
Agro-industria	Argentina	-5,5%	-7,1%	-4,4%	22,0%	31,2%	15,9%	5,9%	8,3%	3,7%
Min. y petroleo	Venezuela*	0,8%	1,7%	0,6%	18,1%	24,5%	12,5%	-0,9%		
LAC8		**1,5%**	**2,4%**	**1,6%**	**9,3%**	**14,1%**	**6,1%**	**3,5%**	**5,5%**	**2,4%**
Tasas de crecimiento (acumulado)										
Financieramente integrados		8,2%	18,7%	6,2%	54,7%	94,2%	34,2%	17,2%	22,6%	13,2%
Industrial	brasil	3,2%	-5,8%	8,5%	48,3%	95,0%	23,2%	10,7%	4,1%	13,4%
	mexico	28,1%	74,5%	14,6%	40,2%	56,4%	33,3%	18,4%	48,1%	3,8%
Min. y petroleo	chile	6,2%	11,2%	3,2%	85,2%	173,0%	39,8%	23,7%	12,2%	28,9%
	colombia	-30,4%	-32,3%	-36,1%	94,9%	143,9%	70,3%	48,8%	42,4%	37,3%
	peru	-11,3%	-25,4%	-2,1%	122,4%	202,4%	80,8%	21,1%	21,5%	20,7%
Agro-industria	Uruguay	-42,0%	-58,3%	-26,4%	127,3%	122,8%	124,8%	21,9%	0,5%	28,4%
Financieramente poco integrados		-25,6%	-29,9%	-21,4%	176,3%	271,9%	114,9%	3,6%	5,4%	3,9%
Agro-industria	Argentina	-45,3%	-57,2%	-36,4%	133,4%	239,5%	75,6%	7,7%	8,9%	6,4%
Min. y petroleo	Venezuela*	5,2%	12,7%	2,0%	244,8%	324,1%	177,4%	-2,7%		
LAC8		**3,4%**	**11,9%**	**2,3%**	**71,7%**	**119,1%**	**45,5%**	**15,4%**	**20,1%**	**11,8%**

Fuente: elaboración propia en base a CEPAL.

Consideremos en primer lugar la información sobre el esfuerzo inversor. En la comparación con el periodo 1996-2002, a partir del año 2003 se registra un incremento el esfuerzo inversor en toda la región. Entre 2003 y 2008, la inversión fue del 19,5% del PBI y para el periodo 2010 y 2015 de 22,1% del PBI. En la comparación entre países se observan algunos elementos adicionales. Por el lado de los países financieramente integrados, Colombia resultó ser el país que más expandió el esfuerzo inversor en maquinarias y equipos sobre el PBI, de 6% en entre 1996-2002 al 9,4% en el periodo 2010-15. Entre los financieramente menos integrados esta la Argentina con una expansión de la participación de la inversión en maquinarias y equipos en 1,9% puntos porcentuales, del 5,1% del PBI en 1996-2002 al 7% del PBI entre 2003-08.

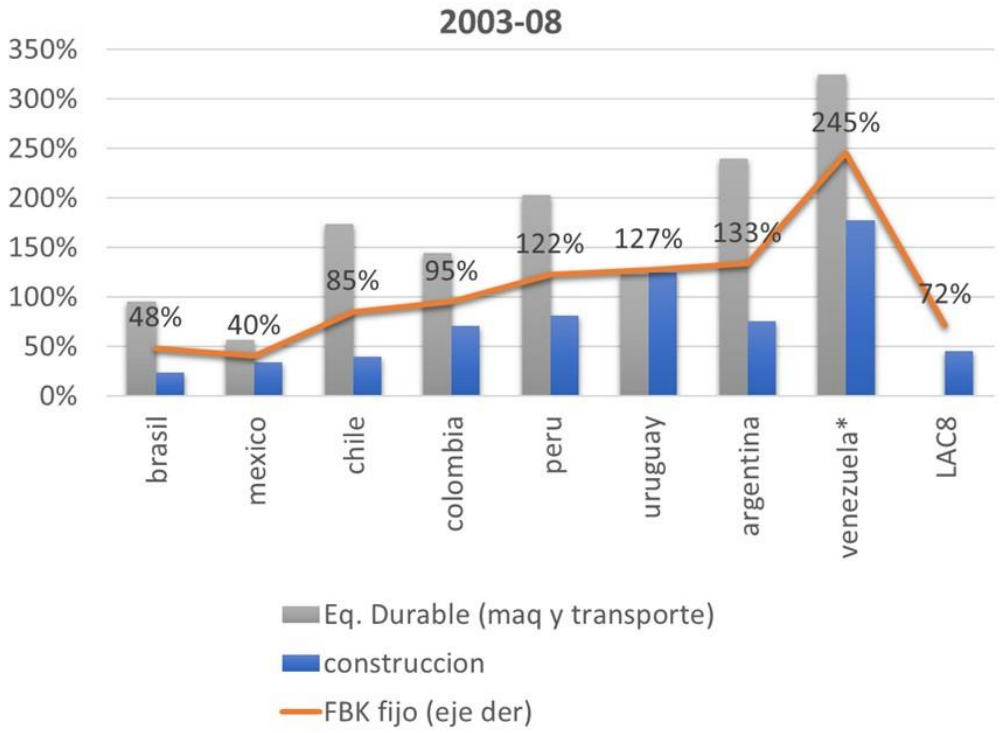
En el caso de la composición de la FBK, tanto medido en términos del PBI como en participación sobre la FBK total, la construcción continuó siendo el componente de mayor peso en la inversión total para toda la región. Sin embargo, se observa una perdida de peso a manos de las maquinarias y equipos. Desde la perspectiva del peso sobre el PBI, mientras que en el periodo 1996-02 la inversión construcción representó el 12,5% del PBI, para el periodo 2003-08 y 2010-15 fue del 12%. Como complemento de ello, la inversión en maquinaria y equipo creció del 6,3% del PBI para el periodo 1996-02 al 6,4% del PBI en 2003-08, y el 7,2% del PBI en 2010-15. De manera similar, al considerar la participación sobre la inversión total, el peso de las maquinarias y equipos creció del 33,4% en el periodo 1996-2002 al 35,4% en 2003-08 y 38% en el periodo 2010-15. Este aumento en la intensidad de la inversión en maquinarias y equipos en la tercera etapa estuvo mayormente liderado por los países financieramente más integrados. A nivel nacional, el país que más expandió la participación de las maquinarias y equipos sobre la inversión total fue Brasil, con un crecimiento de 7,2 puntos porcentuales para todo el periodo (de 28,1% sobre el total de FBK en 1996-02 a 35,3% del FBK para 2010-15). Por el contrario, en Perú la inversión en maquinarias y equipos cayó en 2 puntos porcentuales en términos de la FBK total entre 1996-02 y 2010-15 (de 41,4% en 1996-02 a 39,5% en 2010-15).

En cuanto las tasas de crecimiento promedio, durante los años 2000 se registró una mayor tasa de crecimiento en comparación con la etapa anterior. Allí se observan dos etapas. Primero, la inversión aceleró su dinámica de crecimiento promedio del 1,5% para 1996-02 al 9,3% en 2003-08. Luego de 2008 cayó a 3,5% en 2010-2015, aunque se mantuvo por encima del promedio del periodo anterior.

En la comparación entre países se observan que si bien todos desaceleraron su tasa de crecimiento después de 2009, los países financieramente menos integrados lo hicieron de manera más brusca. Durante la etapa 2003-08, la Argentina resultó ser la de mayor tasa de crecimiento de la inversión con una expansión promedio anual de la FBK 22% mientras que México tuvo el desempeño más moderado con un crecimiento promedio anual de la FBK 6%. Para el periodo 2010-15 el peor desempeño lo tuvo Venezuela con una caída promedio anual de la FBK de 0,9% y el mejor desempeño lo tuvo Colombia con un crecimiento promedio anual de la FBK de 7,8%.

Consideremos ahora la tasa de crecimiento acumulada medida como la diferencia entre los niveles de inversión entre el comienzo y el final del periodo. Para el periodo 2003-08, el componente que más crecimiento acumulado registró fueron las maquinarias y equipos. De a acuerdo a los grupos, los países financieramente menos integrados fueron los que más aumentaron la inversión, con un crecimiento acumulado 176%. En el caso de Venezuela la inversión creció un 245%, donde la construcción creció un 177% y los equipos durables de producción un 324%; en el caso de Argentina un 133% en donde la construcción creció un 76% y los equipos durables un 240%. Los países financieramente menos integrados tuvieron un buen desempeño, aunque algo menor, en especial los exportadores de bienes industriales. En el periodo 2003-08 el caso de Brasil la inversión total creció un acumulado del 48%, con un crecimiento del 95% de las maquinarias y equipos y 23,2% la construcción, en el caso de México un 40,2% con un 56,4% las maquinarias y un 33,3% la construcción. Para el resto de los países, el desempeño fue mejor, aunque menor que el de Argentina y Venezuela. Entre ellos se destaca la economía uruguaya donde en el acumulado 2003-08 la inversión creció un 127%, con un crecimiento del 122% de las maquinarias y los equipos y un 124,8% de la construcción. Por último, están las economías mineras y exportadoras de combustibles financieramente integradas, como son Chile, Colombia y Perú. En el caso de Chile, la inversión creció en el acumulado un 82% con las maquinarias y equipos creciendo un 173% y la construcción un 39,8%, para Colombia el crecimiento acumulado dela inversión fue del 94,9% con un crecimiento de las maquinarias y equipos del 144% y de la construcción del 70,3%, para Perú la inversión creció un acumulado de 122,4% en el total de la inversión con un 202% de maquinarias y equipos y un 80% la construcción. Una síntesis de estos indicadores se presentan en el gráfico 4.2 a continuación.

Gráfico 4.2 Crecimiento de la FBK según tipo de activo y país. Años 2003-08.

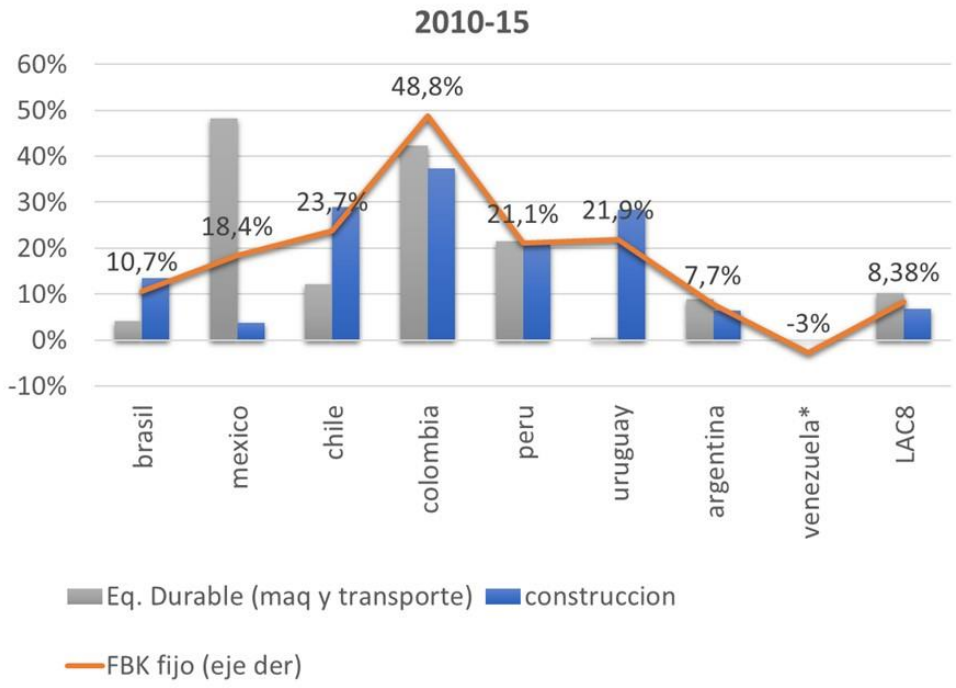


Fuente: elaboración propia en base a CEPAL

Para el periodo 2010-15 la inversión registró un desempeño acumulado sustancialmente menor. Los países financieramente poco integrados fueron los más afectados. Entre 2010 y 2015 el aumento acumulado en la FBK de los países financieramente menos integrados fue solo del 3,6% en tanto que para los países financieramente más integrados fue del 17,2%. A nivel de países Venezuela registró un balance negativo con una caída acumulada del 2,7%. Junto con ello, Argentina resultó ser el segundo país con menor crecimiento de la inversión, con un crecimiento acumulado del 7,7%, donde las maquinarias y equipos crecieron un 8,9% y la construcción un 6,4%. Por el lado de los financieramente integrados, Colombia se ubica en el primer lugar con un crecimiento acumulado de la inversión del 48,8%, desagregado en maquinarias y equipos con un 42,3% y construcción con un 37,3%, seguido de Chile con un crecimiento acumulado de la inversión 23,7% desagregado en maquinarias y equipos con 12,2% y construcción con un 28,9%, Uruguay con un crecimiento acumulado del 22% que se compone de una fuerza desaceleración en maquinarias y equipos con un crecimiento acumulado del 0,5% y de la construcción 28,4%; Perú con un 21,1% en donde las maquinarias y equipos crecieron

un 21,1% y la construcción un 20,7%; y México, donde la inversión acumulada creció un 18,4% en donde las maquinarias y equipos crecieron un 48,1% y la construcción un 3,8%. En el caso de Brasil, se registra una fuerte desaceleración en la acumulación siendo en todo el periodo el país financieramente integrado que menos crece, con un crecimiento de la FBK acumulada de 10,7%, donde las maquinarias y equipos crecieron un 4,1% y la construcción un 13,4%. En este caso, la caída se debe fundamentalmente a lo sucedido en 2015. Tras el estallido del "lava-jato" se registró la fuerte caída de la IED del 23% en 2015, la inversión privada cayó un14% y las transferencias de capital del sector público cayeron un 86% (CEPAL, 2015).

Gráfico 4.3 Crecimiento de la FBK según tipo de activo y país. Años 2010-15.



Nota: Venezuela información año 2015 no disponible

Fuente: elaboración propia en base a CEPAL

4. Muestra y fuentes de información

4.1. ¿Por qué balances de empresas? El enfoque de las fuentes y usos brutos de la hoja de balances

Una característica del trabajo empírico de este capítulo tiene que ver con la utilización de una base de datos construida a partir del microdatos de balances de empresas. Esto tiene una serie de consecuencias metodológicas y operativas que vale la pena destacar.

En cuanto a lo metodológico, tal grado de desagregación permite la adopción de un enfoque analítico de flujos brutos para la hoja de balance. Este tipo de enfoque plantea una desagregación de las operaciones reales y financieras que realiza una firma y que tienen su correlato en el registro contable en el fujo de caja.

En el cuadro 4.2 a continuación se presenta un esquema simple de fuentes y usos brutos estandar de las operaciones que mayoritariamente realiza una firma. Como particularidad, se opto por incluir entre los nombres de las operaciones la descripción de variables según el formato presentado por la base de datos de *Reuters-Worldscope.* Esto permitirá al lector establecer conexiones entre este esquema y la presentación empírica posterior.

En cuanto a las fuentes brutas de fondos, estas se componen de fuentes reales y variación de stocks. Entre los flujos, aparecen los comerciales y financieros[55]. Entre los comerciales tenemos principalente el resultado operativo (ventas – costos). Entre los flujos financieros, las ganancias por corbro de intereses, operaciones cambiarias o dividendos de otras empresas. En el caso de la variación de stocks, aparece el aumento del pasivo por emisión de deuda u acciones, y la disminución del activo por liquidación de stocks o venta de otros activos.

En el caso de los usos brutos, también hay flujos y stocks. En el caso de los stocks de la economía real, la empresa podría aumentar la inversión productiva o acumular de inventarios. En el caso de los stocks financieros, se encuentra la acumulación de efectivo, inversiones de corto plazo (menor a 1 año) o inversiones financieras de largo plazo (títulos públicos o empresas no controladas). Respecto a los flujos, la empresa podría pagar deuda, distribuir dividendos o disminuir el apalancamiento neto.

[55] Nótese que al utilizar la denominación “flujo” en realidad no se está contraponiendo ninguna distinsión entre “flujo bruto” y “flujo neto” sino que se hace referencia a la variable flujo dentro de la fuente bruta de ingresos versus el uso bruto de ingresos.

Cuadro 4.2 Esquema de fuentes y usos de la hoja de balance.

Beneficios operativos	Fuentes comerciales	Flujos	Fuentes Brutas
FX ganadas	Fuentes financieras		
Intereses ganados			
Dividendos ganados			
Emision de deuda en USD	Variación del pasivo	Variación stocks	
Emision de deuda en ML			
Emision de acciones			
Venta inventarios u otros activos	Variación del activo		
Aumento inventarios	Actividad real	Variación stocks	Usos brutos
Inversión (plantas y equipos)			
Efectivo	Actividad financiera		
Inversiones financieras corto plazo			
Otras financieras no corrientes			
Pago intereses de deuda	Pagos financieros	Flujos	
Pago dividendos			
Pago deuda neto			

Fuente: elaboración propia.

Las consecuencias de este abordaje analítico son numerosas. En primer lugar, nótese que el resultado neto de las fuentes brutas siempre se corresponde con algún uso bruto. Es decir, si existieran beneficios operativos, la empresa puede decidir distribuir dividendos, invertir más, retener las ganancias como liquidez interna o reducir pasivos. De modo que el beneficio nunca queda en el aire, sino que tiene como contrapartida un registro financiero. Por el contrario, si la empresa necesita recursos líquidos para la inversión la firma puede decidir vender activos acumulados en el pasado o tomar nueva deuda. Esto hace que este esquema compatible con un marco analítico stock-flujo consistente[56].

En segundo lugar, y vinculado a lo anterior, el enfoque de los flujos brutos presenta con mayor claridad la estrecha interreración entre la estructura financiera de la firma y las decisiones de inversión. La acumulación de activos financieros puede potenciar la

[56] Para ver un detalle de la construcción de este tipo de información para modelos macroeconómicos, puede consultarse Green y Murinde (2003).

inversión futura mediante mayores recursos líquidos en el siguiente periodo, mientras que la acumulación de grandes deudas puede deprimirla mediante pagos financieros. Incluso, si la rentabilidad de una inversión financiera fuese demasiado grande podría desalentar una inversión productiva (Orhanghasi, 2008).

En tercer lugar, mediante el registro de movimientos brutos es posible distinguir entre ahorro, financiamiento e inversión que cuando solo se consideran posiciones netas, elementos importantes de estas transacciones se pierden. Por ejemplo, si una empresa toma una deuda con el banco (incremento del pasivo) pero deja la totalidad de su inversión como un depósito a corto plazo (incremento del activo) la situación patrimonial neta de la firma y del banco quedaría saldada. Sin embargo, dos operaciones relevantes tuvieron lugar, y deberían ser tenidas en cuenta (Karwowski, 2018).

En cuarto lugar, el esquema analítico de los flujos brutos es una referencia metodológica directa a los modelos post-keynesianos de inversión y restricción de liquidez. Como veremos más adelante, elevada disponibilidad de liquidez al interior de la firma es un elemento central para determinar la inversión productiva (Fazzari y Mott, 1986). A modo de ejemplo, un crecimiento de los beneficios operativos produce un aumento de las fuentes comerciales, que incrementa las fuentes brutas de fondos, incrementando la disponibilidad de recursos líquidos con los cuales invertir productivamente.

En quinto lugar, y considerando el trabajo empírico posterior, el registro de micro-información contable resulta más preciso para el estudio de los canales de financierización en comparación con los trabajos que intentan identificar el fenómeno mediante variables agregadas como el tamaño o crecimiento del sector financiero (Palley, 2005; Karwowsky, Shabani y Stockhammer, 2017).

4.2. El trabajo con la base de datos

Consideremos ahora las características de la base de datos. La muestra estará compuesta por información contable anual de firmas no financieras (NFC) de Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México, Perú y Venezuela[57] para el periodo 2000 a 2015.

[57] La muestra no incluye información sistemática sobre Uruguay. Esto se debe a que la Bolsa de Valores de Urugay solo están listadas 7 empresas: Aluminios del Uruguay S.A., Areaflin S.A.- Parque Eólico Valentines, Cooperativa de Ahorro y Crédito, Frigorífico Modelo S.A. Gralado S.A., Industria Sulfúrica S.A., Pamer S.A. UNION AGRICULTURE GROUP S.A. Y tiene muy bajo volumen: en el mes de mayo

La fuente de información proviene de los estados financieros públicos estandarizados de NFC compilados en la base de datos *Worldscope-Reuters*. El trabajo con esta fuente de información es sumamente favorable ya que estandariza criterios algunas veces dispersos a lo largo de las distintas normativas nacionales, que permite contar con una base de trabajo homogénea sobre la cual realizar comparaciones y estimaciones. Se contará con información sobre variables reportadas el *flujo de caja*, el *informe de resultado* y el *balance de situación patrimonial* (que incluyen la tenencia de activos financieros y el grado de apalancamiento).

La muestra corresponde a firmas incluidas son empresas listadas en las bolsas de valores. La base de datos construida se trata de un panel desbalanceado ya que no hay continuidad en el reporte de algunas posiciones del balance o de las empresas reportantes. En este sentido, debe tenerse en cuenta que al tratarse de balances de empresas listadas en los índices bursátiles, para años más recientes hay una mejor la cobertura de información.

El grupo de empresas estará confirmado por NFC entendiendo a estas como todas aquellas empresas que no están vinculadas actividades de finanzas y seguros, instituciones de ahorro, bancos, broakers de crédito, bancos de inversión, agentes de bolsa, seguros de vida, médicos, ART, payday loans y otros, incluidos en los rubros 60, 61,62,63,64 y 67 de la clasificación SIC a dos dígitos. Es decir, la base de datos excluyó a empresas correspondientes a esas clasificaciones del registro.

Como es usual en los trabajos de bases de datos de descarga masiva, se excluyeron observaciones extremas o *outliers*. Para ello, y frente al riesgo que puede significar una observación relevante, se ha seguido el tratamiento usual de la literatura (Chirinko, Fazzari y Meyer, 1999; Orhangazi, 2008). En primer término, se excluyeron las observaciones en la cola de distribución. Para ello, se calcularon las medias de todas las variables relevantes en la forma presentada en la especificación contable de la estimación (ponderado por el stock de capital) para cada país , y luego, se eliminaron todas las observaciones cuyas medias cayeron en el percentil 1% y 99% de la cola de distribución maestral. En segundo término, se excluyeron firmas que registran resultados negativos para toda la muestra. En tercer lugar, se homogeneizó actividades cuando la misma

de 2019 se realizaron 530 transacciones totales por un valor USD 6,5 millones. Para ver el listado completo de países con cobertura en la base de datos puede consultarse“Worldscope country coverage” disponible en : https://blogs.cul.columbia.edu/business/files/2014/02/Worldscope-Coverage-Summary.pdf

empresa estaba en dos distintas[58]. En cuarto lugar, se excluyeron firmas que habiendo resultado inactivas no contaban con al menos cinco años de observaciones luego del año 2000. Finalmente, se excluyeron registros con incoherencias contable como intereses ganados negativos, ventas totales negativas, ventas iguales a cero con resultados operativos positivos, inversión exactamente igual a cero con resultados operativos positivos.

En cuanto a los años, la ventana total de observaciones de la base bruta abarca 1990 a 2015. Sin embargo, la base de datos original presenta un fuerte desbalanceo de cantidad de firmas sobre los cuales se tiene información durante los primeros 5 años. Esto se deba a dos razones. Primero, que el número de empresas listadas en los índices bursátiles para etapas más resientes es mayor. Segundo, la mayor capacidad del proveedor de datos de recopilar información histórica.

Como se observa en el gráfico 4.4 a continuación previo a 1995 la cantidad de empresas reportadas era menor a 340 firmas. Es decir, un 60% menor que el promedio de la muestra. Producto de ello, y para darle consistencia a la muestra, se decidió excluir a los años 1990 a 1994 del trabajo analítico y cuantitativo.

Gráfico 4.4 Número de firmas en el reporte original



[58] Esto sucedió con el banco Santander corresponde a finanzas y bancos, ARGOS corresponde manufactura-cementos

Fuente: elaboración propia en base a Worldscope-Reuters.

Respecto a variables adicionales, a la base de datos original se le agregaron una serie de variables no reportadas pero que son centrales para el análisis comparativo y agregado. Entre ellas se encuentra el tipo de cambio para cada país, el código de rama y actividad compatible con el código SIC y un detalle por tamaño de la firma. Asimismo, la especificación de las variables como se trabajará en la forma reducida empírica no venia de manera equivalente. Estas variables se calcularon específicamente para este caso.

La muestra quedó compuesta por de 22.073 observaciones, correspondientes a total de promedio de 806 firmas en 24 posiciones únicas provenientes de los estados contables. En el anexo se presenta un detalle completo de las variables y sus códigos de descarga de la base de datos.

4.3. Distribución sectorial de la muestra

Las firmas estas se agruparon a partir de la clasificación usual del SIC code a 4 dígitos según se trate de RRNN (agricultura, MOA, forestación, minería, petróleo y gas), construcción (residencial, empresarial y de servicios públicos), de manufactureras (excluye MOA y servicios de impresiones), sector servicios (ventas por mayor, ventas por menor y shopings, marketing y empresariales, salud, educación e ingenieria) o servicios públicos y transporte (electricidad, teléfono, agua y servicios sanitarios, transporte, televisión y telecomunicaciones). El detalle de los códigos se presenta en el cuadro 4.3 a continuación.

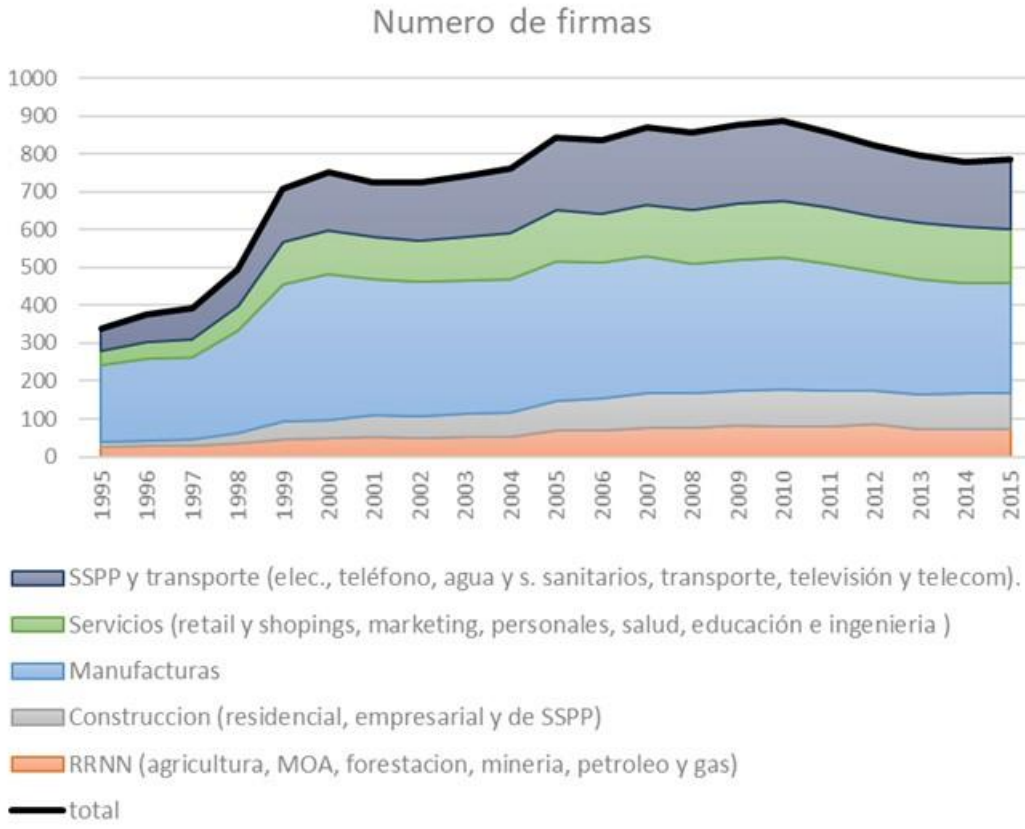
Cuadro 4.3 detalle de agrupamiento de actividades según SIC code a 4 dígitos

Actividad	**SIC code (cuatro dígitos)**
RRNN	111 al 1474 y 2041, 2042, 2043, 2044, 2075, 2079, 2911
Construcción	1521 a 1794 y 6512, 6513, 6519, 6531, 6552
Manufactura	2011 a 3965
Finanzas y bancos	6021 a 6411 y 6712 a 6799
Servicios	2711 a 2759, 5013 a 5999, 7011 a 9511
Servicios públicos y transporte	4011 a 4953

Fuente: elaboración propia en base United States Deparment of Labour www.osha.gov/data/sic-search

En el gráfico 4.5 a continuación se presenta el número total de firmas y su composición por rama de actividad. Como es de esperar, en los periodos más recientes se acumula un mayor número de observaciones. En el detalle por actividad la muestra estará compuesta mayoritariamente por firmas manufactureras. Tomando el promedio de observaciones, un 8,3% del total de las firmas corresponde a RRNN, 9,7% a construcción, un 43% a manufacturas, un 16% a servicios comerciales y un 22% de servicios públicos y transporte. A pesar de la que la cantidad de firmas cambia, la proporcionalidad de esta distribución se mantiene a largo de todo el periodo. Se destaca como a comienzos de los 2000s como aparecen firmas del sector de la construcción.

Gráfico 4.5 Número de firmas y detalle sectorial.



Fuente: elaboración propia en base a Worldscope-Reuters.

4.4. Representatividad por países

Además de lo anterior, un punto interesante es considerar la representatividad de las observaciones. Para decirlo brevemente, conocer las características que tenga la muestra en relación a la región y a cada uno de los países nos dará el ámbito de análisis sobre el cual se extraerán las conclusiones.

Comencemos por la distribución regional. Para que la muestra sea representativa, lo deseable sería que la distribución de observaciones tenga un correlato el PBI corriente para la cantidad de observaciones, generación del beneficio operativo o la participación de la inversión productiva sobre el total. Estos indicadores se presentan en el cuadro 4 a continuación.

Cuadro 4.4 Cantidad de firmas por países, beneficios operativos e inversión. En valores y % del total. Información para el año 2012.

	Cuentas nacionales		**Muestra**					
Pais	PBI corriente (mil usd)	%	Nro firmas[59]	%	Beneficios operativos (mill usd)	%	inversión (mill usd)	%
Argentina	581.431	10,6	80	9,8	7.075	3,2	10.393	4,9
Brasil	2.465.528	44,7	277	33,8	72.821	33,3	85.807	40,4
Chile	266.481	4,8	176	21,5	23.222	10,6	23.392	11
Colombia	370.575	6,7	59	7,2	13.903	6,4	8.740	4,1
México	1.201.094	21,8	107	13	82.232	37,6	51.432	24,2
Perú	192.650	3,5	106	12,9	6.756	3,1	6.896	3,2
Venezuela	381.286	6,9	15	1,8	12.919	5,9	25.584	12,1
Total	**5.510.310**	**100**	**820**	**100**	**218.929**	**100**	**212.244**	**100**

Fuente: elaboración propia en base a Worldscope-Reuters.

[59] Es el subtotal de observaciones para el año 2012

De observarse una distribución equivalente, Argentina debería participar en el 10,6% del criterio elegido, el 44,7% Brasil, el 4,8% de Chile, el 6,7% de Colombia, el 21,8% de México, el 3,5% de Perú y el 6,9% de Venezuela. En términos de la distribución del número de firmas, un 9,8% corresponde a Argentina, un 33,8% a Brasil, un 21% a Chile, un 7,2% a Colombia, un 13% a México, un 12,9% a Perú, 12,9% y venezuela un 1,8% versus el *benchmark* del Bajo la misma comparación, pero en términos de los *beneficios operativos* un 3,2% corresponde a argentina, un 33,3% a Brasil, un 10,6% a Chile, un 6,4% a Colombia, un 37,6% a México, un 3,1% a Perú y un 5,9% a Venezuela. En términos de los *inversión productiva* un 4,2 % corresponde a Argentina, un 40,4% a Brasil, un 11% a Chile, un 4,1% a Colombia, un 24,2% a México, un 3,12% a Perú y 12,1% a Venezuela.

Es decir, y tomando el PBI regional como criterio, la muestra tiene un leve sesgo hacia la sub-representación de países con mercados de capitales menos desarrollados y una sobre-representación de los países con mercados de capitales más desarrollados. Desde la óptica del número de observaciones, la muestra sub-representa la economía venezolana y sobre-representa la economía chilena y peruana; desde la óptica del beneficio operativo sub-representa la economía argentina y la brasileña, sobre representa la chilena y la mexicana; desde la óptica de la inversión productiva hay una sub-representación de Argentina y una sobre-representación de Chile.

Analicemos ahora la representatividad de las observaciones al interior de cada país. Para ello consideremos que porcentaje del beneficio empresarial e inversión productiva neutral esta representado por los indicadores agregados de cuentas nacionales. Es decir, mientras más representativa sea una mayor proporción de la información agregada será generada por la información de balances recopilada en la muestra. Esta información se resume en el cuadro 4.5 a continuación.

Cuadro 4.5 La representatividad de la muestra al interior de cada país. En moneda local en millones de corrientes y como % del total. Año 2012 y 2007 cuando corresponde.

	Excedente de la producción			Inversión		
país	**Cuentas nacionales (1)** (mill ml)	**Beneficios operativos contables** (mill ml)	%	**Formación Bruta de Capital** (mill ml)	**Plantas y equipos** (mill ml)	**%**
Argentina (2)	307.707	28.236	9,2	85.144	8.495	10,0
Brasil	626.898	190.737	30,4	350.684	78.914	22,5
Chile	24.833.971	12.346.635	49,7	13.318.756	3.055.845	22,9
Colombia	164.791.000	18.077.945	11,0	59.917.130	7.809.196	13,0
México (2)	1.027.864	247.704	24,1	1.952.619	177.570	9,1
Perú (2)	128.089	22.770	17,8	31.712	2.483	7,8
Venezuela (2)	67.697	1.722	2,5	46.362	1.002	2,2

Fuente: elaboración propia en base a CEPAL, INDEC y INEI y Worldscope-Reuters.

Notas: (1) La estadística corresponde a renta neta de la propiedad y de la empresa con fuente CEPAL: http://interwp.cepal.org/sisgen/ConsultaIntegrada.asp?idIndicador=2198&idioma=e. Argentina, México y Perú que corresponde excedente bruto de explotación de estadísticas nacionales. En el caso la fuente estadística es INDEC (https://www.indec.gob.ar/ftp/nuevaweb/cuadros/17/cgi_cuadro1.xls) y Perú es INEI (https://www.inei.gob.pe/estadisticas/indice-tematico/economia/)

(2) Año 2007

En el caso de los beneficios empresariales medidos como el excedente bruto de explotación o la renta de la propiedad y de la empresa, en la Argentina la información maestral corresponde al 9,2% de la información nacional, para Brasil el 30,4%, para Chile el 49,7%, para Colombia el 11%, para México el 24,1%, para Perú el 17,8% y Venezuela el 2,5%. Desde la óptica de la inversión, la muestra acumula información en torno 10% de la información agregada para la Argentina[60], el 22,5% para Brasil, el 22,9% para Chile el 13% para Colombia el 9,1% para México, el 7,8% para Perú y el 2,2% para Venezuela.

[60] Para tener una referencia la ENGE (Encuesta de Grandes Empresas) relevada por INDEC en Argentina pondera el 20% del agregado de excedente bruto de explotación y formación bruta de capital.

Es decir que a pesar de que la muestra incluye mayoritariamente grandes empresas listadas en los índices bursátiles, sucede que para los países con mercados de capitales más desarrollados como Brasil, Chile, México y Perú la muestra resulta aún más representativa del total de la economía que en aquellos de mercados de capitales menos desarrollados como Argentina y Venezuela.

4.5. Una clasificación por tamaño de las firmas

Un punto interesante para indagar también será el comportamiento diferencial que podría existir al interior del grupo de empresas. Esto es muy usual en los trabajos que estudian aspectos del comportamiento de la firma en base a microdatos contables.

A modo de ejemplo, Fazzari y Mott (1986) utilizan información de balances de firmas manufactureras para EEUU entre 1970 y 1982 y utilizan aperturas por tamaño de firma para indagar el efecto diferencial del beneficio según la posición dentro de la distribución del activo total de la muestra. Fazzari, Hubbard y Petersen (1988) estudian la dinámica de la inversión diferenciando en 3 tamaños de firmas como proxy para el acceso al mercado de capitales. Orhangazi (2008) estudia los canales de financierización y sus efectos en la inversión productiva en NFC de EEUU y divide a la muestra en 2 tamaños de firma. Davis (2017) indaga sobre los determinantes de la financierización en NFC de EEUU y encuentra que el tamaño de la firma es un elemento significativo para explicar la influencia de la estrategia de gestion corporativa orientada a los accionistas, mucho más influyente en las grandes empresas.

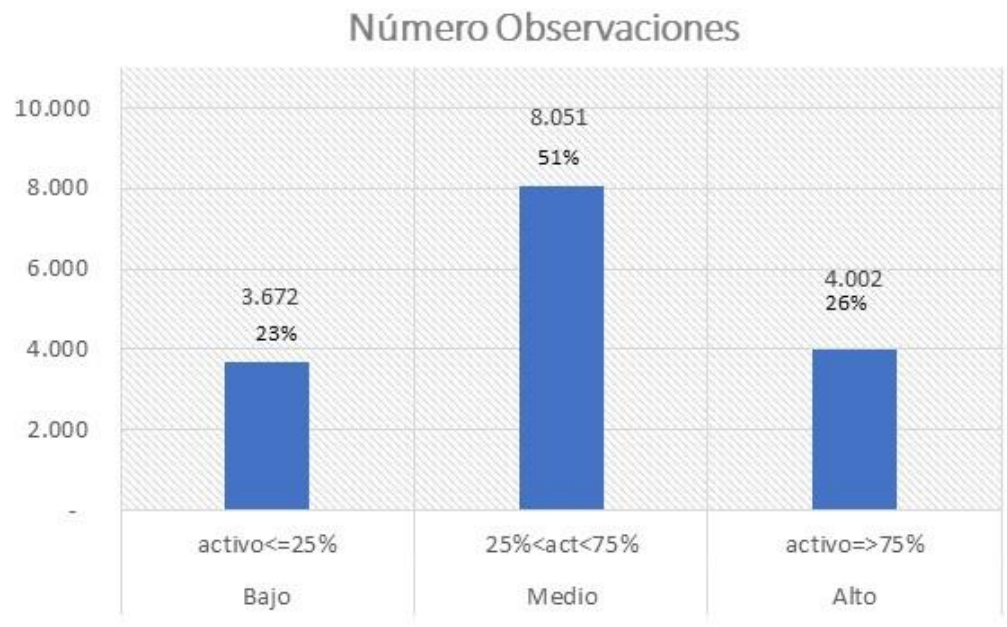
Para el caso de los canales nacionales de financierización, podría ser que existan comportamientos diferenciales entre empresas chicas, medias y grandes en torno a los beneficios operativos, la distribución de dividendos, los ingresos financieros, la participación de activos líquidos en la estructura financiera, entre otras varaibles, que valga la pena tener en consideración. Con este objetivo, la muestra se dividirá en tres tamaños de firmas: bajo, medio, alto. En el tamaño bajo corresponderá al 25% de menor tamaño activo de cada país (percentil 25). El tamaño medio corresponde a empresas que tienen un activo que supera el 25% del tamaño total por país y es menor al 75% tamaño mayor total para cada país (percentil 26 a 74). El tamaño alto corresponde a aquellas

firmas que se ubican dentro del 25% de mayor tamaño activo total para cada país[61]. Asimismo, se incluirá una subdivisión dentro del tamaño alto que se llamará tamaño muy alto, en donde se incluirán firmas en donde el activo se encuentra entre el 10% de mayor tamaño de cada país.

Nótese que la clasificación utiliza la clasificación con nombres "bajo", "medio" y "alto" y no "chico, "mediano" y "grande". Esto parece ser una sutileza pero en realidad refleja un punto que no es nada menor y es el tipo de empresas elegidas en la muestra. No se debe perder de vista que la muestra ya está compuesta por firmas listadas en los índices bursátiles nacionales por la naturaleza son firmas grandes dentro del país. Esto hace que el grupo de empresas ubicadas en el percentil 25 o el tamaño bajo del ordenamiento del activo ya forma parte del grupo de firmas grandes dentro del país.

Como se presenta en el gráfico 4.6 a continuación, la muestra esta mayoriamente por firmas de tamaño medio. Las firmas de tamaño bajo representan el 23%, las de tamaño medio el 51% y las de tamaño alto el 25%.

Gráfico 4.6 Número de observaciones la muestra según tamaño de la firmas



Fuente: elaboración propia en base a Worldscope-Reuters.

[61] Más allá de esto, no debe olvidarse que la muestra ya está compuesta por firmas listadas en los índices bursátiles nacionales, y aunque el percentil 25 sea el grupo de firmas chicas estas por su naturaleza ya forman parte del grupo de firmas más grandes dentro de cada país.

En cuanto a la distribución de observaciones por tamaño del activo y rama de actividad, el corte por tamaño resulta ser bastante homogéneo a los sectores. Solamente se observa que las firmas de tamaño alto tienen composición relativamente mayor de empresas de la rama servicios públicos y telecomunicaciones. Un resultado lógico pensando en el capital hundido que requieren muchas de estas actividades. Este detalle se presenta en el cuadro 4.6 a continuación.

Cuadro 4.6 Distribución del número de observaciones la muestra según tamaño de la firmas y tipo de rama de actividad

	Bajo activo<=25%		**Medio** 25%<act<75%		**Alto** activo=>75%		**Total**
Total	**3.672**	100%	**8.051**	100%	**4.002**	100%	**15.725**
%	*23%*		*51%*		*26%*		*100%*
RRNN	428	12%	797	10%	510	13%	1.735
construccion	353	10%	675	8%	123	3%	1.151
manufactura	1.866	51%	3.866	48%	1.326	33%	7.058
servicios	779	21%	1.243	15%	411	10%	2.433
servicios publicos	246	7%	1.470	18%	1.632	41%	3.348

Fuente: elaboración propia en base a Worldscope-Reuters.

Respecto a la distribución de observaciones por tamaño del activo y países, el tamaño de las empresas medidas en dólares corrientes varía mucho en cada uno. Como regla, se observa que los países financieramente más integrados tienen empresas de menor tamaño como valor inicial dentro de la muestra. Esto se debe a que al tener mayor número de empresas listadas en los índices bursátiles, es más común que empresas más chicas tengan acceso a una oferta pública de acciones. Este sería el caso de Chile, Brasil y México. Asimismo, téngase en cuenta que los tamaños máximos de cada categoría son correspondientes con cortes al interior del país, aunque no en la comparación entre países. Es decir, al considerar las firmas de tamaño dentro del total del tamaño chico podemos encontrarnos con algunos casos que para un país sea una firma chica y para otra una firma mediana. Por ejemplo, en Argentina las firmas medianas son aquellas con un capital superior a los 43 millones de dólares, y estas serían firmas de categoría baja en Brasil o México. Además, mientras mayor sea la mayor cantidad de observaciones, los saltos entre tamaños de categorías son menos abruptos. Por ejemplo, la empresa de mayor valor para

el tamaño bajo de Brasil es de 216 millones de dólares y el tamaño mínimo de la categoría media es 225 millones (4%), en cambio en Venezuela se pasa de 321 millones a 1.015 millones (216%).

Cuadro 4.7: tamaño del activo según percentiles. Numero de firmas para toda la muestra. Activo promedio, máximo y mínimo según valuación corriente y tipo de cambio promedio para el año 2015 En millones de dólares.

	Bajo				Medio				Alto			
	activo<=25%				25%<activo<75%				activo=>75%			
	Firmas	Promedio	Minimo	Maximo	Firmas	Promedio	Minimo	Maximo	Firmas	Promedio	Minimo	Maximo
	nro	*mill USD*	*mill USD*	*mill USD*	*nro*	*mill USD*	*mill USD*	*mill USD*	*nro*	*mill USD*	*mill USD*	*mill USD*
Argentina	363	17	2,34	33,1	769	284	43	720	390	5.324	1.035	39.260
Brasil	1.299	112	5,69	216,2	2861	958	225	2.446	1425	11.736	2.461	94.586
Chile	761	31	0,75	73,0	1636	498	78	1.329	843	6.641	1.342	23.451
Colombia	211	34	9,25	62,7	446	474	91	1.137	195	9.623	1.610	41.954
Mexico	588	254	6,01	511,2	1312	1.548	519	3.053	629	12.311	3.124	76.670
Peru	390	42	2,14	82,3	811	333	83	1.065	426	2.410	1.087	8.421
Venezuela	60	85,3	7,50	321,0	216	1.621	1.015	3.126	94	6.118	4.488	7.748
Total	**3672**	**92**	**0,75**	**511,2**	**8051**	**762**	**43**	**3.126**	**4002**	**8.438**	**1.035**	**94.586**

Fuente: elaboración propia en base a Worldscope-Reuters.

5. El canal de la financierización y los hechos estilizados de la financierización en base a información de los estados contables para LAC

Consideremos ahora los principales hechos estilizados de la inversión productiva y otras variables relevantes para la región durante la última década. En el cuadro 4.8 a continuación se presentan los promedios simples para el periodo 2000-2015 de ventas, beneficios operativos, inversión y el pago de dividendos sobre el stock de capital productivo (plantas y equipos), inversión sobre beneficios operativos y de activos financieros sobre activo total (ver detalle de variables en el anexo).

Por un lado, la tasa de ganancia y la tasa de inversión son bastante homogéneas para toda la región. La tasa ganancia (beneficios operativos brutos sobre el stock de capital productivo) es en promedio para la región del 34%, con una tasa de ganancia más baja en promedio en Venezuela del 20% más alta en Argentina con el 44%. En el caso de la inversión sobre capital productivo, el promedio regional se encuentra en torno al 15%, con Brasil cercano al 19% y Venezuela cercano al 11%.

Por el contrario, la tasa de reinversión, distribución de dividendos y la tenencia de activos financieros resulta heterogénea entre países. En cuanto a la distribución de dividendos sobre el capital, el promedio para la región es del 9%, Brasil, Chile y Perú con una a distribución de dividendos del doble que la Argentina. Asimismo, la tenencia de activos financieros como porcentaje del activo para el total de región es en promedio del 14%, aunque, Colombia y Brasil es cercano al 16% y Argentina, Chile y México cercanos al 10%. De modo que, los países de mercados de capitales más desarrollados participan más activamente en la distribución de dividendos y tienen una mayor proporción de activos financieros sobre el activo total.

Al considerar los valores absolutos, estas características se repiten. Al considerar distribución de dividendos totales, el 62% del total de dividendos regionales es pagado por empresas de Brasil, el 18% por empresas de México y el 6% por empresas de Chile. En cuanto a la tenencia de activos financieros totales, las empresas de Brasil acumulan el 61% del total regional, las de México el 18% y las de Chile el 6%. De modo que se observa con mayor claridad la heterogeneidad de los tamaños de los mercados financieros al interior de la región.

Cuadro 4.8 Estadística descriptiva para principales variables de los estados contables y financieros. Detalle por países y total LAC. Suma y promedios años 1995 a 2015.

	promedio simple						Totales							
	Ventas /capital	**Beneficios operativos /capital**	**Inversión /capital**	**Dividendos pagodos/ capital**	**Activos financieros/ activo total**	**Nº Obs**	**Activos totales**		**Dividendos pagados**		**Stock de capital**		**Activos financieros**	
		%	%	%	%		mill USD	%	mill USD	%	mill USD	%	mill USD	%
LAC	**3,82**	**32%**	**15%**	**9%**	**14%**	**11.266**	**26.731.338**	**100,0%**	**571.697**	**100,0%**	**13.205.307**	**100%**	**3.221.074**	**100%**
Argentina	4,48	39%	14%	5%	11%	1.142	1.111.349	4,2%	25.940	4,5%	651.859	5%	111.965	3%
Brasil	4,67	35%	18%	11%	17%	3.911	12.685.074	47,5%	351.561	61,5%	5.773.892	44%	1.950.380	61%
Chile	3,20	21%	12%	9%	10%	2.377	3.459.788	12,9%	35.637	6,2%	1.917.463	15%	332.760	10%
Colombia	2,80	21%	12%	7%	16%	670	1.214.551	4,5%	2.759	0,5%	530.931	4%	232.416	7%
Mexico	3,49	34%	13%	4%	12%	1.625	5.850.390	21,9%	103.664	18,1%	2.961.009	22%	501.626	16%
Peru	3,04	36%	13%	10%	11%	1.314	604.591	2,3%	30.227	5,3%	315.350	2%	50.404	2%
Venezuela	2,17	23%	11%	8%	15%	227	1.805.595	6,8%	21.908	3,8%	1.054.804	8%	41.523	1%

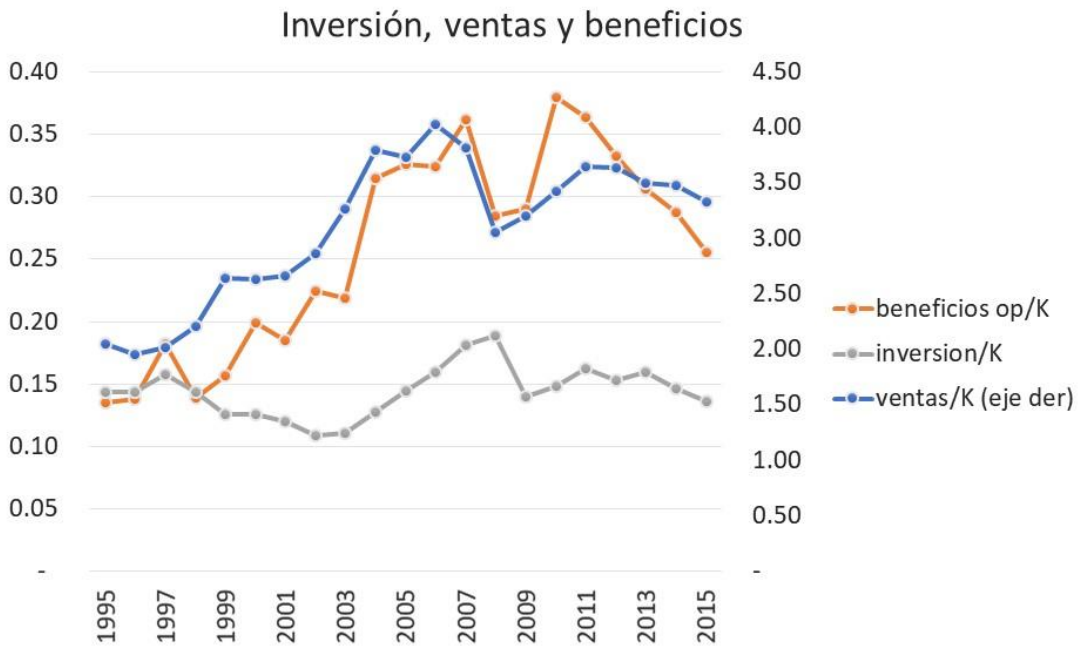
Fuente: elaboración propia en base a Worldscope-Reuters

Ahora analicemos la evolución de estas variables a lo largo del tiempo. A modo ilustrativo, se incluirá la década de noventas para tener una referencia en la comparación.

En el gráfico 4.7 a continuación se presenta la dinámica de la inversión productiva, los beneficios operativos y las ventas, todo en términos del stock de capital. De un modo general, se observa que la dinámica de las variables está muy vinculada a las etapas de crecimiento en la región identificadas en el capitulo 3 como son 2003 a 2008 y 2010 a 2015.

En el periodo que va 2003 al 2008 se registra un despegue de la inversión sobre el stock de capital que desde el 11% en 2003 a un máximo del 19% en 2008. Luego, y por el efecto de la crisis internacional, la inversión disminuye hasta el 14% en 2009. A partir de allí registra un estancamiento en torno al 15%. En el balance de la década, la inversión se mantiene entre 10%-20% , con valores máximos superiores a los máximos de la década del noventa. En segundo lugar están los beneficios operativos. Al igual que la inversión, el ciclo de crecimiento de los beneficios se inicia en 2003 y tienen su punto máximo en 2007 previo a la crisis internacional. Luego hacia 2010, las ventas rebotan y el beneficio registran una leve recomposición, aunque a partir de 2011 inician una tendencia a la baja que se mantiene hasta 2015. Entre 2000 y 2015, la tasa de ganancia operativa sobre el stock de capital es en promedio del 31,5%. Hacia el final de década era del 25% y resultaba superior al del promedio de la década de los 1990s.

Gráfico 4.7 Inversión productiva, beneficios operativos y ventas. Promedio LAC. Años 1995 a 2015.



Fuente: elaboración propia en base a información de registros contables de Worldscope-Reuters.

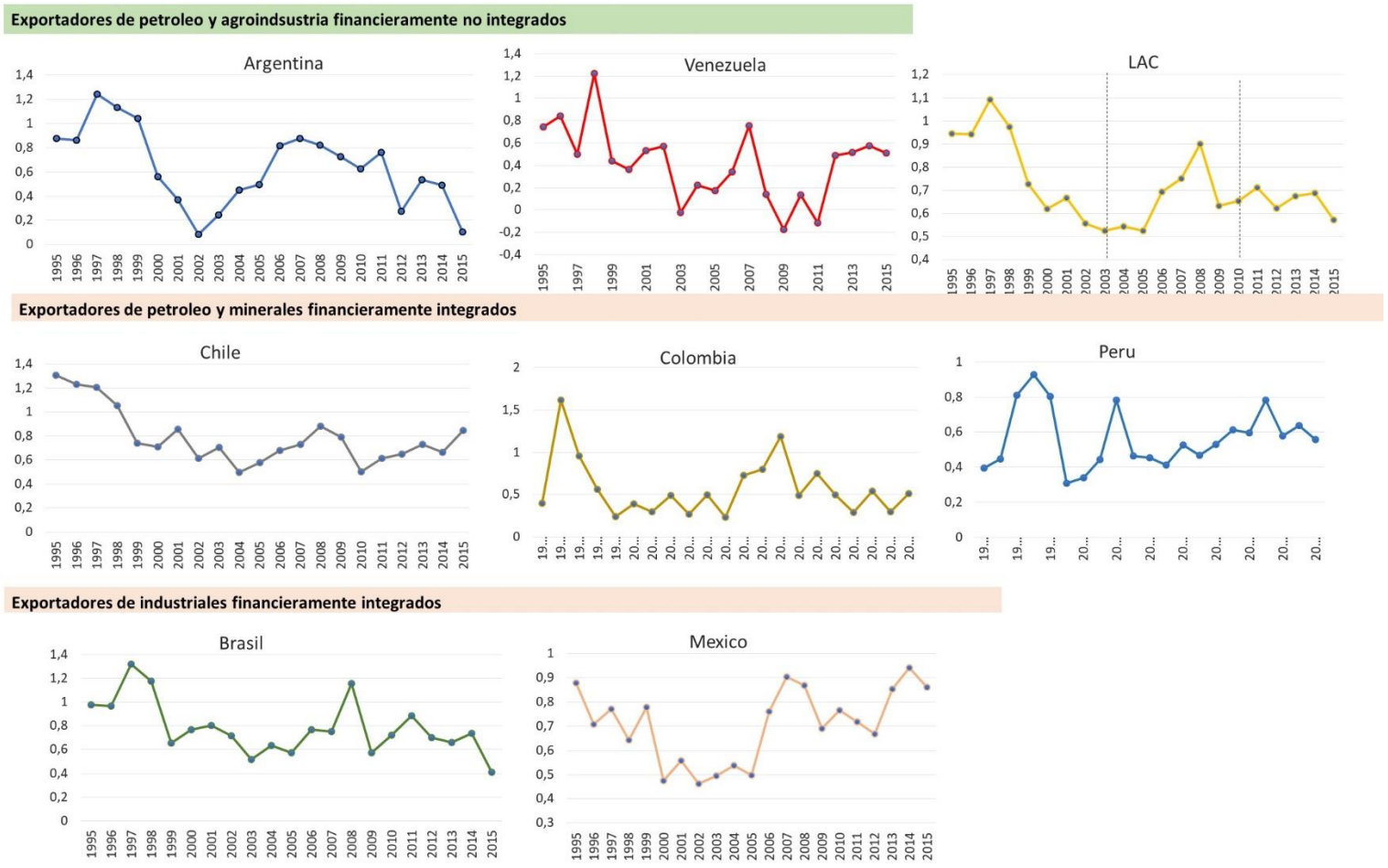
De modo que, durante los años 2000 y especialmente luego de 2009, la fuerte expansión de los beneficios operativos no fue acompañado de una manera equivalente por la inversión productiva. En el caso de que beneficios no se reinviertan productivamente podría suceder que los recursos para el financiamiento interno de la inversión se apliquen a usos financieros como la distribución de dividendos o compra de activos financieros (Lazonik y O'sullivan, 2000).

Una forma observar esto es a partir del ratio de reinversión de los beneficios, medido como la inversión productiva sobre los beneficios operativos. De manera simple, un aumento de ratio implica que la inversión productiva crece en mayor medida que el flujo de caja de beneficios, en tanto que una disminución da cuenta de una la inversión estancada en relación a un flujo de beneficios creciente.

Por un lado, en el gráfico 4.7 más arriba se presenta la dinámica de la reinversión de beneficios para la región y cada uno de los países. Allí se observa como para el periodo 1995 a 2015 la reinversión de beneficios tiene una tendencia decreciente, aunque es posible identificar tres tramos. Entre 1995 y 2003 la reinversión de utilidades registra una tendencia decreciente, entrede 2003 y hasta 2008 la tasa de reinversión se recupera

(aunque menor al máximo de la década anterior), y luego tras la caída en el año 2009, entre 2010 y 2015 la tasa de reinversión de beneficios permanece estancada. A nivel de los países, esta tendencia regional se registra en Brasil, Chile, Argentina, Venezuela y Colombia, en especial luego de 2012. Por el contrario, luego de 2012 en México y Perú tienen un ratio de reinversión inversión beneficios que aumenta.

Gráfico 4.8 inversión sobre beneficios operativos (tasa de reinversión). Promedio LAC8. Años 1995 a 2015.

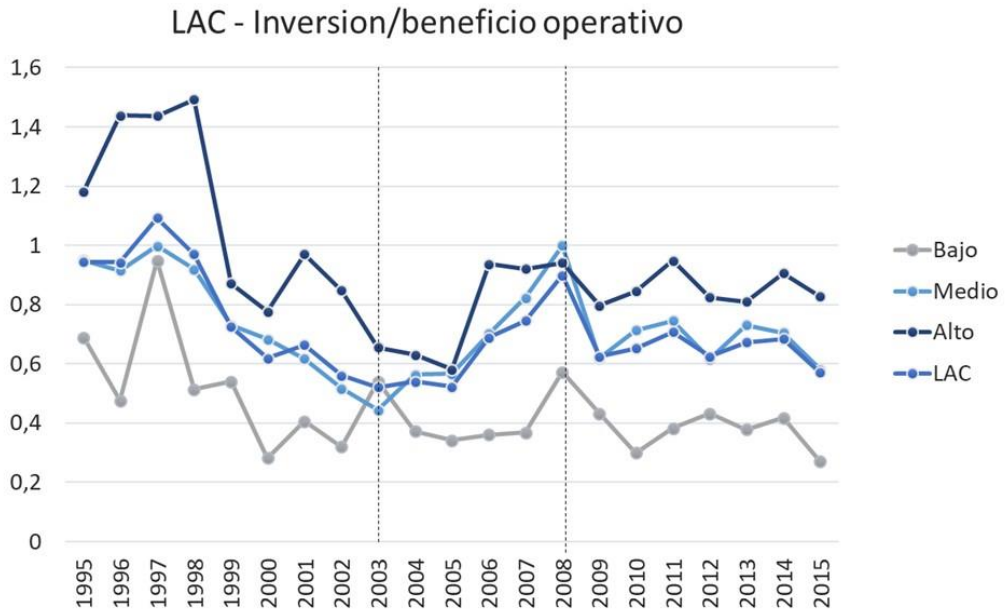


Fuente: elaboración propia en base a información de registros contables de Worldscope-Reuters.

Por otro lado, podría ser el caso que exista una dinámica específica del ratio de reinversión de los beneficios operativos dependiendo del tamaño de las firmas.

En el gráfico 4.9 a continuación se presenta el ratio de reinversión promedio y según tamaño de firma. Allí se pueden observar las mismas tres etapas, señaladas anteriormente. A nivel tamaño de firmas, el ratio de inversión es relativamente homogéneo. Como particularidad, se observa que entre 2003 y 2009 las firmas medias son las que tuvieron un ratio de inversión más elevado. Luego de 2011, las firmas del grupo de capital alto son las de mayor inversión. En el caso de las firmas de capital bajo, se encuentran con una tasa de inversión debajo de la inversión regional para toda la muestra.

Gráfico 4.9 Inversión sobre beneficios operativos según tamaño de firmas. LAC8. Años 1995 a 2015.

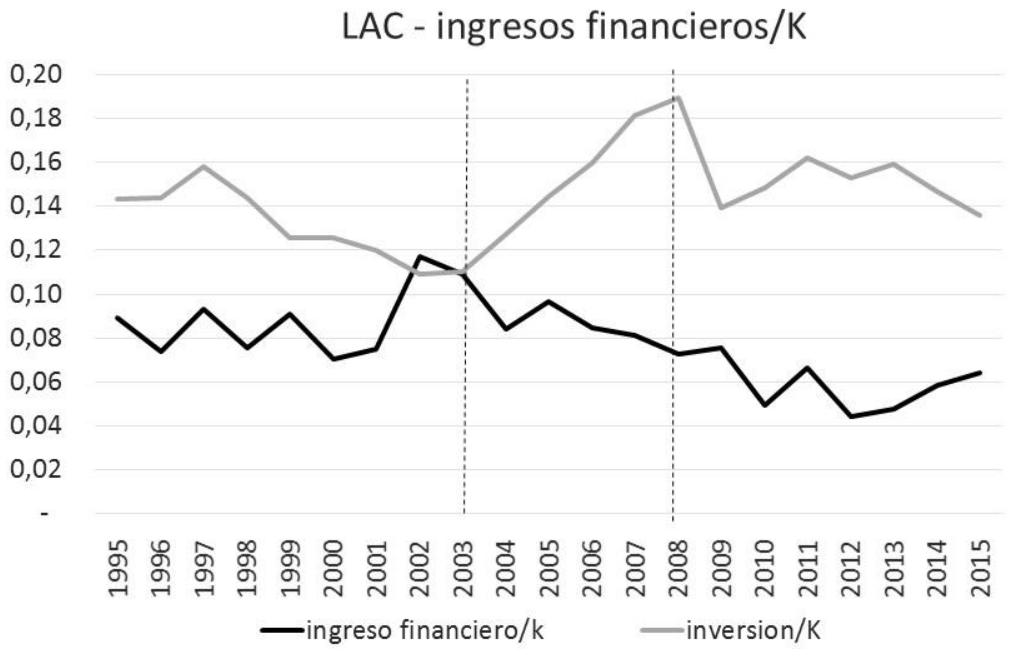


Fuente: elaboración propia en base a información de registros contables de Worldscope-Reuters.

De modo que a partir del enfoque de la dimensión nacional de la financierización existen tres canales que podrían dar cuenta de estancamiento de la inversión como son: A) el efecto desplazamiento por ganancias financieras, el drenaje de recursos por el pago de dividendos y la acumulación de activos financieros.

Por el lado de las ganancias financieras, la literatura el efecto desincentivo de las ganancias financieras sobre la inversión productiva (Dimenil y Levy, 2004; Orhangazi, 2008). En el gráfico 4.10 a continuación se presenta la dinámica de la inversión y los beneficios financieros (cobros de intereses y cobros de dividendos) sobre el stock de capital. A grandes rasgos, entre 1995 y 2015 el ratio de beneficios financieros se mantiene relativamente estable e incluso mostrando una leve tendencia decreciente luego del fuerte crecimiento entre 2001 y 2003. Consideremos que sucedido en relación a las tres etapas de la inversión. Entre 1995 y 2003 la inversión disminuye y los beneficios financieros aumenta. Por el contrario, entre 2003 y 2008 los beneficios financieros disminuyen y la inversión se incrementa. A partir de 2009, y especialmente luego de 2012, el ratio inversión se estanca en tanto que los beneficios financieros se incrementan.

Gráfico 4.10 Ingresos financieros e inversión. Promedio LAC. Años 1995 a 2015

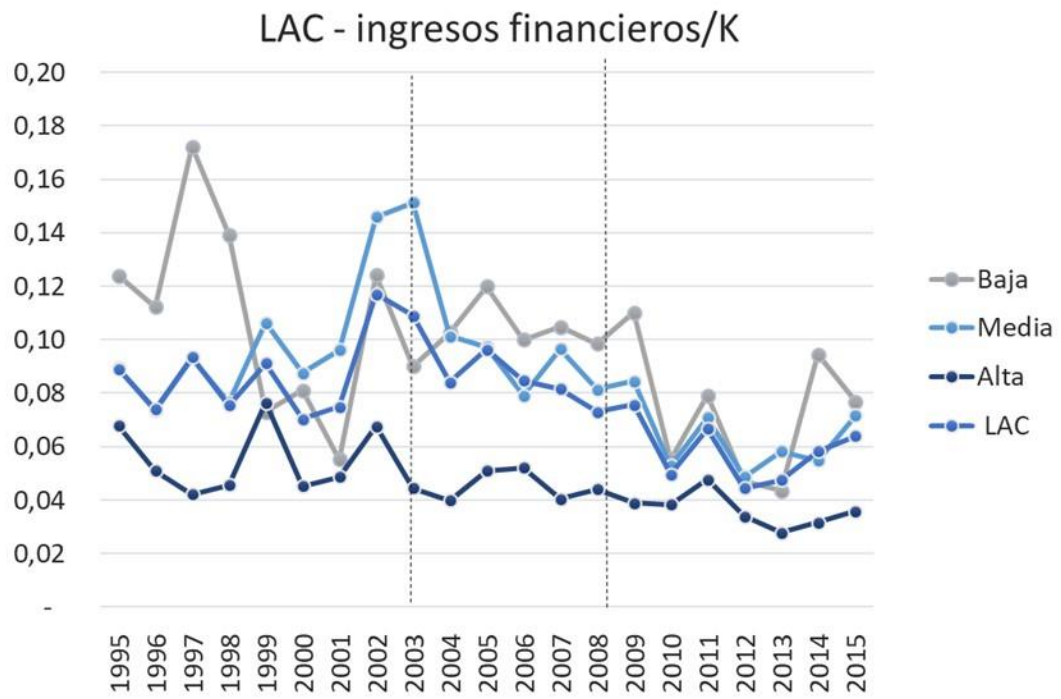


Fuente: elaboración propia en base a información de registros contables de Worldscope-Reuters.

En el gráfico 4.11 se presenta el ratio de ganancias financieras según tamaño de firma. En este caso, durante la etapa de crecimiento de la inversión 2003 a 2008 el grupo de firmas del percentil bajo y medio registran un crecimiento del beneficio financiero en tanto que las firmas del percentil alto el beneficio financiero se mantuvo relativamente estable. Luego de 2009, en el año 2013 se registra un repunte de los beneficios financieros para

todos los tamaños de firmas aunque sobresale una dinámica más marcada para las firmas del percentil 25. De modo que dependiendo del tamaño de la firma se observa cierta heterogeneidad en la dinámica de los beneficios, especialmente para el periodo 2003-08.

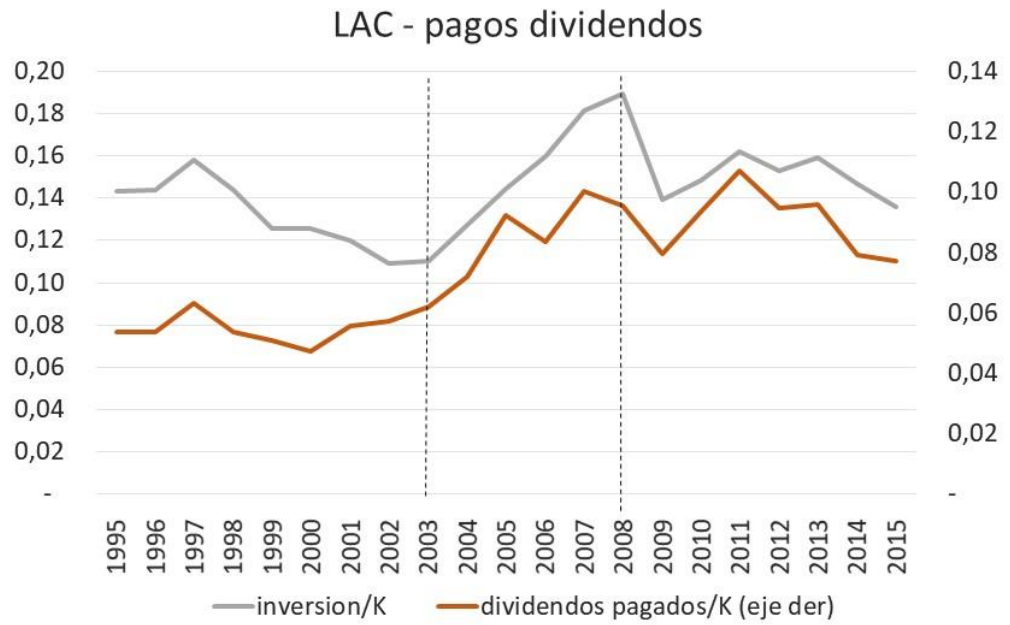
Gráfico 4.11 ganancias financieras según tamaño de firma y promedio LAC. Años 1995 a 2015



Fuente: elaboración propia en base a información de registros contables de Worldscope-Reuters.

En segundo lugar está la adopción de una estrategia de maximización del beneficio para los accionistas implica una presión por la distribución de dividendos, drenando recursos internos con los que financiar la inversión (Lazonik y O'sullivan, 2000). En el gráfico 4.12 a continuación se presenta la dinámica de inversión y el ratio de pago de dividendos sobre el stock de capital productivo. Para todo el periodo 1995 y 2015 se observa una tendencia creciente en el ratio de pago de dividendos, especialmente luego de los años 2000. Entre 1995 y 2003 el pago de dividendos crece de 5% en 1995 a 6% en 2002. Entre 2003 y 2008 la distribución de dividendos aumenta del 6% en 2003 a 10% en 2008. Hacia 2012 el ratio de distribución de dividendos alcanza su máximo y a partir de allí comienza a disminuir. Sin embargo, el mínimo de la tercera etapa es a niveles superiores que los de comienzos de los 2000.

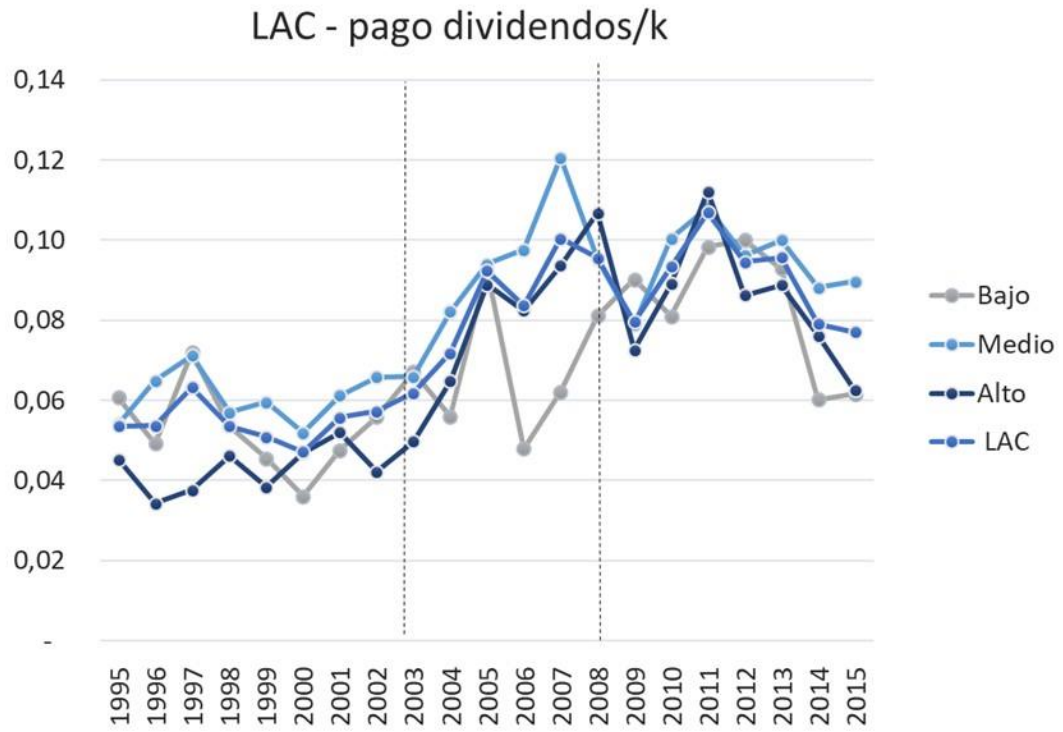
Gráfico 4.12 Pagos de dividendos e inversión productiva para LAC. Años 1995 a 2015



Fuente: elaboración propia en base a información de registros contables de Worldscope-Reuters

Ahora consideremos el pago de dividendos según tamaño de firma. Como se observa en el gráfico 4.13 a continuación, las firmas de mayor tamaño tienen un ratio más elevado de distribución de dividendos. En particular, para el periodo 2003 a 2008 se destaca el fuerte crecimiento de la distribución de dividendos para el tamaño medio y alto, en ratios que casi duplican al percentil bajo. Luego de 2012, si bien todas las firmas disminuyen el ratio de pago de dividendos, el percentil medio lo hace en un grado menor que el resto.

Gráfico 4.13 Pagos de dividendos según tamaño de firmas para LAC. Años 1995 a 2015



Fuente: elaboración propia en base a información de registros contables de Worldscope-Reuters

En tercer lugar se encuentra la tenencia de activos financieros versus el flujo de inversión. Aquí la relación puede ser tanto positiva como negativa. Por un lado, la acumulación de activos financieros es una fuente de acumulación de financiamiento interno para la firma, y como tal, es un elemento que relaja las restricciones financieras sobre las oportunidades de inversión (Syham Sunders y Myers, 2018). Por otro lado, entre los usos del beneficio operativo la acumulación de activos financieros compite con la inversión productiva.

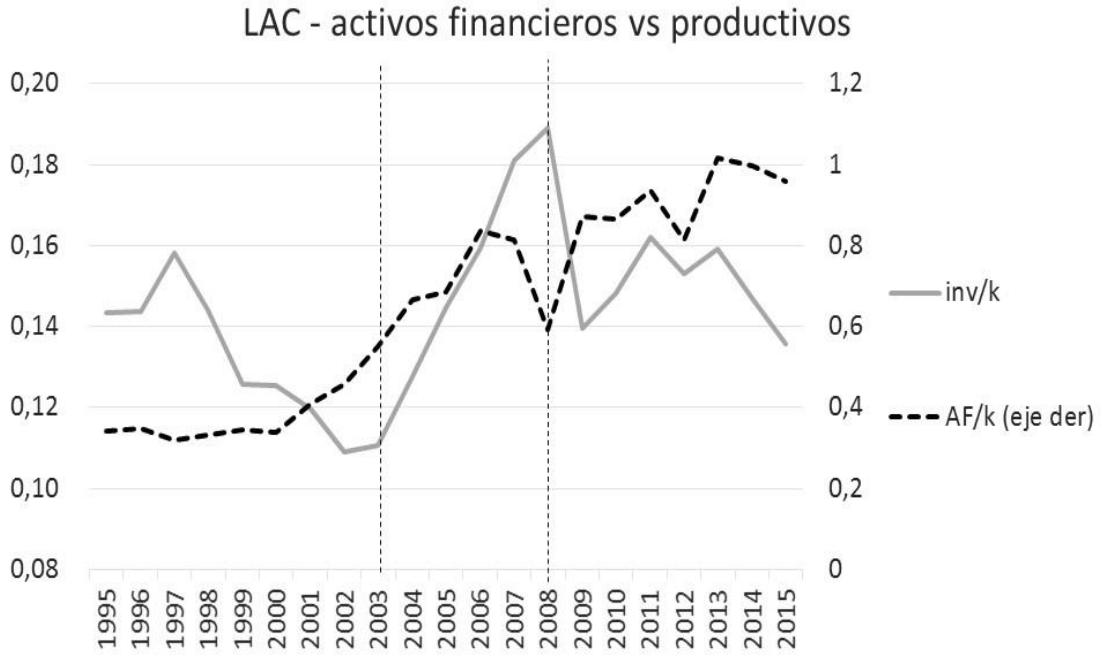
En este punto, la literatura de financierización se superpone otros trabajos de selección de estructura financiera de la firma y de externalidades del ciclo financiero global. La idea básica es que, en ausencia de oportunidades de inversión, una parte del excedente de productivo (o "exceso de ahorro") no se canaliza en nuevas inversiones, sino que se acumula precautoriamente en activos financieros líquidos (Perez Artica, 2013).

Junto con ello, la expansión del mercado global de deuda corporativa en dólares y los diferenciales de tasas de depósito domésticas ("carry trade") han sido un incentivo adicional para las grandes empresas para aumentar la tenencia de activos financieros en

sus balances (Rodriguez Bastos et al, 2015; Bruno y Shin, 2017). Volveremos sobre este tema en el capítulo 6.

En el gráfico 4.14 a continuación se presenta la dinámica de inversión y el stock de activos financieros (efectivo, activo financiero corriente y activo financiero no corriente) sobre el capital productivo en América Latina (ver detalle en el anexo). En términos generales, se observa que para todo el periodo 1995 a 2015 se registra una tendencia positiva en la tenencia de activos financieros sobre le capital productivo, en especial luego de los años 2000. En el periodo 2003 y 2008 se registra una asociación positiva entre activos financieros e inversión ya que la inversión productiva crece con los activos financieros. En 2008, el estallido de la crisis internacional deprime el valor de los activos financieros a la vez que el ratio inversión toca el máximo. Luego de allí, para el tercer periodo 2010-15, se rompe esta asociación positiva entre activos financieros e inversión ya que la tenencia de financieros continúa creciendo y la inversión cae.

Gráfico 4.14 Pagos de dividendos según tamaño de firmas para LAC. Años 1995 a 2015

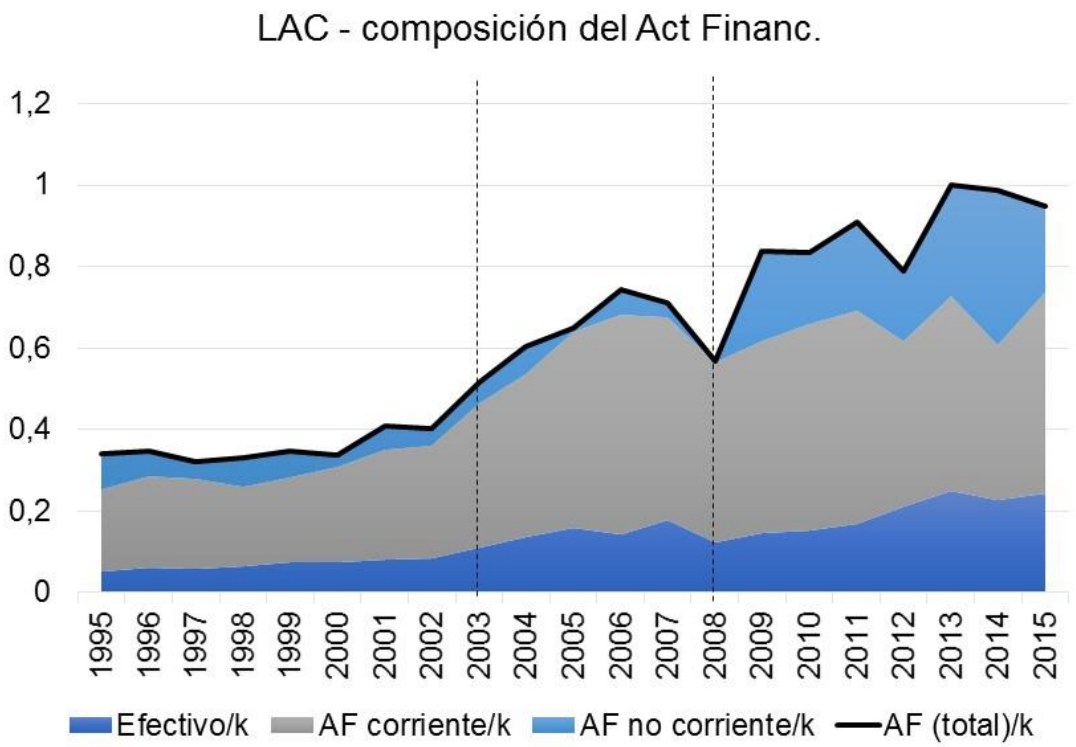


Fuente: elaboración propia en base a información de registros contables de Worldscope-Reuters

Un punto interesante es considerar que tipo de componente del activo creció más. En el gráfico 4.15 a continuación se presenta la misma dinámica agregada detallando su registro contable según se trate de efectivo (cash y equivalentes), activos financieros corrientes o activos financieros no corrientes[62]. A la par de la expansión de la tenencia de activos financieros en los balances se registra un cambio en su composición. En la comparación con el periodo 1995-2000, el ratio de activo financiero sobre capital productivo más que se duplicó y se incrementó significativamente la participación de inversiones financieras no corrientes (renta variable, títulos públicos y privados de largo plazo, fondos de inversión y otros). Para el periodo 1995-2002 el promedio para el ratio de activo financiero sobre capital productivo fue al menor 40% en tanto que su composición promedio era de 20% de efectivo, 63% activo financiero corriente y 17% de activo no corriente; entre 2003 y 2008 el promedio para el ratio de activo financiero sobre capital productivo fue 64%, compuesto en un 22% por efectivo 70% de activo financiero corriente y un 7% de activo financiero no corriente; entre 2010 y 2015 el promedio para el ratio de activo financiero sobre capital productivo fue 90%, compuesto en un 23% por efectivo 51% de activo financiero corriente y un 26% de activo financiero no corriente.

[62] Efectivo es depósitos a la vista (efectivo, cuenta corriente, fondos T+0). Activos financieros corrientes son: "Inversiones corto plazo" (Depósitos especiales en efectivo, fondos comunes de inversión en efectivo, fondos temporarios T+1) + "otras activos financieros corrientes" (plazos fijos, títulos de tesorería, cheques y depósitos a cuenta de terceros). Otras inversiones no corrientes: acciones de compañías (exceptuando acciones en subsidiarias consolidadas), títulos públicos y privados de largo plazo, fondos de inversión y otras inversiones financieras de largo plazo. Ver detalle en el anexo.

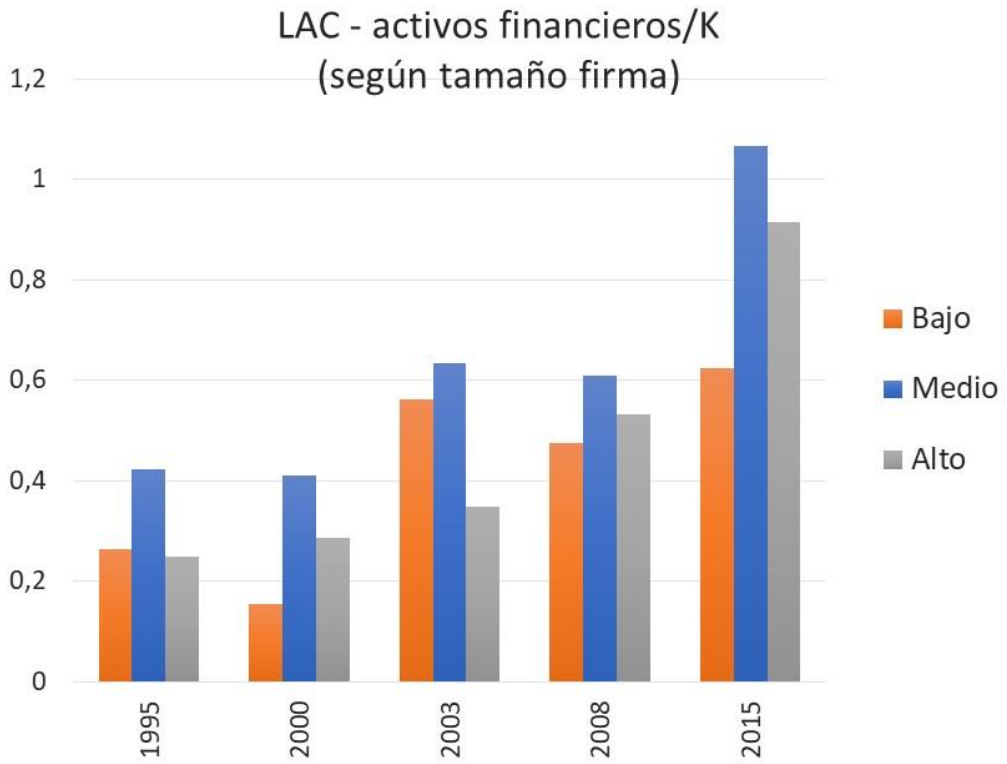
Gráfico 4.15 Activos financieros según su composición. Años 1995 a 2015



Fuente: elaboración propia en base a información de registros contables de Worldscope-Reuters

Además de lo anterior, el cambio en la composición del activo financiero tampoco fue homogéneo entre firmas. Como se observa en el gráfico 4.16 a continuación Allí se observa que las empresas incrementaron las tenencias de activos financieros en mucha mayor medida que las de los percentiles más bajos, especialmente luego de 2008. En el caso de las firmas del percentil 25 estas tenían un ratio de activos financieros sobre capital promedio de 56% para el año 2003 y se mantuvo en ese rango hasta 2015, en tanto que las firmas del percentil 51 incrementaron su ratio de activos financieros del 63% en 2003, a 60,9% en 2008 y 1,06% en 2015, las del percentil 75 de 33% en 2003 a 54% en 2008 y 88% en 2015 y las del percentil 90 de 28% en 2003 a 45% en 2008 y 88% en 2015.

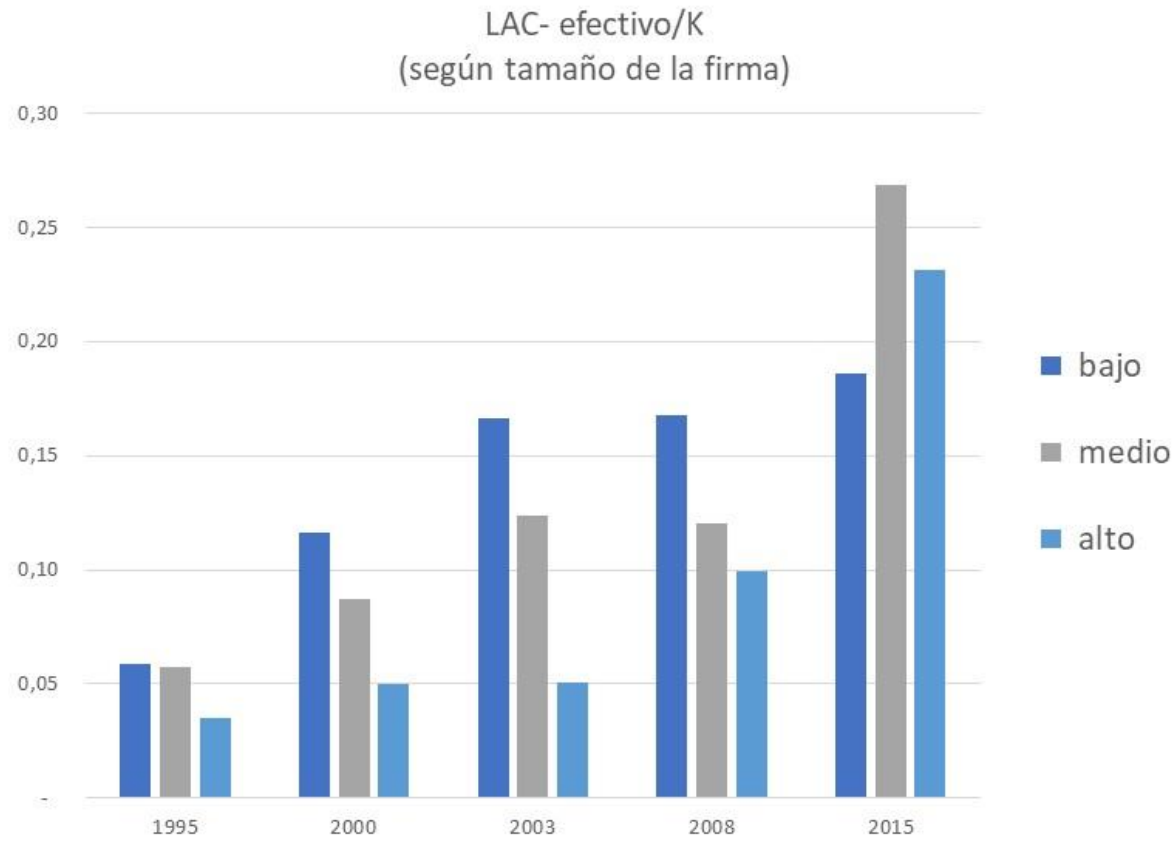
Gráfico 4.16 Activos financieros según tamaño de firmas para LAC. Selección años 1995 a 2015



Fuente: elaboración propia en base a información de registros contables de Worldscope-Reuters

Un punto que se destaca dentro de este proceso es la dinámica que tuvo la tenencia de efectivo dentro de las hojas de balance. En las empresas más grandes al tener un acceso más fluido a los mercados de crédito tienen una menor cantidad de activos líquidos inmovilizados. Sin embargo, luego de 2008 se observa un persistente aumento del aumento de efectivo en las hojas de balance de las empresas de percentiles mas grandes, llegando al caso extremo para 2015 tienen un ratio de efectivo más elevado que las de menor tamaño. Como veremos en el capitulo 5, esto esta vinculado a la colocación de deuda en los mercados internacionales. Como se observa en el gráfico 4.17 a continuación. las firmas del percentil 25 estas tenían un ratio de efectivo sobre capital promedio de 17% para el año 2003 y se mantuvo en ese rango hasta 2015, en tanto que las firmas del percentil 51 incrementaron su ratio de efectivo financieros del 12% en 2003, a 27% en 2015, las del percentil 75 de 5% en 2003 a 10% en 2008 y 23% en 2015 y las del percentil 90 de 4% en 2003 a 9% en 2008 y 29% en 2015.

Gráfico 4.17 Ratio promedio de efectivo y equivalentes sobre capital en la hoja de balances según tamaño de firmas para LAC. Selección años 1995 a 2015



Fuente: elaboración propia en base a información de registros contables de Worldscope-Reuters

6. Estimaciones

6.1. El modelo empírico

Para testear los efectos de la financierización sobre la inversión productiva en América Latina se seguirá la metodología estándar de determinantes de la inversión de los modelos de liquidez interna en la formulación de Fazzari y Mott (1988). Asimismo, y siguiendo las extensiones de Lazzonik y O'sullivan (2000), Orhangazi (2008) y Tori y Onaran (2018), entre otros, se incluirán como controles especificaciones relacionadas con la literatura de financierización como los ingresos financieros, los pagos de dividendos y la acumulación de activos financieros, entre otros.

Este tipo de abordajes es el más consistente para abordar el problema de la dimensión nacional de la financierización desde la perspectiva de la firma. En primer lugar, porque logra dar cuenta de la dimensión de no neutralidad de la estructura financiera de la firma sobre la determinación de variables reales. En segundo lugar, porque incorpora entre sus especificaciones el análisis de fuente y usos de los fondos, lo que le permite dar cuenta de las expectativas de ventas futuras, los beneficios operativos, la capacidad de tomar deuda, el pago de dividendos, el ingreso financiero, entre otras variables de interés. En tercer lugar, porque este abordaje lo hace fácilmente extensible a los criterios de los canales de la financierización que transmisión de la financierización que resultan de intereses para este capítulo.

En la figura 1 a continuación se presenta la forma reducida a testear. Luego se comentaran las variables y los signos esperados.

Figura 1 ecuación de inversión (estándar)

$$\frac{I}{K_{ict}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{I}{K}_{ict-1} + \alpha_2 \frac{V}{K}_{ict-1} + \alpha_3 \frac{\pi_{op}}{K}_{ict-1} + \alpha_4 Qtobin_{ict-1} + +\alpha_5 DEU_{ict-1} + \beta_1 \frac{div_p}{K}_{ict-1} + \beta_2 \frac{\pi_{fin}}{K}_{ict-1} + \beta_3 \frac{FA}{K}_{ict-1} + \gamma_1 PAIS + \gamma_2 YEAR + \Theta \ PA + \varepsilon_{ict}$$

Nota: I=Inversión en plantas y equipos productivos; K=stock total de plantas y equipos productivos; V=ventas; π_{op}=beneficios operativos; Qtobin=(capilización bursátil+total pasivos)/total activos; DEU=stock de deud; div_p=dividendos pagados; π_{fin}=beneficios financieros; FA=activo financiero total; PA=tamaño de firma; PAIS=país, YEAR=año; PA=percentil del activo; para cada i=firma; c=país, t=año.

It es la Inversión en plantas y equipos productivos, Kt es el stock total de plantas y equipos productivos, V las ventas; π_{op} son los beneficios operativos, es Q tobin_t Es una variable precio de la cotización bursátil de la empresa y suele identificarse como un proxy a las oportunidades de inversión con fondeo externo (emitir acciones para financiar una inversión), DEU es el stock de deuda de corto y largo plazo, div_p son los dividendos pagados en efectivo, π_{fin}=beneficios financieros, FA es el tamaño del activo financiero

agregado o en efectivo, activo corriente no efectivo y activo no corriente, PA=percentil del activo (tamaño de firma); PAIS=país, YEAR=año; para cada i=firma; c=país, t=año. En el anexo se presenta un mayor detalle de las variables, su descripción contable y su código de *Worldscope*. Para evitar problemas de unidades de medida todas las variable están escaladas por el stock de capital de la firma en cada periodo.

A grandes rasgos pueden identificarse tres grupos de variables que la ecuación están acompañados por un coeficiente diferente. Los coeficientes α identifican el conjunto de variables estándar en la literatura, los coeficientes β identifican las variables de financierización y luego γ son los vectores por país y año, y Θ es el vector de coeficientes de tamaño del activo según su percentil. Todas las variables dependientes se encuentran expresadas en términos del periodo anterior.

Respecto a la metodología de estimación, una breve consideración. Por un lado a la presencia de la variable dependiente largueada como regresor es una fuente potencial de autocorrelación. Por otro lado, al tratarse de datos de panel, podrían podría existir efectos idiosincráticos por firma. De tomarse una estrategia de estimación mediante OLS, habría resultados sesgados e inconsistentes. Asimismo, estos no se solucionan controlando por Efectos Fijos (sesgo de Nickel). Por ello, la mejor técnica para tratar esta posible fuente de endogeneidad es el *Método Generalizado de Momentos* (MGM) desarrollado por Arellano y Bond (1992). Esta metodología trabaja con las primeras diferencias para eliminar la heterogeneidad individual y utiliza la variable t-2 como instrumento para la variable en T, bajo el supuesto de la ausencia de autocorrelación con la primera diferencia del error. Ver mayor detalle en el anexo.

Considerando esto, las hipótesis a testear pueden resumirse en los signos esperados de los coeficientes de la forma:

Variables estándar: $\alpha_1 > 0;\ \alpha_2 > 0;\ \alpha_3 > 0;\ \alpha_4 > 0; \alpha_5 < 0$

Variables relacionadas con la financierización: $\beta_1 < 0;\ \beta_2 < 0;\ \beta_3 < 0$

Los signos esperados de las variables estándar se relacionan con los numerosos antecedentes identificados en la literatura empírica restricciones financieras e inversión

productiva (Meyers y Kuhn, 1957; Meyers y Gaubar, 1964; Fazzari, Hubbard y Petersen, 1988; Chirinko, Fazzari y Meyers, 1999; Bauman y Koepke, 2001)

En primer lugar, α_1 corresponde a la inversión en el periodo pasado. En este caso, dada la interracialidad de la inversión hace que inversión en el periodo pasado influya positivamente en la inversión en el futuro. En segundo lugar, α_2 corresponde a las ventas en el periodo pasado, la cual se se espera que influya positivamente en la inversión futura. Un efecto adicional que busca captar las ventas sobre el stock de capital es el grado de utilización de la capacidad instalada, debido a su elevada correlación[63]. En tercer lugar α_3 identifica el efecto de los beneficios operativos sobre la inversión, mayores beneficios operativos en el pasado implica un mayor grado de disponibilidad de fondos internos y por ende una mayor demanda de inversión. En cuarto lugar, α_4 es la Q-tobin que representa el precio de reemplazo en de una unidad de capital en en los mercados financieros y, de alguna manera, el hecho de incluirla como variable garantiza controlar por la evaluación del mercado de las oportunidades de inversión en la firma. En quinto lugar α_5 es el coeficiente que evalúa el ratio de deuda y lo que busca representar es el grado de fragilidad financiera de la firma. Mas allá de cierto nivel sucederá que el costo de refinanciar la deuda, la carga de intereses y el riesgo de que los inversores pierdan control de la empresa sea mayor y por ende el efecto sobre la inversión sea negativo (Minsky, 1975).

Luego, se encuentran las variables identificadas con los canales de financiarización. En primer lugar, β_1 identifica el pago de dividendos. Aunque podría darse el caso que los pagos financiaros sean percibidos con un aumento en la credibilidad, el desarrollo futuro de la firma y por ende con una mayo inversión, desde el enfoque de restricción de liquidez y financiarización se concibe que el aumento el ratio del pago de dividendos disminuye la disponibilidad de fondos de corto plazo para llevar adelante la inversión.

En segundo lugar, β_2 identifica los beneficios financieros (ingresos por intereses y dividendos en firmas no consolidadas). Aquí el resultado también puede ser en ambas direcciones, por un lado los ingresos financieros pueden ser una fuente de recursos que permiten financiar la inversión productiva, especialmente en las firmas de menor tamaño

[63] Siguiendo a Fazzar, Hubbard y Petersen (1988) no es posible obtener una medida aceptable de capacidad productva máxima en base a información financiera, y por ello, el efecto de la utilización de la capacidad instalada suele aproximarse mediante las ventas.

y acceso menos fluido a los mercados financieros, y por lo tanto los efectos sobre la inversión positivos. Por el otro, un mayor ingreso financiero implica que hay mayores ganancias en activos financieros que en activos reales, reciclando el beneficio dentro del mismo sistema financiero y deprimiendo la inversión.

En tercer lugar, β_3 es el coeficiente asociado a los activos financieros. De un modo general, podríamos pensar que los activos financieros son una competencia de los activos reales y por ello tendería a afectar negativamente la inversión. Sin embargo, algunos activos financieros muy líquidos como efectivo y sus equivalentes son el uso que se le da a la mayor liquidez interna de la firma. De hecho, en mercados de capitales imperfectos la tenencia de mayor cantidad de efectivo en las hojas de balance es una variable significativa y que afecta positivamente la inversión.

En este sentido, será relevante al momento de la estimación diferenciar estas variables entre el efectivo, los activos financieros corrientes y los activos financieros no corrientes. Es por ello que en una segunda instancia se estimará una forma reducida ampliada, tal como se presenta en la figura 2 a continuación.

Figura 2 ecuación de inversión (ampliada)

$$\frac{I}{K_{ict}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{I}{K}_{ict-1} + \alpha_2 \frac{V}{K}_{ict-1} + \alpha_3 \frac{\pi_{op}}{K}_{ict-1} + \alpha_4 Qtobin_{ict-1} + +\alpha_5 DEU_{ict-1} + \beta_1 \frac{div_p}{K}_{ict-1} + \beta_2 \frac{\pi_{fin}}{K}_{ict-1} + \beta_{31} \frac{CASH}{K}_{ict-1} + \beta_{32} \frac{AC}{K}_{ict-1} + \beta_{33} \frac{ANC}{K}_{ict-1} + \gamma_1 PAIS + \gamma_2 YEAR$$

$tal\ que\ \ PA = P_i$

Con Pi=Bajo | Medio | Alto

Nota: I=Inversión en plantas y equipos productivos; K=stock total de plantas y equipos productivos; V=ventas; π_{op}=beneficios operativos; Qtobin=(capilización bursátil+total pasivos)/total activos; DEU=stock de deud; div_p=dividendos pagados; π_{fin}=beneficios financieros; CASH=activo financiero liquido; AC=activo financiero corriente, ANC=activo financiero no corriente; PAIS=país; YEAR=año; PA=percentil del activo; para cada i=firma; c=país, t=año.

6.2. Resultados

Dada la forma reducida presentada en la figura 16 se corrieron cuatro grupos de regresiones A, B, C, D. En donde la regresión A es la mas general y las regresiones B a D buscan dar cuenta de algún detalle adicional respecto el percentil del tamaño del activo, el tipo de activo financiero o el recorte temporal de que se trate.

Comencemos por la regresión A la especificación estándar. Para el grupo de variables estándar en los modelos de restricciones de liquidez interna se encuentran los signos y las significavidades esperadas. La inversión, las ventas, lo beneficios operativos y la Q-tobin en el periodo pasado influyen positivamente sobre la inversión, en tanto que el nivel de deuda en el periodo pasado influye de manera negativa.

Por el lado de los canales de canales de financierización, los resultados en este punto parecen no aportar mucha información nueva. Contrario a lo esperado, los beneficios financieros y la tenencia de activos financieros influyen positivamente en lugar de negativamente sobre la inversión productiva; el pago de dividendos, aunque con signo negativo, resulta no significativo sobre la inversión productiva. En este caso, y sin mayores consideraciones, el cuadro 4.9 presenta un resultado decepcionante producto de que los canales de la financiarización ya que no tienen ni los signos ni la significatividad esperada en el caso de América Latina.

Cuadro 4.9 Determinantes de la inversión productiva en América Latina. Regresiones para especificaciones estándar. Grupo A.

	A
	ALL P , YEAR=1995-15
inv/k(t-1)	.4163639***
ventas/k (t-1)	.0040023***
phi_op/k (t-1)	.0209412***
DEU/k(t-1)	-.0029959***
tobin_q(t-1)	.0301137***
phi_f (t-1)	.0468541***
div_p (t-1)	-0,00793
FA/k(t-1)	.0094307***
PAIS	SI
AÑO	SI
Constante	-.4019714**
Obs	3688

nota: p-value (* 0.10 ** 0.05 *** 0.01)

Fuente: elaboración propia con información de estados contables de Worldscope-reuters

Sin embargo, del análisis gráfico de la sección anterior resulta relevante dar mayores especificaciones explotando la micro-informacion contable. Asimismo se exploraran una serie aperturas según el tamaño de la firma con el objetivo de indagar el efecto tamaño sobre los canales de financierización

En cuanto a las aperturas del activo financiero, se trabajará con criterios contables disponibles en información cruda como es la tenencia de efectivo, activo corriente (excluyendo efectivo) y activo no corriente[64]. En cuanto al tamaño de firma, se utilizaran las categorías de tamaño bajo, medio y alto siguiendo los criterios presentados en el apartado 4.4.

Los resultados en la regresión B recopilados en el cuadro 4.10 a continuación presentan este mayor detalle. En primer lugar, se observa que el set estándar de determinantes de la inversión conservan sus signos y significatividad más allá de la nueva especificación del activo o el mayor o menor tamaño de las firmas. Esto resulta ser algo positivo ya que otorga robustez a las estimaciones.

En segundo lugar, al observar el beneficio financiero, encontramos que para las firmas de tamaño alto se invierte el signo y la influencia de este en relación respecto las firmas de tamaño bajo y medio. En el caso de las firmas de mayor tamaño se observa el efecto *crowding out financiero*, es decir, las rentabilidades obtenidas en mercados desplazan parte de la inversión productiva. Para las firmas más chicas, en cambio, el efecto es el inverso ya que mayores ingresos financieros influyen positivamente sobre la inversión. Y lejos de ser algo inusual, es un efecto que se ha registrado de manera recurrente en la literatura empírica sobre determinantes de la inversión, ya que las firmas no financieras podrían utilizar parte de liquidez de caja de actividades para aumentar la inversión (Demir, 2009; Baud y Durant, 2012).

En tercer lugar, y de la misma manera, la diferenciación por tamaño resulta ser una dimensión relevante el efecto de los pagos de dividendos sobre la inversión. Los pagos de dividendos resultan ser significativos y afectan negativamente la inversion en el caso de las firmas de una posición alta dentro del activo, en tanto que el efecto es poco

[64] Respecto a los componentes de cada categoría, puede consultarse un mayor detalle de cada componente en el anexo cuadro 1.

significativo o tiene el signo contrario para la especificación general y las empresas de posición en el activo total media y baja.

En cuarto lugar, el tipo de activo también tiene un efecto distinto sobre la inversión. Al considerar los activos más líquidos como efectivo e inversiones corrientes (Cash y AC) que tienen un efecto positivo sobre la inversión, incluso en las firmas de posiciones altas en el activo. Y hasta se puede notar como el efecto es incluso mayor en las firmas de menor tamaño: en la comparación entre el percentil 25 y el 90 el efecto del efectivo sobre la inversión es hasta 3 veces mayor para las firmas más chicas. Esto es consistente con el planteo básico del enfoque post-keynesiano de restricciones financieras y liquidez interna (Fazzari y Mott, 1986).

En quinto lugar, al considerar las tenencias de activos no-corrientes (NCA) se observa un cambio en la influencia de los canales de financierización dependiendo del tamaño de la firma. Para firmas en escalones bajos del activo, las inversiones en NCA tiene un efecto positivo en la inversión. Pero, a medida que las compañías aumentan su tamaño, la tenencia de NCA afecta negativamente la inversión. Esta es evidencia del efecto sustitución adverso que la inversión financiera genera sobre la inversión productiva.

Es decir, existe una heterogeneidad de los canales de la financierización dependiendo del tamaño de la firma. Los beneficios financieros, los pagos de dividendos y la tenencia de activos financieros no corrientes afectan negativamente la inversión productiva, cosa que no sucede o sucede de manera inversa en las firmas de menor tamaño.

Cuadro 4.10 Determinantes de la inversión productiva en América Latina. Especificación ampliada. Grupo B. Años 1995 a 2015.

	B			
	YEAR=1995-15			
	TODOS	BAJO	MEDIO	ALTO
	(1)	(2)	(3)	(4)
inv/k(t-1)	.3699226***	.2496442***	.3049644***	.3331875***
ventas/k (t-1)	.0041989***	.0022515***	.0085998***	.0087346***
phi_op/k (t-1)	.0221298***	.038519***	.0063024***	.0663607***
DEU/k(t-1)	-.0073659***	-.0361805***	-.0067546***	-.0273096***
tobin_q(t-1)	.0319031***	.015295***	.0303366***	.0303365***
phi_f (t-1)	.0403037***	.2472145***	.0306797***	-.0179832***
div_p (t-1)	-0,0045233	0,0062396	.008077***	-.0254898***
CASH/k(t-1)	.0609111***	.1056945***	.0631282***	.0307219***
AC/k(t-1)	.0207696***	0,0008917	.0076155***	.034804***
ANC/k(t-1)	0,0031503	.2546911***	-.0050331***	-.0226244***
PAIS	SI	SI	SI	SI
AÑO	SI	SI	SI	SI
Constante	-0,0909011	0,061112	-.0956926***	.085023***
Obs	4403	415	2219	1769

nota: p-value (* 0.10 ** 0.05 *** 0.01)

Fuente: elaboración propia con información de estados contables de Worldscope-reuters

Adicionalmente, en el análisis gráfico de la sección 5 se observó una dinámica del conjunto de variables de intereses dependiendo del periodo que se trate. De modo que manteniendo la segmentación por tamaño del activo y el detalle de instrumentos financieros la especificación C y D indagan las submuestras de los periodos 2000 a 2008 y 2009 a 2015.

En el cuadro 4.11 a continuación se presenta la estimación para el grupo C que corresponde al periodo 2000 a 2008. Por un lado, el set de variables de determinantes estándar presenta la significatividad y los signos esperados. Como detalle, puede notarse cierta perdida de información hace que la desagregación por percentiles algunas la significatividad para el beneficio operativo que pierde significatividad en las firmas de ingreso medio.

Por otro lado, al considerar los canales de la financierización como es el beneficio financiero, pago de dividendos y activos financieros no corrientes se observa la misma efecto no linealidad que para la especificación B. Como dimensión particular de la

especificación C, se observa que en el periodo 2000 a 2008 el efecto negativo del pago de dividendos y las ganancias financieras es mayor que el registrado para todo el periodo, dando una idea de que estos canales de la financierización profundizaron luego de los 2000. Además, el efecto adverso de la acumulación de NCA tambien observa en las firmas de tamaño medio.

Cuadro 4.11 Determinantes de la inversión productiva en América Latina. Regresiones para especificaciones grupo B y C.

	B	C			
	TODOS, YEAR=1995-15	2000<=YEARS<=2008			
		TODOS	BAJO	MEDIO	ALTO
	(1)	(1)	(2)	(3)	(4)
inv/k(t-1)	.3699226***	.2903624***	0,0109931	.2171974***	.270979***
ventas/k (t-1)	.0041989***	.006071***	.005396**	.0158406***	.0179518***
phi_op/k (t-1)	.0221298***	.0628579***	.1160317***	-0,0049948	.0736182***
DEU/k(t-1)	-.0073659***	-.0082363***	-0,0156197	-.0063719***	-.0474485***
tobin_q(t-1)	.0319031***	0,0033283	-0,0274309	-0,0013386	.0186251***
phi_f (t-1)	.0403037***	.0179918*	-0,0456522	.0267686***	-.0469856***
div_p (t-1)	-0,0045233	-.0318568*	0,2490902	-0,0044547	-.0574187***
CASH/k(t-1)	.0609111***	.0650405***	0,1255199	.0689403***	.0323962***
AC/k(t-1)	.0207696***	.0243153***	0,0192786	-.0075337**	.0458592***
ANC/k(t-1)	0,0031503	-0,0038594	0,3356704	-.078202***	-.0070574***
PAIS	SI	SI	SI	SI	SI
AÑO	SI	SI	SI	SI	SI
Constante	-0,0909011	0,3336348	.4124136*	-0,0432167	-.0662028*
Obs	4403	1942	134	939	869

nota: p-value (* 0.10 ** 0.05 *** 0.01)

Fuente: elaboración propia en base a Worldscope-Reuters.

En el cuadro 4.12 a continuación se presenta la estimación para el grupo D que corresponde al periodo 2009 a 2015. El set estándar variables estándar mantienen los resultados esperados. Además, y como test de robustez adicional, el pago de dividendos y la inversión financiera en activos no corrientes preservan el efecto no lineal dependiendo del tamaño de la firma. Sin embargo hay particularidades que valen la pena destacar.

En primer lugar, se observa una desaparición de canal crowding out del ingreso financiero sobre la inversión productiva para todos los tamaños de firmas. Igualmente, se han corrido regresiones incorporando una diferenciación para tamaños de firmas que se encuentran

más allá del percentil 90 del activo y el resultado de ingreso financiero es robusto incluso más allá de 2009. Y este efecto resulta algo decepcionante, sobre todo porque una parte del periodo coincide con el boom del "carry trade" en la región. Pero, como parte de este efecto puede estar captado por la variable de activos no corrientes cuya significatividad es la mayor para toda la muestra.

En segundo lugar, se observa la profundización de los efectos negativos de la tenencia de activos financieros no corrientes sobre la inversión productiva tanto para firmas de tamaño medio como de tamaño alto. En el caso de mayor tamaño, el coeficiente de la estimación es hasta 10 veces mayor en relación al periodo 2000 a 2008. De algun modo, la signficatividad total registrada en la regresión B viene dada luego de 2009.

En tercer lugar, el efecto negativo del pago de dividendos es menor al del periodo anterior. Esto podría deberse a que el año 2009 fue recesivo y el crecimiento regional desde el 2012 ha sido muy menor al de la década anterior, especialmente en Brasil.

Cuadro 4.12 Determinantes de la inversión productiva en América Latina. Regresiones para especificaciones grupo A y D.

	B	D			
	TODOS, YEAR=1995-15	YEARS>=2009			
		TODOS	BAJO	MEDIO	ALTO
	(1)	(1)	(2)	(3)	(4)
inv/k(t-1)	.3699226***	.3800998***	0,0584535	.329839***	.266793***
ventas/k (t-1)	.0041989***	0,0018159**	.0066323***	.0039426***	.0013184***
phi_op/k (t-1)	.0221298***	-0,0042077**	.0145043**	.0101964**	.0450902***
DEU/k(t-1)	-.0073659***	-0,004845**	-.0166081***	-.0080288***	-.0020828***
tobin_q(t-1)	.0319031***	.0349538***	.0227124**	.0348203***	.0346631***
phi_f (t-1)	.0403037***	.0671979***	.2103487***	.1314553***	.066838***
div_p (t-1)	-0,0045233	-0,0056818	.0667927**	0,0095937	-.0331715***
CASH/k(t-1)	.0609111***	.0606699***	.1383127***	.0630123***	.0431096***
AC/k(t-1)	.0207696***	.0229694***	-.0052333**	.0075602***	.0196204***
ANC/k(t-1)	0,0031503	-0,0021531	.2012596***	0,0012837	-.0591159***
PAIS	SI	SI	SI	SI	SI
AÑO	SI	SI	SI	SI	SI
Constante	-0,0909011	-10.74588*	0,0462604	0,3731056	-2,361696
Obs	4403	1868	204	970	694

nota: p-value (* 0.10 ** 0.05 *** 0.01)

Fuente: elaboración propia

7. Conclusiones

En este capítulo se buscó comprender la dinámica de la formación bruta de capital en la región durante la última década considerando al ritmo y el patrón de inversión productiva en capital fijo es un elemento central para comprender la dinámica económica.

De un modo general, este capitulo contribuye entender mejor los vínculos entre financiamiento e inversión de las NFC y brinda soporte empírico que cuestiona la tradicional dicotomía entre lo financiero y lo real.

Del análisis de los agregados sobre la formación bruta de capital se observa que durante los años 2000 la región mejoró su performance inversora en relación a la década anterior. Entre 2003 y 2008 la inversión equivalió al 19,5% del PBI y para el periodo 2010 y 2015 la inversión equivalió al 22% en relación al 18,8% del periodo 1996 a 2002. El otro aspecto positivo es el crecimiento que tuvo el peso de las maquinarias y equipos en toda la década que del 33,4% del total de la inversión en el periodo 1996-2002 al 35,4% en 2003-08 y 38% en el periodo 2010-15. En términos de desempeño entre grupo de países, durante el periodo 2003 a 2008 los países financieramente menos integrados crecieron mas y así lo hizo la inversión con un 20,4% versus un 7,5% de los financieramente integrados. Sin embargo, para el periodo 2010 a 2015 medido por el crecimiento acumulado y la intensidad de la inversión en maquinarias y equipos los países financieramente más integrados lo hicieron mejor.

Del análisis de la información de los estados contables se desprenden varios resultados interesantes que hasta el momento no habían sido consideradas con suficiente detalle al estudiar la dimensión nacional de la financierización en América Latina.

Es importante destacar que dadas las características de la fuente de información, tiene un componente de grandes empresas un leve sesgo a sobre representar a los países financieramente más integrados. Por ello, al tratar la dimensión del tamaño de empresas debe tenerse presente que la porción de aquellas que identificamos como empresas chicas o en la distribución baja del activo muestral, son empresas listadas en índices bursátiles y con parte de su activo en oferta pública de acciones. Es decir, empresas grandes.

Del análisis de gráfico y de estadística descriptiva, se observa que los países de mercados de capitales más desarrollados y financieramente más integrados distribuyen proporcionalmente y en términos absolutos mayores dividendos y acumulan

comparativamente mayor cantidad de activos financieros en su balance. Junto con ello, al considerar la dinámica de la inversión productiva desagregada es posible observar que desde los años 2000, y con mayor fuerza desde 2007-08, LAC8 registra un crecimiento de los beneficios operativos que no que se traducen en ampliaciones del capital productivo. Vinculado con esto, se han encontrado distintos canales vinculados a la financierización como es la distribución de dividendos, los beneficios financieros, la acumulación de activos financieros que parecen dar cuenta de lo sucedido, especialmente luego de los años 2000.

Esta inquietud dio paso a un estudio cuantitativo que permita indagar con mayor profundidad la relevancia de los canales de la dimensión nacional de la financierización sobre la inversión productiva en la región. Haciendo uso la información contable desagregada y la posibilidad de distinguir entre fuentes y usos de la liquidez se optó por trabajar con los de modelos post-keynesianos del enfoque de restricción de liquidez para el estudio de los determinantes de la inversión e incoporarle posibles canales de financierización para evaluar su relevancia. De alguna manera lo que se busca con esta estimación es dar cuenta de la validez de la dimensión nacional de la financierización en América Latina.

En línea con los trabajos estándar sobre el tema, el set usual de controles de la inversión productiva como son la inversion en el periodo pasado (inercialidad), las ventas (utilización de capacidad instalada), el beneficio operativo (liquidez interna) y la q-tobin (percepción del mercado sobre oportunidades de inversión) y el apalancamiento (deuda) resultaron significativos y con el signo esperado. Además de ello, se testearon canales de transmisión de la financierización.

Como novedad, la estimación registró una no linealidad en los principales canales de transmisión de la dimensión nacional dependiendo del tamaño de la firma. En el primer caso, el beneficio financiero que para el agregado del tamaño de las firmas tenían signo positivo, sin embargo, al distinguir entre distintos tamaños invierte el signo y la influencia de este en relación respecto las firmas de tamaño bajo y medio. En segundo término, para pago de dividendos sucede algo similar. Mientras que resultaba no significativo para el agregado de firmas, se vuelve significativo y con signo negativo para las firmas grandes, lo que significa que un mayor pago de dividendos impacta negativamente en la liquidez interna y la inversión. Ambos canales tienden a acentuarse luego de los años 2000. En tercer término, se observó una heterogeneidad en como la configuración de la estructura

financiera afecta la inversión productiva. Mientras que la tenencia de efectivo en las hojas de balance influye positivamente en la inversión incluso en las firmas más grandes, la tenencia de activos financieros no corrientes afecta negativamente la inversión. Para el periodo posterior a 2009 este canal adverso se ve reforzado significativamente.

Al trazar un paralelismo con lo que sucede en los países centrales, se intuye la existencia un efecto negativo del pago de dividendos, las ganancias financieras y la tenencia de activos financieros sobre la inversión productiva. Sin embargo, este efecto solo es robusto para las firmas de mayor tamaño. Para los otros tamaños, el efecto es no significativo o incluso llega a tener signo contrario.

Como mensaje general de este capitulo se debe considerar la necesidad de adoptar un enfoque propio en términos de financierización en los países periféricos. En el capítulo siguiente, se buscará estudiar en mayor detalle un aspecto de la dimensión internacional de la financierización como es la expansión del financiamiento corporativo en los mercados de capitales y el uso de esos fondos en términos la estructura financiera de las firmas y la inversión productiva.

ANEXO AL CAPITULO IV

1. Detalle de las variables incluidas en la regresión

Cuadro anexo 4.1: Detalle de variables

Variable	**WSCODE**	**Descripción**	***Nota***	Estado Contable
v	1001	Ventas (netas impuestos)	*ventas netas, descontados impuestos*	*Flujo de caja*
phi_op	1250	Beneficios operativos	*Ventas netas menos gastos operativos (WS1001-WS1249). Previo al pago de intereses y perdidas netas no operacionales. En el caso de que la empresa con subsidiarias, cuando corresponda a la empresa totaliza el beneficio de todo el grupo. Los beneficios no operativos estan incluidos como ingresos de dividendos.*	*Informe de resultados*
int_p	1251	Intereses pagados deuda	*Intereses de préstamos operacionales*	*Informe de resultados*
int_g	1266	Intereses ganados		*Informe de resultados*
div_g	1268	Dividendos ganados	*dividendos no operativos*	*Informe de resultados*
CASH	2003	Efectivo (stock)	*Efectivo, depositos en caja de ahorro y cuenta corriente (T+0)*	*balance de situación patrimonial*
	2008	Inversiones corto plazo (stock)	*Depósitos especiales en efectivo, fondos comunes de inversión en efectivo, fondos temporarios (T+1)*	*balance de situación patrimonial*
	2149	Otras inversiones corrientes (stock)	*Activos que se espera poder realizar en efectivo, venderse o consumirse dentro del año operativo. Incluye titulos de corto plazo, cheques, cuentas pendiente de cobro, derechos por adelantados de gastos corrientes y depósitos a cuenta de terceros.*	*balance de situación patrimonial*
AC	2008+2149	non-cash assets (stock)	*suma de inversiones de corto plazo + otras inversiones corrientes*	
ANC	2250	Otras inversiones no corrientes (stock)	*Otra inversión de largo plazo (exceptuando inventarios en subsidiarias no consolidadas) acciones de compañías (exeptuando acciones en subsidiarias consolidadas), títulos públicos y privados de largo plazo, fondos de inversión y otras inversiones financieras de largo plazo.*	*balance de situación patrimonial*

Variable	**WSCODE**	**Descripción**	***Nota***	Estado Contable
k	2501	Capital (stock)	*Plantas y equipos. Neto de depreciación*	*balance de situación patrimonial*
ta	2999	Activo total (stock)		*balance de situación patrimonial*
deu_cp	3051	Deuda corto plazo (stock)		*balance de situación patrimonial*
deu_lp	3251	Deuda largo plazo (stock)		*balance de situación patrimonial*
deu	3255	Deuda total (stock)		*balance de situación patrimonial*
deu_otro	3273	Otros pasivos		*balance de situación patrimonial*
pas	3351	Pasivos total (stock)		*balance de situación patrimonial*
div_p	4551	Dividendos pagados en efectivo		*Flujo de caja*
I	4601	Inversion	*Incrementos al stock de capital (plantas y equipos)*	*Flujo de caja*
L	7011	Empleados		*Destacados*
p.mercado	8001	Capitalización (precio mercado)		*Destacados*
dass	18409	Derivados (stock)		*balance de situación patrimonial*
dfx_g	1018	FX ganadas		*Informe de resultados*
q_tobin	(8001+3351)/2999	Q de Tobin		
a_f	2003+2008+2149+2250	Activos Financieros (total, stock)		
phi_fin	1266+1268_0	Beneficios financieros ganados		
w_bill	1084	Nomina salarial (valor)	*Salarios pagados a empleados y oficiales de la compañía, incluyendo beneficios sociales, médicos y contribuciones a la seguridad social.*	*Destacados*
y	1101	ingreso	*Ingreso bruto menos costos de mercancías, depreciación y amortizaciones*	*Flujo de caja*

Variable	WSCODE	Descripción	*Nota*	Estado Contable
costo	1051	costo mercancías	*Costos de mercancías y labores que entran directa e indirectamente en el proceso de producción, depreciación y amortización de intangibles, remuneración de directores, costos de mudanza y plantas ociosas, impuestos al valora agregado y a los servicios generales.*	*Flujo de caja*
dinventarios	18196	cambio en los inventarios bs producidos	*Diferencias stock comienzo y final de ejercicio fiscal*	*Destacados*
machinery	18377	maquinarias y equipos		*balance de situación patrimonial*

Nota: Respecto la clasificación de los activos financieros puede consultarse el documento Técnico Nro 29 de la Federación Argentina de Consejos de Profesionales de Ciencias Económicas (FACPCE) en base a las Normas Internacionales contables NIC 7 y resoluciones técnicas 8 a 11 del FACPCE disponible en online en: https://www.facpce.org.ar/pdf/cecyt/contabilidad-29.pdf

Cuadro anexo 4.2: Distribución de observaciones según tamaño del activo

	Bajo activo<25%	Medio 25%<=activo<75%	Alto activo=>75%	Total
Total	**3.414**	**7.159**	**3.949**	**14522**
%	*24%*	*49%*	*27%*	*100%*
RRNN	377	758	501	1.636
construccion	326	634	123	1.083
manufactura	1.728	3.707	1.318	6.753
servicios	745	1.350	410	2.505
servicios public	238	710	1.597	2.545

Fuente: elaboración propia en base a Worldscope-Reuters

Cuadro anexo 4.3: Porcentaje de firmas por sector y detalle de agrupamiento de actividades según SIC code a 4 dígitos

Actividad	Nro firmas	SIC code
RRNN	8,4%	111 al 1474 y 2041, 2042, 2043, 2044, 2075, 2079, 2911
Construcción	10,1%	1521 a 1794 y 6512, 6513, 6519, 6531, 6552
Manufactura	0,0%	2011 a 3965
Finanzas y bancos	42,2%	6021 a 6411 y 6712 a 6799
Servicios	16,6%	2711 a 2759, 5013 a 5999, 7011 a 9511
Servicios públicos y transporte	22,6%	4011 a 4953
Total	**100,0%**	

Cuadro anexo 4.4: test de Arellano-Bond y Sargan-Hanssen para autocorrelación de los errores y validez de los instrumentos (especificación A)

```
Arellano-Bond test for zero autocorrelation in first-differenced errors
```

Order	z	Prob > z
1	-6.8919	0.0000
2	1.1077	0.2680

```
H0: no autocorrelation
```

```
Sargan test of overidentifying restrictions
        H0: overidentifying restrictions are valid

        chi2(262)     =  271.3943
        Prob > chi2   =    0.3319
```

2. Método Generalizado de Momentos (MGM)

Como mencionamos en el texto, el estudio la relaciones ecometrías mediante la construcción de paneles dinámicos podría implicar que ciertas variables tengan una persistencia significativa en el tiempo, como es para el caso el caso de la inversión, dando lugar a especificaciones cuyos coeficientes arrojen resultados sesgados e inconsistentes.

En su formato general esto puede representarse por la presencia de la variable dependiente lagueada entre los regresores, de la forma:

$y_{it} = \delta y_{i,t-1} + x'_{it}\beta + u_{it}$

Con $i = 1, \ldots, N \qquad t = 1, \ldots, T$

Donde δ es un escalar, x_{it} es un vector de variables aleatorias 1xK, βes un vector de regresores Kx1, y U_{it} es un término de error de la forma:

$$u_{it} = \mu_i + v_{it}$$

Donde $\mu_i \sim IID(0, \sigma^2{}_\mu)$ y $v_{it} \sim IID(0, \sigma^2{}_v)$.

Este modelo tiene dos fuentes de persistencia en el tiempo que deben ser controladas. Por un lado, existe autocorrelación debido a la presencia de la variable dependiente lagueada como regresor (como la inversión en el pasado afecta la inversión en la actualidad). Por otro, existen efectos fijos por individuos que definen la heterogeneidad de cada individuo o grupo (efectos idiosincráticos por firma). La estrategia de estimación mediante OLS generara resultados sesgados e inconsistentes. Y estos no se solucionan controlando por Efectos Fijos (el caso del sesgo de Nickel).

Como sugieren Anderson y Hsiao (1981) una posible estrategia de estimación podría ser la transformación del modelo mediante la aplicación de la transformación en diferencias como mecanismo de eliminar los efectos por individuos y la utilización de y_{t-2} como variable instrumental de Δy_{t-1}. Esta estrategia será consistente pero no eficiente.Por ello, la mejor estrategia es la estimación mediante el *Método Generalizado de Momentos* (MGM) de Arellano y Bond (1991).

El método de MGM propone explotar las condiciones de ortogonalidad entre los lag de yit y vit como forma de tratar con la persistencia de los errores. La técnica radica en la construcción de variables instrumentales.

Según puede demostrarse, esta metodología implica que existen para cada t, t-2 variables instrumentales que explotar como instrumentos validos (correlacionadas entre sí y no con el error). De modo que existen T(T-2) condiciones de momentos para explotar para que GMM sea más eficiente que *variables instrumentales* de Anderson y Hsiao. Si el modelo está correctamente especificado, se cumple que no hay correlación de segundo orden en los errores $E(\Delta v_{it}\Delta v_{it-2}) = 0$ y el estimador es consistente. Tambien pueden correrse test, como el de Sargan-Hansen, para determinar la sobre identificación de restricciones o la validez de los instrumentos.

CAPITULO V

Flujos de capitales, deuda corporativa y activos líquidos en las hojas de balance de las empresas no financieras en el contexto del QE

1. Introducción

Durante la última década se ha registrado un fuerte proceso de expansión de las emisiones de deuda corporativa en los mercados internacionales por parte de empresas no financieras (NFC) de países emergentes (EME). Tal proceso ha significado un cambio sustancial de las fuentes tradicionales de crédito, sustituyendo una parte significativa del crédito bancario por deuda en los mercados de capitales. Y si bien el crédito bancario continúa siendo la fuente principal de crédito privado no financiero (dando cuenta del 77% del total del financiamiento privado en los EME), luego del estallido de la crisis financiera internacional y el contexto de mayor liquidez creado por la adopción del QE en los países centrales, la velocidad de esta trayectoria se ha acelerado (Avdejc et al, 2020).

A nivel regional, la trayectoria reciente de esta trayectoria estuvo liderada por instituciones financieras y empresas del continente asiático. Sin embargo, América Latina no se ha quedado atrás. Según información del *Bank of International Settlements* (BIS) desde el 2000 hasta 2016 el stock mundial de deuda de NFC en EME se ha multiplcado por ocho pasando de 145.000 millones de dólares en 2000 a 1,3 billones de dólares en

2016, mientras que el stock total deuda de NFC de LAC para el mismo periodo se multiplicó por seis: paso de 61.300 millones de dólares a 416.000 millones de dólares.

Las causas de estas transformaciones son múltiples. Desde la perspectiva de largo plazo, la aparición de inversores institucionales, el crecimiento de los mercados de capitales en los países centrales, la desregulación de los flujos de capital, la multiplicación de la variedad de los instrumentos disponibles de cobertura. la gestión automatizada del riesgo, entre otros, como elementos estructurales que han tendido a profundizar al expansión de los mercados de capitales (Eatwall y Taylor, 2005, Kalternbrunner y Borzt, 2018; Bonizzi, Kalternbrunner y Powell, 2019).

Desde la perspectiva de mediano plazo el punto sobresaliente fue la adopción de la política QE en los países centrales. Tras la crisis de 2007/08 el derrumbe de las tasas a valores cercanos a cero (e incluso negativas) promovió el crédito en los mercados de capitales en condiciones muy flexibles que fueron aprovechados por las empresas privadas sustituyendo crédito bancario (Turner y Forni, 2020). A nivel agregado, la consecuencia más importante de ello ha sido grandes movimientos de capital de inversores institucionales que migraron a la periferia en búsqueda de activos de mayor retorno, especialmente en activos de renta fija (Rey, 2013; Rodriguez Bastos et al, 2015).

Como es de esperar, los usuarios casi exclusivos de este nuevo tipo de instrumentos de financiamiento han sido las grandes empresas, capaces de generar el diseño financiero necesario para estas emisiones y cumplir con las condiciones de calificación crediticia exigida por los mercados (Oneto y Nuñez, 2015). Sin embargo, a pesar de del contexto extraordinario de la disponibilidad de financiamiento esto no ha significado una transformación significativa en su patrón de inserción internacional, sus capacidades productivas y tecnológicas (De Gregorio, 2013; Ocampo, 2017).

Asimismo, la expansión del endeudamiento en externo y nominado en moneda extranjera es una estrategia que no está exenta de riesgos. De un modo general, todas aquellas empresas que no tienen una porción importante de sus ingresos nominados en divisas están descubiertas frente al riesgo de descalce de monedas frente a una reversión repentina de las condiciones de crédito o un devaluación del tipo de cambio (Diamand, 1973; Calvo, 1998; Kregel, 1998; Borio y Disyatat, 2015).

Bajo este marco, y trazando un paralelismo con la literatura sobre determinantes del financiamiento corporativo, un conjunto de literatura reciente considera a las empresas no financieras de América Latina han venido actuado de *intermediadores sustitutos* de las externalidades del ciclo financiero global, modificando las decisiones de gestión financiera y adoptando pautas de valorización similares a las llevadas inversores internacionales.

El objetivo de este capítulo será indagar en detalle la conexión entre emisión de deuda corporativa en mercados de capitales internacionales y la estructura financiera de la firma. Para ello, se trabajará con una base de elaboración que incluye microdatos contables a nivel firma, compatibilizada con información desagregada por moneda y por firma de emisiones corporativa, para el periodo 2000 a 2015.

La hipótesis de trabajo será que las condiciones financieras internacionales creadas a partir de la emergencia del QE, y que dieron origen a la expansión del financiamiento privado en los mercados de capitales internacionales en moneda extranjera, no han tenido un correlato directo en la expansión de la inversión productiva sino que fue destinado de un modo significativo a la expansión de tenencia de activos financieros.

Para ello, este capítulo se dividirá en seis apartados incluyendo esta introducción. En primer término, continuación, revisaremos un conjunto de literatura que indaga sobre el problema de los determinantes de la estructura financiera de las firmas, el surgimiento del QE y las externalidades del ciclo financiero global y los trabajos empíricos que la emisión y destino de la deuda corporativa en la última década. Luego, se presentaran los principales hechos estilizados de los flujos de capitales en la región bajo una apertura de los principales componentes de la cuenta capital del balance de pagos por ingresos y salidas brutas. Posteriormente, se dará un detalle metodológico de las fuente de información de la base de deuda corporativa, y en base a la información de microdatos de emisiones primarias, se analizaran principales tendencias observadas en la dinámica de esta variable para América Latina. Después de ello, se analizará el destino del endeudamiento corporativo. Partiendo de un modelo estándar de selección de estructura financiera, se buscará cuantificar el efecto de la emisión de deuda en moneda extranjera sobre la tenencia de activos financieros e inversión productiva. Finalmente, se presentaran las conclusiones del capítulo.

2. Antecedentes

2.1. Fondeo externo y el “puzzle de la estructura de capital”

Los antecedentes al problema de la deuda corporativa en la literatura son muy numerosos. A grandes rasgos podríamos identificar tres. En este primer apartado se revisará la cuestión de la selección de la estructura financiera de las firmas y el debate en torno a la tenencia de efectivo en las hojas de balance. Luego, analizaremos los trabajos que buscan explicar los determinantes de flujos de capitales, y en particular, la literatura sobre los determinantes del Ciclo Financiero Global. Posteriormente, comentaremos los trabajos empíricos que buscan cuantificar los usos del endeudamiento corporativo.

Comencemos por el primer antecedente. El problema de la selección del grado de apalancamiento y la estructura de activos en una firma es un antecedente muy relevante para cualquier estudio que busque comprender la naturaleza de las decisiones financieras de la economía. Este problema suele conocerse en la literatura académica como “el puzzle de la estructura de capital” y hace referencia a la determinación del grado tenencia de efectivo en las hojas de balance, dada cierta tasa de intereses y estructura de mercado (Myers, 1984).

La explicación de la economía convencional sobre la tenencia de efectivo en los balances parte de considerar al efectivo equivalente al costo de capital inmovilizado. En ausencia de impuestos distorsivos, costos de bancarrotas, acceso simétrico al mercado de crédito (inversores y firmas prestan y se financian a la misma tasa) y la política financera de la firma no releva ninguna información del negocio, la teoría de los fondos prestables postula que el efectivo en las hojas de balance debería ser cero (Villamil, 2008). Bajo estas condiciones de mercado, la decisión optima para aprovechar una oportunidad de inversión sería estar totalmente apalancado (deuda, emisión de acciones). Este enfoque se conoce como “trade-off theory” y tiene implícita la neutralidad de la estructura financiera sobre las decisiones de inversión postuladas en el conocido teorema de Modigliani-Miller (Ahmadimousaabad et al., 2013).

El teorema de Modigliani-Miller postula una serie condiciones sobre los mercados financieros mediante el cual la estructura financiera es irrelevante para decidir el nivel de inversión productiva. Es el punto de apoyo mas relevante de la teoría de los mercados financieros competitivos y el enfoque neoclásico sobre la relación entre deuda e inversión.

La primera proposición estable que bajo ciertas condiciones, el ratio deuda-acciones de la firma no afecta su valor de mercado. El segundo es que el nivel de apalancamiento de la firma no tiene efecto sobre el costo promedio del capital. La tercera establece que el valor de mercado de la firma es independiente de la política de dividendos. La cuarta es que los accionistas son indiferentes en torno a la política financiera de la firma (Titman, 2002; 2008)[64],[65].

Sin embargo, la evidencia empírica va en dirección opuesta a este teorema. Allí se observa que las firmas son retaceas a endeudarse para financiar planes de inversión como primera alternativa, reteniendo grandes cantidades de efectivo para invertir. La cantidad de efectivo en los balances de las firmas es mucho más altas que los que hubiese predicho la teoría.

Este desajuste entre la teoría y la evidencia empírica dio lugar a una extensa literatura que se dedica a estudiar los determinantes de las tenencias de efectivo y las decisiones de financiación. Asimismo, sobre este debate va a construirse una larga tradición keynesiana a partir de la cual se enfatiza la importancia de los recursos líquidos entre los principales determinantes de la inversión[66].

De manera temprana el debate giró en torno a la condición sobre la jerarquía en el "orden de elección" del financiamiento de las firmas (*pecking order condition*). Las firmas se prefieran financiarse mayoritariamente por ganancias retenidas (efectivo y otros activos líquidos) y luego por préstamos bancarios y posteriormente en el mercado de capitales. La búsqueda de financiamiento externo resulta mayoritariamente de la diferencia entre el costo del proyecto de inversión y la disponibilidad de fondeo interno. Las condiciones de liquidez de los mercados de capitales no serían tan altas como supone la teoría, producto

[64]El teorema de Modigliani Miller comprende cuatro distintos resultados publicados en una serie de papers desde el 1958 al 1963.

[65] Respecto a la tenencia de efectivo en la hoja de balance, Titman (2002) identifica dos condiciones adicionales en los supuestos del teorema de Modigliani-Miller de neutralidad del financiamiento corporativo y gestión de riesgo sobre el valor de la firma si: A) el flujo de caja no se ve afectado por estas decisiones y
B) Hay mercados perfectos. De modo que, afuera de este contexto de supuestos tan rígidos, la tenencia de efectivo, aunque sea costoso, resulta necesario aunque de un modo precautorio.

[66] Entre ellos se encuentran los modelos empíricos de naturaleza post-keynesiana de inversión bajo restricciones de liquidez como el de Fazzari y Mott (1986) y el presentado en el capitulo IV de esta tesis.

de la existencia de asimetrías de información respecto a la distribución de dividendos futura (sticky dividends), en especial para las firmas de menor tamaño (Donaldson, 1961; Graham & Harvey, 2001; Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 2012). Por ello, esta largamente aceptado que el modelo de "orden de elección" tiene mayor capacidad explicativa que el enfoque convencional de "trade off", sobre el ratio de apalancamiento para dar cuenta de las decisiones de financiamiento externo de la firma en los países desarrollados (Shyam-Sunder & Myers, 1999; Frank & Goyal, 2007).

Hay distintas razones por las cuales las firmas retienen efectivo. En primer lugar está la restricción financiera, como obtener financiamiento es costoso y lleva tiempo, la retención de ganancias en forma de efectivo permite flexibilidad para aprovechar oportunidades de inversión. En segundo lugar, la existencia de una preferencia por la liquidez ya que evita los costos de transacción al tener que vender otros activos a posiciones liquidas para enfrentar los pagos. En tercer lugar hay un motivo precautorio, en tanto la firma tiene más liquidez puede lidiar de un modo más efectivo contra shocks externos, en especial cuando el financiamiento es costoso o la demanda disminuye. En cuarto lugar está la estructura impositiva, debido a que la tenencia de efectivo libera carga impositiva de otros activos[67]. En quinto lugar aparece un problema de agencia entre los managers y los accionistas, muchas firmas consideran que la tenencia de efectivo en la hoja de balance es una señal de sustentabilidad en la garantía de futura distribución de dividendos (Dhaliwal, Huang, Moser, & Pereira, 2011; Nason & Patel, 2016; Rajan & Zingales, 1995).

La evidencia empírica respalda estos argumentos para países centrales y perifericos. En el caso de los países centrales, esta comúnmente aceptado que las firmas más pequeñas, de acceso mas errático a mercados de capitales y con flujos de caja mas volátiles tienen más efectivo en sus hojas de balance para resguardase frente a posibles situaciones de iliquidez. En el caso de los países periféricos, también se cumplen estas relaciones cuando

[67]"By raising cheap debt for the shareholder payout, Apple also avoids a potentially big tax hit. About two-thirds of Apple's cash — about $102 billion — sits overseas in lower-tax jurisdictions. If it returned some of that cash to the United States to reward its investors, it could have significant tax consequences for the company. In some ways, the bond issue is a response to that tax situation" https://dealbook.nytimes.com/2013/04/30/apple-raises-17-billion-in-record-debt-sale/VerLattman y Eavis (2013)

se testea el set estándar de determinantes. Además, como existen restricciones de acceso a los mercados financieros por diversos, suele registrarse una tenencia de efectivo algo superior (Shyam-Sunder y Myers, 1999; Opler et al, 1999; Kim et al, 1998; Nason y Patel, 2016; Hall, Mateus y Mateus, 2014).

2.2. El QE y la emergencia del Ciclo Financiero Global

El segundo antecedente relevante tiene que ver con es la literatura de determinantes de flujos de capital y la aparición del *Quantitative Easing* (QE)

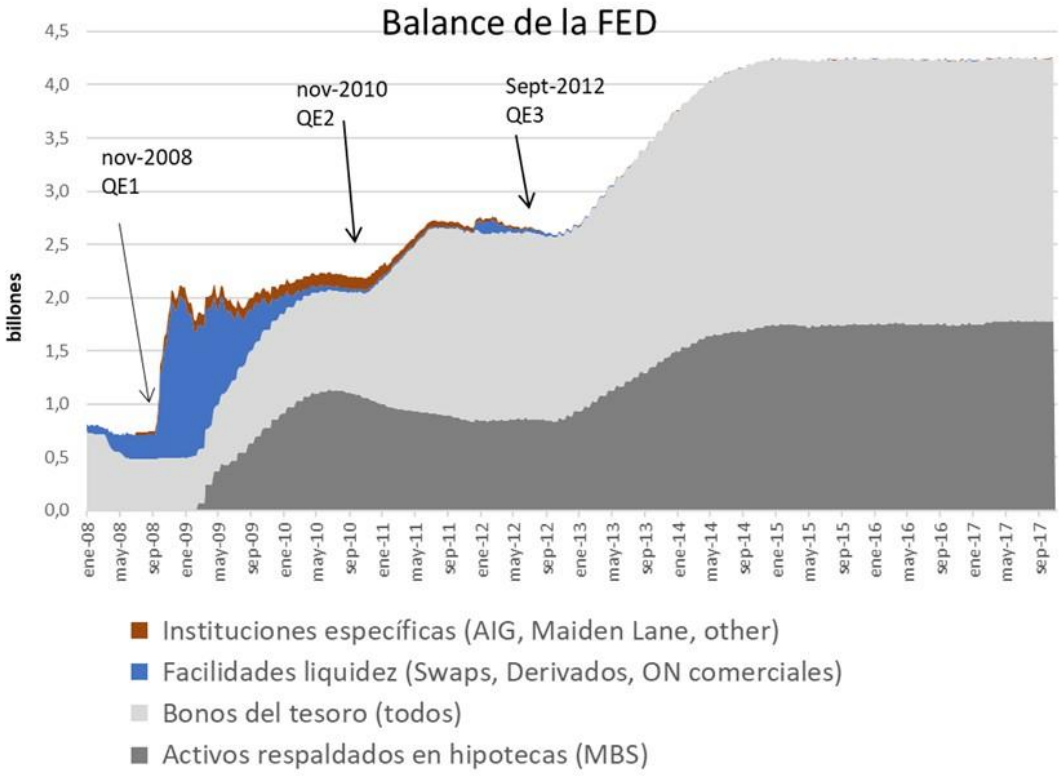
Luego del estallido de la crisis financiera interancional, los Bancos Centrales de EEUU, Europa y otros países centrales un programa monetario sin precedentes de compra de títulos de deuda del gobierno y otros pasivos (principalmente activos financieros respaldados en hipotecas) mediante emisión monetaria. El objetivo del programa QE evitar colapso de los mercados y el intercambio de activos de distinta liquidez entre los bancos centrales y las instituciones financieras.

Como antecedente del QE 2007/08 suele mencionarse la experiencia de Japón en el 2000. De hecho, Japón fue el primer país en llevar adelante una política de inyección masiva de liquidez mediante la recompra de activos. Como la respuesta a la crisis inmobiliaria de 1997, el Banco Central de Japon lanzó un programa de sustitución de activos en propiedad de las instituciones financieras (como por deuda publica, bonos corporativos e hipotecas) por efectivo (emitido para esta finalidad) por base monetaria con el objetivo de impulsar el crédito y el consumo. En este caso, los resultados no fueron satisfactorios y la recesión de hojas de balance perduró por más de una década (Koo, 2011).

EEUU lanzó tres programas de QE tuvieron lugar entre 2008 y 2015, incrementando la hoja de balance de la FED de 1 billón de dólares a comienzos del 2008 hasta los 4,5 billones en 2015. Y si bien el objetivo inicial estuvo puesto en la compra de activos respaldados en hipotecas (MBS), la política de expansión cuantitativa también incluyó programas ampliados como swaps con bancos centrales de otros países, ayuda a instituciones específicas y bonos del gobierno. Se llevaron adelante tres programas de recompra de activos, en noviembre de 2008, en noviembre de 2010 y en septiembre de

2012. En el gráfico 5.1 a continuación se presenta el detalle de cada un de estas operaciones y los principales activos dentro del balance de la FED.

Gráfico 5.1 Balance de la Reserva Federal de EEUU según detalle de principales activos para el periodo 2008 a 2017. En billones de dólares.



Fuente: elaboración propia en base a la Reserva Federal de St. Luis

El resto de los bancos centrales de los países desarrollados también hizo lo propio. El banco de Inglaterra implementó su propio QE en 2009, comprando bonos soberanos y corporativos de alta calidad por un valor mayor a £200.000 millones, a lo que siguió otro programa de compra de activos que en conjunto alcanzaron los £ 375.000 millones en 2012.

En Europa, también se adoptó un programa de QE aunque las medidas de mayor magnitud llegaron más tarde. La hoja de balances de Banco Central Europeo (ECB) comenzó a crecer con fuerza en 2012, aunque el programa se interrumpió. Recién en 2015 la intervención fue masiva. La política de QE del ECB consistió en la adquisición mensual de activos en el rango de 60.000 millones de euros en 2015, que se incrementó a 80.000 millones de euros a mediados de 2016. El llamado Asset Purchase Programme (APP)

implicó cuatro programas de compra separados: bonos de cobertura, derivados (ABS), bonos soberanos y, como característica particular, bonos corporativos. En total el programa de recompra de activos superó los 2,5 billones de euros, enfocado mayoritariamente en el sector público (80%) y bonos de cobertura (15%) y en una porción mas pequeña bonos corporativos (3%) y derivados (1%).

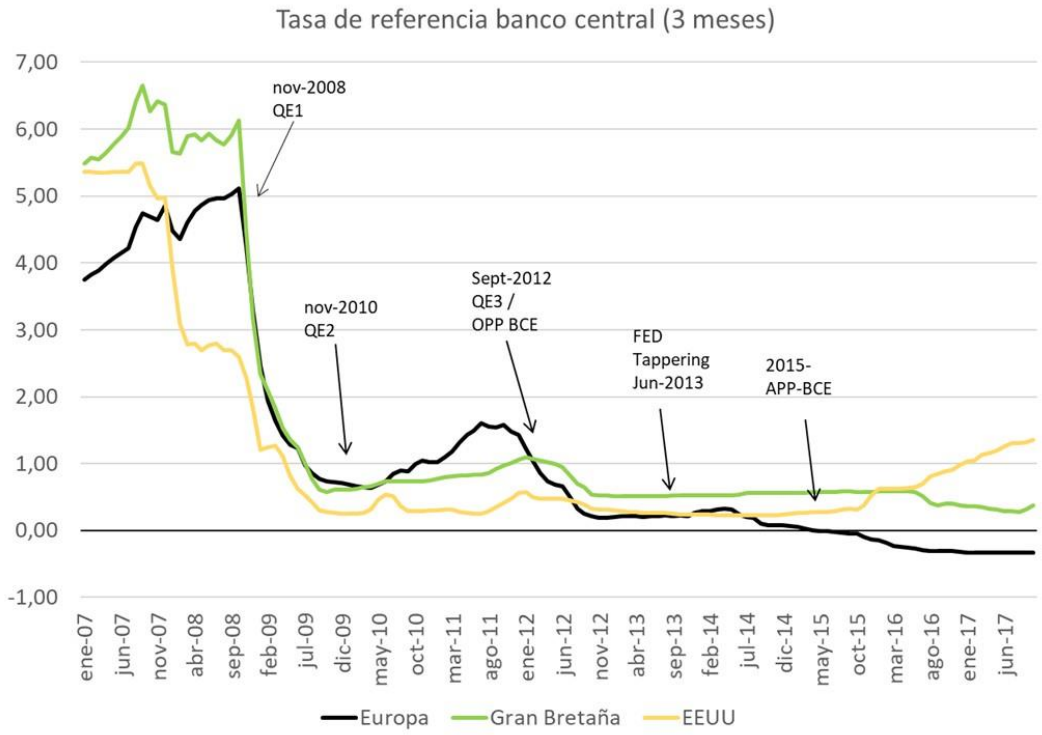
Gráfico 5.2 Balance del Banco Central Europeo según detalle de principales activos para el periodo 2008 a 2017. En billones de dólares.



Fuente: elaboración propia en base al BCE

Desde la perspectiva de la periferia, un resultado directo de la política de QE en EEUU y Europa fue la emergencia de una enorme cantidad de flujos financieros en los centros que derrumbó las tasas de intereses e impactó fuertemente el funcionamiento de la economía global. Como se observa en el gráfico 5.3 a continuación, las tasas de interés de corto plazo cayeron fuertemente a partir de 2008 y se mantuvieron a ese nivel por casi una década. En el caso de Europa en particular, y tras la implementación del APP en 2015 las tasas de interés de referencia llegaron a terreno nominalmente negativo.

Gráfico 5.3 Tasa de interés de referencia del banco central de Europa, Gran Bretaña y EEUU a 3 meses.



Fuente: elaboración propia en base a Reserva Federal de St. Luis y BCE.

Y si bien esto obedeció a un comportamiento más bien cíclico, desde la perspectiva de la financierización podemos decir que el QE no hizo más que reforzar la tendencia a la expansión de la globalización financiera vigente desde 1970.

La externalidad directa de este proceso en las periferias fue el fuerte crecimiento en los flujos de capitales ingresantes en búsqueda de un mayor rendimiento, en especial en activos de renta fija. Este boom de liquidez reavivó el debate entre los académicos y *policy makers* en torno los determinantes de los flujos de capital hacia países emergentes.

Como sabemos, los países periféricos se encuentran particularmente expuestos a cambios en la disponibilidad de acceso al financiamiento internacional y el ingreso de inversiones. Y entender los determinantes de estos cambios resulta un punto de gran intereses en la literatura de las finanzas internacionales. El eje de este debate ha sido mayoritariamente

empírico marcado por los trabajos seminales de Calvo, Leiderman y Reinhart (1993) y Fernandez-Arias (1996).

De manera simple, la literatura presentan una división entre factores expulsores de los flujos de capitales o *factores pull* mayormente asociados a las condiciones financieras internacionales como es la aversión global al riesgo, la tasa de interés en los países centrales y/o el crecimiento económico en los países centrales; y los factores atractores o *factores pull* vinculados a las condiciones domésticas de cada país como es el crecimiento del PBI doméstico, índices de retornos de activos y/o alguna medida para el riesgo doméstico.

Los principales resultados de la literatura empírica aparecen sintetizados en un cuadro de doble entrada como el del cuadro 5.1 a continuación. Siguiendo el trabajo de Koepke (2019), allí se resumen un conjunto de indicadores sobre los determinantes cíclicos de los flujos de capital colapsados según su importancia considerando la evidencia empírica para más de 40 trabajos largamente discutidos en la literatura que van desde el año 1996 al 2014.

Cuadro 5.1 Determinantes cíclicos de los Flujos de Capital a las Economías Emergentes según categoría.

Tipo	Determinante	Portafolio Acciones	Portafolio deuda	Flujos bancarios	IED
Push	Aversión global al riesgo	(-)(-)	(-)(-)	(-)(-)	/
	Tasa de interés en los centros	(-)(-)	(-)(-)	(-)	/
	Crecimiento PBI en los centros	(+)	(+)	/	/
Pull	Crecimiento PBI doméstico	(+)	(+)	(+)(+)	(+)(+)
	Indicador de retorno de activos	(+)	(+)	(+)(+)	/
	Indicador de riesgo doméstico	(-)	(-)	(-)(-)	(-)

nota:
(+)(+) Evidencia de fuerte relación positiva
(+) Evidencia de relación positiva
/ Evidencia mixta
(-)(-) Evidencia de fuerte relación negativa
(-) Evidencia de relación negativa

Fuente: elaboración propia en base a Koepke (2019)

Los *factores push* resultan muy determinantes para explicar la dinámica de flujos de portafolio (acciones y deuda), en especial aquellos relacionados con las condiciones de liquidez global (aversión al riesgo y tasa de interés de la economía global). Asimismo, los *factores push* tienen menos importancia sobre los flujos bancarios y son de muy baja importancia sobre los de Inversión Externa Directa (IED). En cambio, los *factores pull* son muy determinantes sobre los flujos bancarios, en especial aquellos relacionados con las condiciones de rentabilidad doméstica, aunque menos importantes sobre la IED y de baja importancia como determinantes de los flujos de portafolio (acciones y deuda). Es decir, las condiciones de liquidez global son muy determinantes sobre la dinámica de los flujos de portafolio hacia la periferia.

Luego de 2008/09 la discusión sobre los determinantes de los movimientos en flujos de capital tomo un nuevo impulso con los debates sobre la existencia y la caracterización del llamado Ciclo Financiero Global (GFC).

Y, aunque no existe consenso en torno a lo que es específicamente GFC, si hay un acuerdo general en torno a sus principales características. De un modo general, GFC hace referencia a un proceso de retroalimentación hacia la baja entre las restricciones financieras y la percepción de riesgo de actores de la economía global (Borio, 2014).

La primera de las características del GFC es su manifestación. Existe cierto consenso en la medición del GFC como "facilidad de obtener financiamiento", producto de ello el seguimiento de indicadores precio y cantidades como es precio de las propiedades, ratio crédito/pbi, índices de riesgo, etc. (BIS, 2011). Durante la etapa de crecimiento económico se incrementa la liquidez, el consumo, la actividad económica, los precios de las propiedades crecen, la percepción del riesgo disminuye y se construyen posiciones financieras de mayor vulnerabilidad. Durante la caída, la liquidez se contrae y la actividad económica se desacelera, las nuevas condiciones financieras incrementan la percepción de riesgo y el costo de refinanciamiento de la deuda. Para aquellos que están fuertemente apalancados, la imposibilidad de hacer frente a los pagos de intereses modifica su posición de vulnerabilidad a bancarrota. Debido a esta dinámica, la existencia de un GFC produce un tipo especial de interacción entre la esfera real y financiera que podría amplificar el ciclo, conduciendo a desajustes económicos y crisis financieras.

En el caso de los EME, estos desajustes podrían ser aún mayores. Por un lado, si los pasivos se encuentran denominados en moneda extranjera, como sucede en la mayoría de los países emergentes, nuevas condiciones financieras podrían gatillar un freno repentino al financiamiento o una devaluación lo que frente al descalce de monedas en las hojas de balance agravaría el stress financiero, incluso para aquellos que no se encontraran en una situación de elevada vulnerabilidad (Calvo, 1998; Kregel, 1998; Libman, 2019).

Asimismo, podría existir una retroalimentación de los canales financieros y reales, en especial dado el efecto de la financierización sobre los precios de las materias primas. La participación de inversores institucionales en los mercados de derivados de materias primas generan desvíos de los precios corrientes de aquellos valores que predicen sus fundamentales, dando lugar a una mayor volatilidad del precio spot, con profundas consecuencias económicas y sociales (Bastourre et al, 2015; Carrera, 2018).

Una segunda característica del GFC tiene que ver con su duración. Este tiene una menor frecuencia (una mayor duración) que el ciclo económico tradicional; para los países industrializados más grandes el ciclo económico dura en torno a siete años, pero el ciclo financiero dura alrededor de dieciséis años. Asimismo, la duración del GFC depende del régimen de política macroeconómico y de la regulación. La implementación de una política monetaria más rígida tratar de disminuir la inflación o moderar el desequilibrio externo, podría agravar la crisis y abruptamente transmitir la fase descendente del ciclo financiero en una crisis real.

Una tercera característica es que el pico del ciclo financiero está vinculado con crisis bancarias. De modo que muchos autores promueven los estudios sobre variables identificadas con el GFC como modelos de seguimiento de alerta temprana sobre los riesgos de la economía global.

De todo lo anterior, podemos sacar un mensaje en relación esta investigación. La literatura empírica sobre los determinantes de los movimientos en los flujos de capitales como la de las externalidades del GFC resultan ser un antecedente muy relevante comprender la especificidad que la dimensión internacional de la financierización adquiere en América Latina. Si las condiciones de liquidez resultan relevantes para expandir o no el endeudamiento corporativo externo, la dinámica de las fuentes y usos de la liquidez al interior de la firma se vería afectada. Esto podría dar lugar a una característica relevante

para la dimensión internacional de la financierización y que no ha sido lo suficientemente explorada. las secciones siguientes analizaremos en mayor profundidad los efectos de estas condiciones globales y sus efectos sobre la emisión de deuda corporativa de las NFC de América Latina.

2.3. Financiamiento corporativo en los mercados de capitales y el rol de los intermediadores sustitutos

El tercer antecedente a comentar se relaciona con el financiamiento corporativo en mercado de capitales. En especial, los determinantes del financiamiento (acciones o bonos), el destino de esos fondos y el rol de los "intermediadores sustitutos".

Los trabajos que estudian sistematicamente emisiones primarias de deuda y sus usos tambien suelen ser numerosos. Tienen un elevado sesgo empírico y es muy comun el reporte de resultados sin establecer grandes relaciones teoricas o conceptuales. Revisemos algunos de ellos.

El primer gran grupo viene compuesto por trabajos que consideran decisiones de financiamiento. Este grupo es el de mayor sesgo inductivo y su preocupación pasa fundamentalmente por identificar determinantes. Los trabajos suelen construir modelos probabilísticos de variable dependiente discreta (probit o probit multinominal) con el objetivo de identificar los determinantes sobre la probabilidad de una emisión de deuda exitosa.

Guedes y Opler (1996) utilizan un modelo logit multinominal para estudiar los determinantes de las emisiones. Allí se demuestra que mayores ventas, mayor tamaño, mejor investment grade, mayor capitalización bursátil y una menor tenencia de efectivo son variables significativas e influyen positivamente en la probabilidad de emisión de deuda en los mercados de capitales.

Gozzi, Levine, y Schmukler (2018), examinan patrones de financiamiento externo entre 1991 y 2005. Ellos encuentran que las emisiones de dueda en los mercados de capitales son formatos de financiamiento mucho mas importante que las emisiones de oferta publica de acciones, donde la deuda acumula el 80% de la totalidad del financiamiento

en ofertas publicas. Asimismo, existe un sesgo de los países en desarrollo a financiarse en los mercados de capital internacionales por sobre los mercados domésticos. Las firmas de las economias en desarrollo en los mercados internacioanles en promedio de diesciocho veces mayor monto que en los mercados locales, en tanto que para los países desarrollados la media de monto de emisión en los mercados internacionales es de dos veces más que en los mercados locales.

El segundo grupo corresponde a trabajos que también estudian los determianntes de las emisiones de deuda corporativa u oferta pública de acciones, sin embargo, encontramos en ellos una serie de elementos que nos conectan con las condiciones macroeconomicas nacionales. Esto es especialmente importante al estudiar la etapa caracterízada por el GFC.

Calomiris, Schmukler y Larraín (2018) encuentra que las empresas que efectivamente realizan ofertas públicas de acciones suelen hacerlo mayoritariamente durante epocas de fuerte ingreso de mercado de capitales, estan muy concentradas, tienen una gran cantidad de activos liquidos y una elevada valuación contable.

Erel. (2012) estudia como las condiciones macroeconomicas afecta la emisión de deuda en empresas con y sin investment grande. Allí demuestran que el spread de tasas, el retorno en los mercado de capitales, la ausencia de recesión son variables capaces de caracterizar las condiciones de liquidez del mercado y son significativas para la explicar al probabilidad de emisión de deuda de las empresas. Esto tiende a acentuar la pro-ciclicidad de las emisiones mediante el comportamiento activo de las empresas sin investment grande durante las fases de condiciones macroeconómicas favorables.

Badoer y James (2016) utilizan un analis de covarianzas (ANCOVA) para estudiar los determinantes del plazo de madurez de las emisiones de deuda corporativa entre 1987 y 2009. Allí encuentran que el riesgo soberno es un determiante significativo para la elección del plazo sino tambien del nivel de emisión.

Tras la crisis financiera global y el boom de liquidez que implicó la adopción del QE el interés por las condiciones macroeconómicas que afectan la emisión de deuda corporativa creció aun mas. Esto dio pie a un tercer grupo de trabajos profundiza aún más los vínculos de las condiciones macroeconómicas y la emisión de deuda corporativa.

Estos trabajos tienen un fuerte desarrollo al interior del BIS en los trabajos del economista Hyun Song Shin. Allí suele identificarse a las s NFC como "intermediadores sustitutos del Ciclo Financiero Global" producto del rol que adquiere la deuda corporativa como transmisor de la liquidez global más allá de la regulación macroprudencial de los Estados soberanos buscan implementar para mediar con sus efectos adversos (Bastourre y Zeolla, 2017).

Siguiendo los trabajos de Shin la categoría de "intermediadores sustitutos" surge para representar la reconfiguración del sistema financiero en Japón en los 80's, donde registraba una expansión de las grandes firmas manufactureras como sustituto de los bancos comerciales como proveedor de servicios de financiamiento al consumo (Hattori, Shin, & Takahashi, 2009).

El comportamiento estándar de un intermediador financiero como un banco es endeudarse para prestar. En términos de las hojas de balance, en una institución financiera cuando los activos se incrementan (otorga un préstamo) sus pasivos financieros también lo hacen (crea un depósito para el cliente). Es así que para los intermediadores financieros, los activos y los pasivos financieros de la hoja de balance tienden a moverse en la misma dirección.

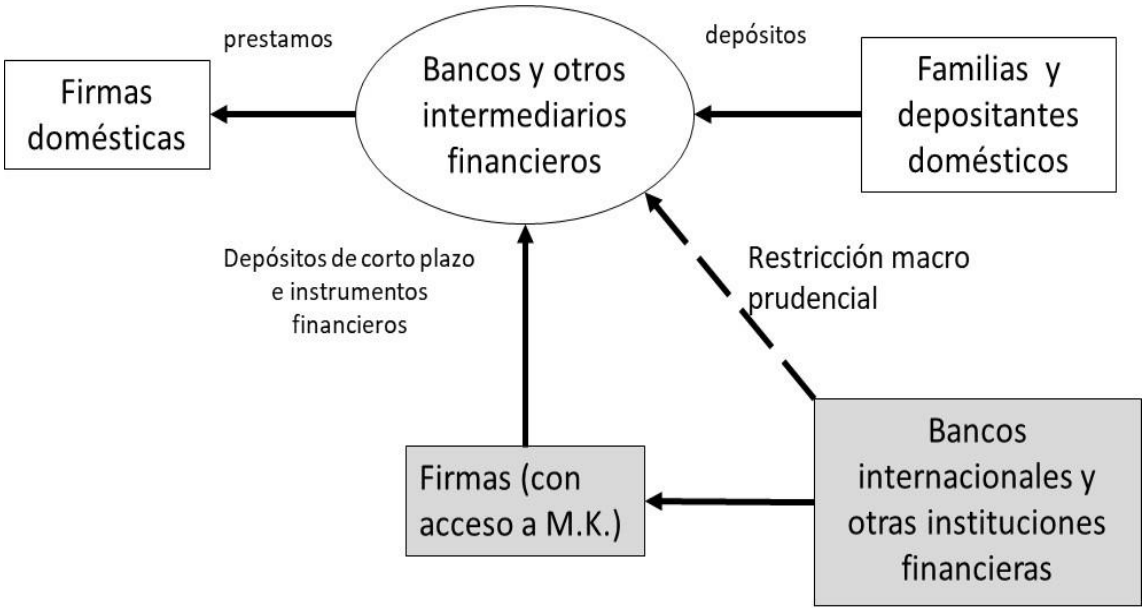
Por el contrario, las firmas se comportan de manera opuesta. Como vimos en la sección 2.1, y siguiendo la literatura de "orden de elección de financiamiento", las NFC primero optan por financiar su inversión con fondos propios (fondos líquidos) y luego con fondos externos (prestamos). De modo que, los movimientos de activos y pasivos financieros dentro de la hoja de balance de empresas tienden a tener signos opuestos, ya que siempre que se incremente el pasivo por la toma de una deuda, disminuirán los activos por el uso de financiamiento propio.

Ilustremos este punto con un ejemplo. Siguiendo el planteo original de Shin y Zho (2013) tenemos una economía periférica preocupada por los efectos disruptivos de los flujos de capitales ingresantes que se ha propuesto restringir el acceso de los bancos domésticos y otros intermediadores financieros a los mercados de capitales internacionales con el fin de moderar el ciclo alcista en la expansión de la liquidez para evitar burbujas de activos. Producto de esta medida, los bancos solo pueden aumentar su capacidad prestable mediante el capital de fondeo aportado por residentes. Sin embargo, las firmas si

continúan con libre acceso al financiamiento en mercados de capitales. Producto de la existencia de un ciclo financiero global de condiciones de liquidez muy laxas y rentabilidades bajas en los países centrales, los bancos globales y otros inversores demandan activos de las periferias en búsqueda de aumentar sus ganancias. Esto implica una mejora en las condiciones de endeudamiento externo. Las empresas aprovechan el contexto internacional favorable y expanden su deuda. Parte de ese excedente obtenido con emisiones primarias en el exterior termina siendo depositado en los bancos locales, están incrementando la liquidez del sistema financiero el cual el regulador quería preservar baja.

Esto tiene diversas consecuencias para el funcionamiento de las economías de la periferia. En la escala del balance de pagos, se afirma que las empresas funcionan como "intermediadores sustitutos" del GFC transmitiendo los efectos disruptivos de la liquidez internacional mediante canales no-bancarios sino mediados por la colocación de la deuda corporativa. En la escala de la firma, las empresas modifican su comportamiento al expandir la deuda corporativa, incrementando los depósitos y la tenencia de activos financieros, actuando como una institución financiera en lugar de una firma productiva. Este circuito es el que esta presentado en el esquema 5.1 a continuación.

Esquema 1 Intermediadores sustitutos del GFC



Fuente: traducción propia en base a Shin y Zao (2013)

Cuando consideramos a los EME existe evidencia reciente que demuestra que los activos y los pasivos financieros se mueven correlaciones positivamente en lugar de tener signos opuestos. Esto es una evidencia muy fuerte respecto a los efectos del ciclo financiero global y los cambios que este ha ejercido al interior de la firma haciéndola actuar como una institución financiera en lugar de como una firma productiva.

Una serie de trabajos aportan evidencia que respaldan estas ideas. Shin y Zhao (2013) toman información de hojas de balances de firmas no financieras de China, India y otras 5 economías de ASEAN para los años 1993 a 2011. Utilizando regresiones por países muestran que, contrario al enfoque convencional sobre tenencia de efectivo y fondeo externo, existe una relación positiva y significativa entre los activos líquidos de las firmas y los pasivos financieros. Es más, como las firmas más grandes tienen acceso más fluido a los mercados de capitales internacionales la intermediación sustituta podría ser aún más intensa. Como test de robustez de los resultados, corren la misma regresión para las mismas posiciones del balance en firmas de EEUU y encuentran signos opuesto. Además, encuentran que mayor liquidez en las condiciones de financiamiento internacional incentiva a la mayoría de las NFC a incrementar posiciones de deuda denominada en dólares.

Bruno y Shin (2017) extienden el análisis de los "intermediadores sustitutos" para firmas de 47 países desarrollados y en desarrollo no-estadunidense entre 2002 y 2014, tomando explícitamente en consideración las emisiones de deuda con el objetivo de medir la influencia de las tenencias de efectivo sobre la probabilidad de emisión de deuda en dólares. Ellos estiman un modelo logit multinominal y encuentran una relación positiva entre la tenencia efectivo y la emisión de deuda en dólares. Esto podría sugerir que la principal motivación para la emisión de deuda no fue financiar la expansión de la capacidad productiva sino la participación en operaciones de valorización financiera en moneda local, en lo que podríamos llamar el "canal doméstico del carry trade".

Caballero, Panizza y Powell (2015) toman información de balances de firmas no-extranjeras y no-financieras de dieciocho economías emergentes para el periodo 2000-2014 y lo matchean con información sobre emisiones de deuda, spread de tasas y control de capitales. Allí encuentran una relación positiva entre emisión de deuda de firmas no

financieras y mayor tenencia de activos financieros, especialmente cuando existían controles de capitales a los inflows y las operaciones de carry trade eran más atractivas.

Rodriguez Bastos, Kamil y Sutton (2015) recogen información a nivel firma entre 2003 y 2013 para 5 economías de AL con el fin de caracterizar las transformaciones en los mercados de deuda de firmas no financieras, su influencia en la estructuras de los pasivos e indagar sobre la emergencia de nuevos riesgos, como el descalce de monedas, el descalce de plazos, etc. Ellos encuentran que el destino principal de la emisión de nuevas deudas fue el de operaciones financieras, principalmente aprovechando la históricamente baja estructura de tasas internacionales al alargar la duración media de vencimientos de la deuda, por sobre el financiamiento de la inversión productiva.

Caldentey, Favreau-Negront y Méndez Lobos, (2018) utilizan información para 2.241 firmas listadas en los mercados de acciones de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Mexico, y Perú en el periodo 2009 a 2016 y partir de una taxonomía minskiana sobre cobertura, especulación y ponzi estudian las vulnerabilidades construidas en el periodo, y encuentran que las firmas emisoras de bonos están en una situación patrimonial peor que las no emisoras.

Al expandirse los canales de financiamiento corporativo, las empresas funcionan como "intermediadores sustitutos" de los efectos adversos del GFC transmitiendo parte de la liquidez al mercado domestico. Sin embargo, el resultado podría resultar mucho mas significativo más allá del estudiado efecto macroeconómico de la imposibilidad de regular las externalidades del GFC mediante el canal de deuda corporativa. Desde la perspectiva de esta investigación, la acumulación de activos líquidos podría tratarse de canal hasta ahora poco explorado de la dimensión internacional de la financierización en los países periféricos.

Sin embargo, aún resta por estudiar más detalladamente los efectos del GFC en la estructura financiera de las NFC de América Latina, en especial el uso del financiamiento externo en los mercados de capitales y su influencia sobre la expansión de activos financieros líquidos en los balances por sobre la inversión productiva de las empresas no financieras[68].

[68] A diferencia de Shin y Zhao (2013) será importante considerar la experiencia de la región y no los asiáticos (como grupo de países emergentes), considerar explícitamente los volúmenes de emisión según

3. La dinámica agregada de los flujos de capitales en América Latina 2000-2015

3.1. Nociones sobre mercados de financiamiento en América Latina

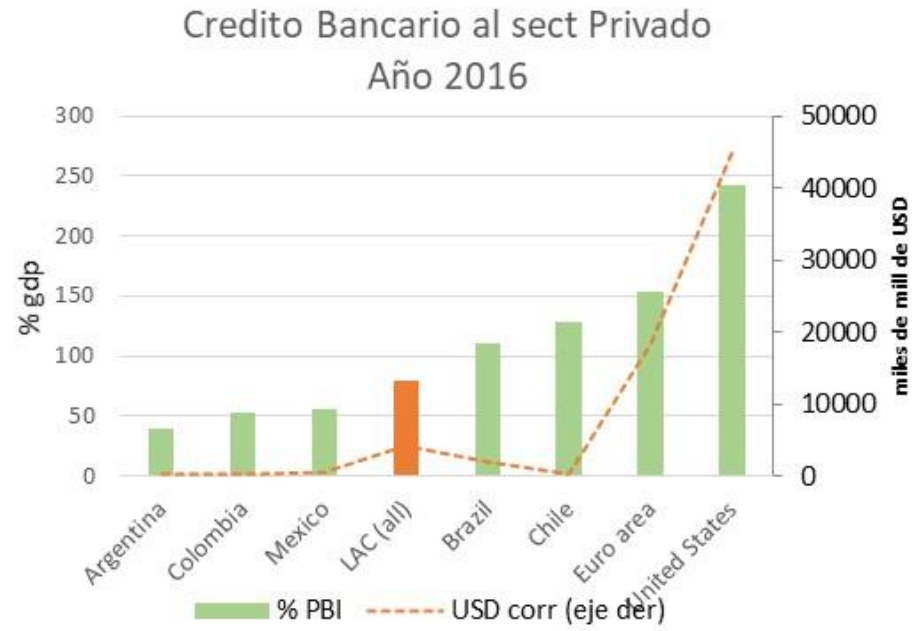
Desde los años 2000 se ha registrado una fuerte expansión de los mercados financieros como fuente de financiamiento de las empresas privadas no financieras, los bancos y otras instituciones financieras y los gobiernos. Sin embargo, a diferencia de la economía de EEUU y otros países desarrollados, los mercados de capitales en los países emergentes aún tienen poca profundidad. La forma básica y más difundida de financiamiento formal de la inversión productiva sea el crédito bancario. Y incluso así, en algunos países de América latina el financiamiento bancario también tiene una menor la profundidad que la de los países desarrollados.

En el gráfico 5.4 a continuación se presenta la capitalización de los mercados de capitales y el crédito bancario al sector privado, en USD corrientes y como porcentaje del PBI, para las principales economías de América Latina y otros países seleccionados. Respecto al mercado de capitales, para el año 2016 la diferencia de la capitalización bursátil entre América Latina (total) y los EEUU es de 108 puntos porcentuales del PBI y de 1600% si se lo mide en USD corrientes. En cuanto al crédito bancario, para el año 2016 la diferencia entre América Latina (total) y los EEUU es de 160 puntos porcentuales del PBI y de 250% si se lo mide en USD corrientes.

su moneda, no ponderar por la rama (manufacturera). A diferencia de la primera estimación Bruno y Shin (2017) la variable dependiente será el crecimiento en la posición de activos financieros como variable dependiente continua, y no un modelo discreto sobre la probabilidad de emisión de deuda. A diferencia de Caballero, Panizza y Powell (2015), no será de interés en análisis explícito de la cuestión de las regulaciones macroprudencial y de capital (análisis agregado, controlado por efectos fijos por años y país). A diferencia Rodriguez Bastos, Kamil y Sutton (2015), además de un análisis descriptivo y de caracterización, se estimará un modelo econométrico con el fin de estimar correlaciones condicionadas. Y, a diferencia de la estimación del punto 4 de Bruno y Shin (2017) se considerará específicamente a los países de LAC7, se incluirá un set estándar de controles sobre los estados contables como el apalancamiento, las fuentes de beneficio y además se indagará sobre la existencia de una no linealidad sobre el tamaño de firma.

Gráfico 5.4 Crédito bancario y capitalización de los mercados de capitales. América Latina y países seleccionados. Año 2016.

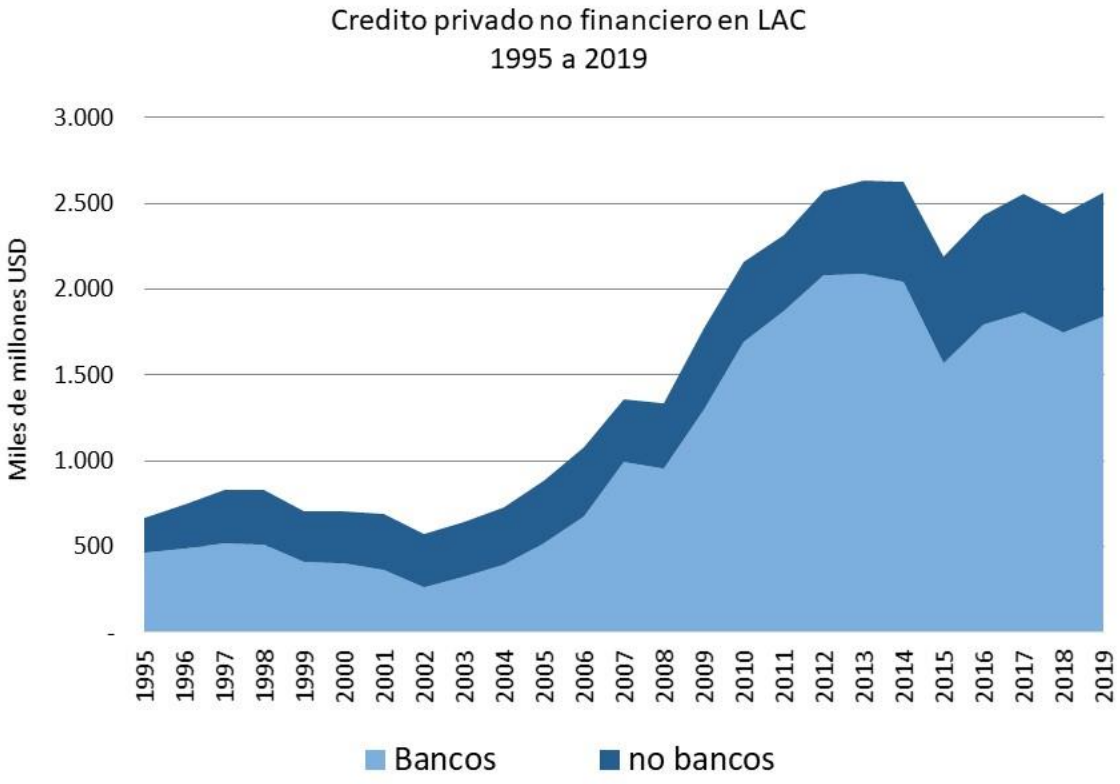




Fuente: Elaboración propia en base a WDI-Banco Mundial

A nivel financiamiento, el crédito bancario continúa siendo la fuente principal de crédito privado no financiero. Según información del BIS para el año 2019, el crédito bancario daba cuenta del 70% del total del financiamiento privado en los países más represetativos de América Latina . Y si bien ha ido perdiendo peso respecto a los mercados financieros como fuente de financiamiento privado y corporativo, especialmente luego del estallido de la crisis financiera internacional,

Gráfico 5.5 Crédito bancario y no bancario al sector privado no financiero. Países seleccionados de América Latina. Años 1995 a 2019

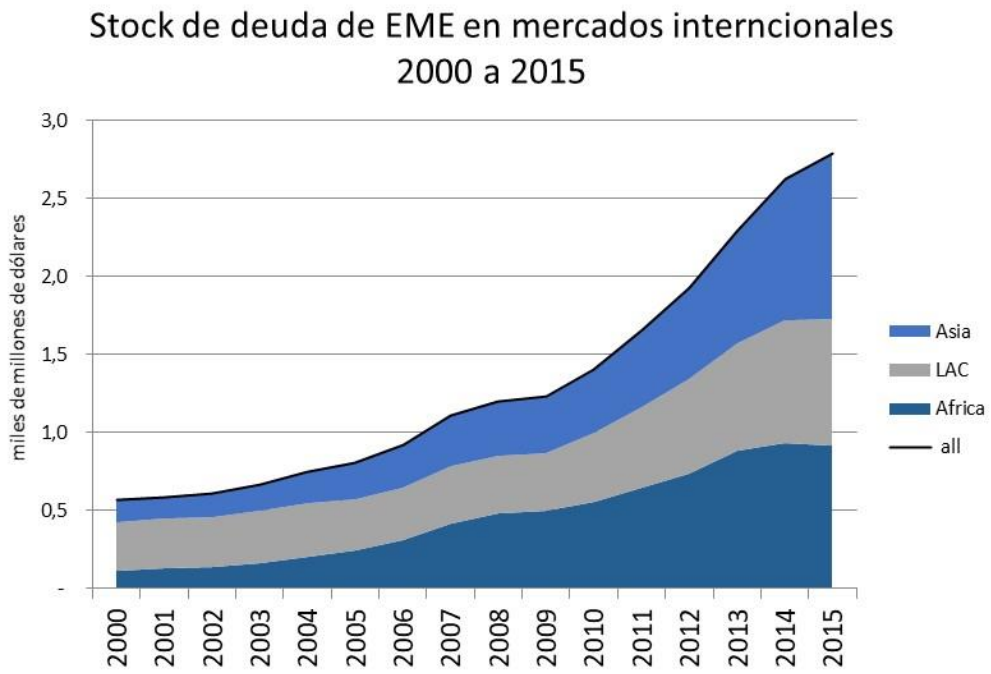


Fuente: Elaboración propia en base a BIS

En cuanto al financiamiento en mercados de capitales en particular, se registra una fuerte expansión del stock de activos en mercados de capitales respecto a dos décadas atrás para América Latina y el resto de los EME. Al analizar el detalle según tipo de continente, en la comparación entre los años 2000 y 2015, el stock total de bonos emitidos por Asia

creció un 700%, por Africa un 1400% y de América Latina un 530%. El stock total de bonos de deuda para todos los sectores de países emergentes para 2017 lleca casi a los 3.000 millones de dólares siendo Asia el continente que acumula el 40% del total de las deudas..

Gráfico 5.6 Estructura de mercados financieros en EME: stock de activos bancarios, bonos de entidades financieras, gobierno y NFC.



Fuente: elaboración propia en base a BIS

Asimismo, este proceso no fue homogéneo al interior de los distintos actores en cada uno de los países. En el cuadro 5.2 a continuación se sintetiza los principales indicadores de esta dinámica. Los países Asiáticos fueron los que proporcionalmente más expandieron el stock total de activos emitidos en los mercados de capitales, centrado mayoritariamente las emisiones de instituciones financieras. Entre los años 2000 y 2015, el stock total de bonos emitidos por instituciones financieras en Asia y el Pacífico creció un 767%, el stock total de bonos emitidos por NFC creció un 629%, y por el gobierno un 355%.

En el caso de América Latina, la dinámica estuvo mayoritariamente centrada en las emisiones de NFC. Entre los años 2000 y 2015, el stock total de bonos emitidos por NFC creció un 531%, por instituciones financieras un 398%, y por el gobierno un 29%. Al distinguir entre ambos periodos, se observa que de los 377 mil millones de dólares que se emitieron entre 2000 y 2015, el 87% correspondió exclusivamente al periodo 2009 a 2015. Es decir, que para América Latina, la mayor expansión de endeudamiento tuvo lugar luego del 2009 y tuvo su origen principalmente en el endeudamiento de las empresas no financieras.

Cuadro 5.2 Stock de deuda de NFC en EME en mercados internacionales nominada en dólares. Detalle según grupo de países y tipo de emisor. Años 2000 a 2015

		2000	2009	2015	2015/ 2000	2015/ 2009
		mill USD	mill USD	mill USD	var %	var %
LAC	Todos	309.936	371.416	810.596	162%	118%
	NFC	61.308	108.774	387.139	531%	256%
	Gobierno	220.723	213.473	284.534	29%	33%
	Inst Financieras	27.905	49.169	138.924	398%	183%
Asia y Pacifico	Todos	145.717	360.300	1.060.107	628%	194%
	NFC	67.173	149.928	489.833	629%	227%
	Gobierno	26.876	59.010	122.232	355%	107%
	Inst Financieras	51.669	151.362	448.043	767%	196%
Africa y Europa	Todos	114.128	498.957	916.077	703%	84%
	NFC	15.593	133.346	245.407	1474%	84%
	Gobierno	79.197	204.485	337.041	326%	65%
	Inst Financieras	19.337	161.126	333.630	1625%	107%
EME	Todos	569.781	1.230.672	2.786.780	389%	126%
	NFC	144.074	392.048	1.122.378	679%	186%
	Gobierno	326.796	476.967	743.806	128%	56%
	Inst Financieras	98.911	361.658	920.596	831%	155%

Fuente: Elaboración propia en base a BIS

3.2. Dinámica del ingreso y egreso de capitales en América Latina

A continuación, se estudiará la dinámica de los flujos de capitales brutos desde y hacia el exterior para LAC8 en base a información nacional del balance de pagos. Se considerará información nacional compilada por las estadísticas de CEPAL y que siga de forma

general la metodología contable del balance de pagos 5ta edición (MBP5) [69],[70]. Cuando resulte necesario, se complementará la información a nacional de flujos financieros de cartera *(acciones y títulos de deuda)* y flujos financieros de *otra inversión* (Banco Central, Sector Público, Sector financiero y Sector Privado No financiero) el fin de tener un mayor detalle de estos conceptos.

Tanto para los activos como para los pasivos, las salidas de divisas de la economía nacional se registran con signo negativo y las entradas signo positivo. De manera simple se entenderá a flujos financieros desde el exterior a aquellos que registran incrementos en los pasivos externos (operaciones de no residentes) en tanto que los flujos hacia el exterior son aquellos que registran variaciones en los activos externos (operaciones de residentes).

Además de lo anterior, vale la pena hacer un alto para mencionar la relevancia de adoptar el enfoque de los sobre flujos brutos para estudiar la dinámica del balance de pagos. El estudio de los flujos brutos la dinámica del balance de pagos resultó muy significativo en el debate de las finanzas internacionales de los últimos años, en particular, al dar una interpretación más acabada sobre los efectos de los desbalances globales y el estallido última crisis internacional, trayendo consigo efectos prácticas y teóricos muy relevantes.

Siguiendo a Borio y y Disyatat (2011; 2015) la visión de flujos netos o supremacía de la cuenta corriente no dice mucho sobre quien financia a quien. La visión de flujos netos considera el cumplimiento de alguna equivalencia intertemporal entre ahorro y financiamiento, que a nivel internacional implica que los países superavitarios de cuenta corriente deben *necesariamente* financiar a los deficitarios. Desde la perspectiva tradicional, se piensa que los flujos de capital son el espejo del resultado de la cuenta

[69] La metodología MBP5 va en línea con la intuición general del movimiento de divisas. Cuando un residente *incrementa* un activo o cuando un no residente *disminuye* un pasivo corresponden signos *negativos*. Cuando un residente reduce un activo o un no residente incrementa un pasivo corresponden signos *positivos*. En la metodología para la 6ta edición de balance de pagos esto se cambio.

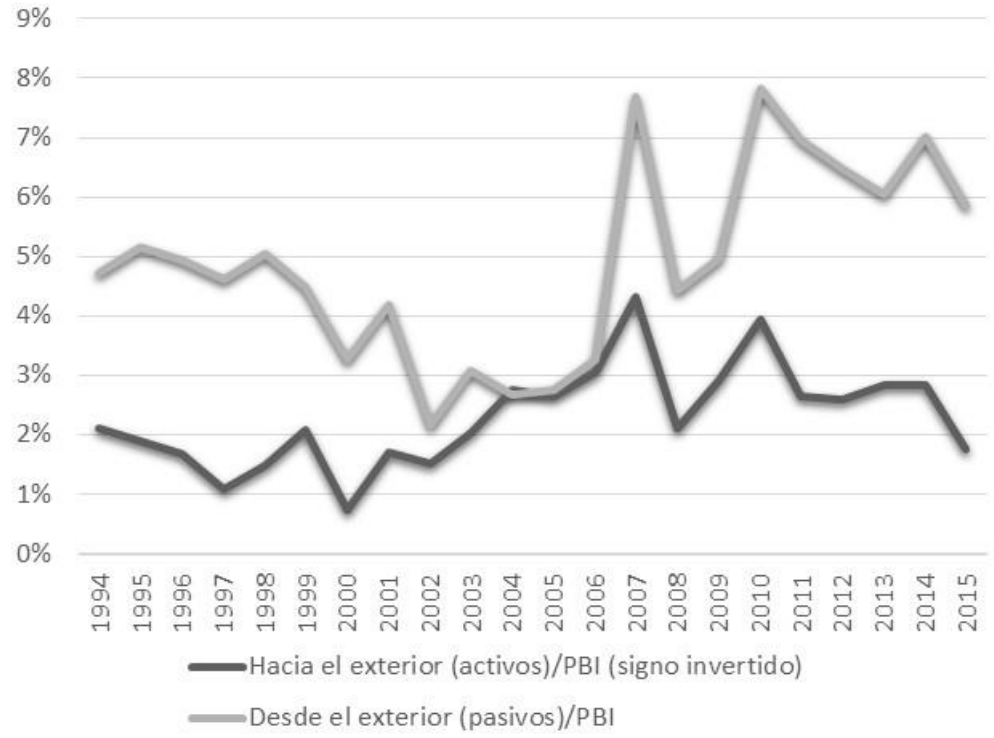
[70] En cuanto a los cambio entre MBP5 y MBP6, INDEC (2018) detalla: a) el principio de registro de la inversión directa: del Principio direccional (MBP5) al Principio activo pasivo (MBP6), b) se incorpora la variación de reservas dentro de la cuenta financiera como activos de reserva, c) se amplian de a cinco los actores institutcionales (MBP5, sector publico, privado financiero a privado no financiero; MBP6, (I) banco central, (II) gobierno general, (III) sociedades captadoras de depósitos, excepto el banco central, (IV) otras sociedades financieras y (V) sociedades no financieras, d) se los activos en la cuenta financiera y el balance resulta de activos menos pasivos, e) se reclasifica de billetes y monedas, depósitos y activos comerciales de las inversiones de cartera los flujos de activos de otros sectores.

corriente. Dado el esquema analítico provisto por el enfoque interporal de la cuenta corriente, el ingreso de flujos de capital posibilita separar las decisiones de consumo y ahorro de la inversión doméstica a partir del arbitraje de tasas de interés doméstica e internacional (Obstfeld & Rogoff, 1995).

Sin embargo, esto no sucede en un mundo de integración financiera. Desde la perspectiva moderna, al considerar los flujos brutos, se piensa que un activo siempre se cambia por otro activo y que el país superavitario no necesariamente ser el que financia al deficitario sino mediante un tercero (el reciclaje europeo de la liquidez global previo a la crisis subprime). O de manera inversa, el país podría ser superavitario de cuenta corriente y aun así ser receptor creciente de flujos (IED que fomenta la exportación). Además, desde la cuenta corriente no hay ninguna información respecto a la distribución de riesgos de la reversión de flujos financieros. Los superavitarios y deficitarios de cuenta corriente están expuestos de manera equivalente a reversiones repentinas de flujos de capital frente a cambios en las condiciones financieras internacionales .

Continuemos con el análisis de lo sucedido en América Latina. En el gráfico 5.7 a continuación se presenta la dinámica de los flujos brutos de capitales sobre el PBI para la región entre 1994 a 2015. Como primera característica, en la región se observa una elevada correlación entre el ingreso y la salida de capitales. Y lejos de parecer contradictorio, ya que debería disminuir la salida a la par que se incentiva el ingreso, esto es producto de la mayor integración financiera y la internacionalización de la inversión. Siguiendo a Avdejiev et al (2018), el aumento del co-movimiento de los flujos de entrada y salida es el formato estándar de respuesta de los bancos y corporaciones a cambios en las condiciones globales de liquidez. En el caso de las economías avanzadas la correlación de ingreso y salida de flujos financieros en bancos es del 0,81 y en corporaciones del 0,50; en emergentes las correlaciones de ingreso y salida de corporaciones es del 0,27 para bancos y 0,21 para corporaciones.

Gráfico 5.7 Flujos Financieros Brutos desde el exterior (pasivos) y hacia el exterior (activos) a PIB para Países de América Latina y el Caribe sobre PBI (principales ocho economías).



Fuente: Elaboración Propia en Base a datos de balance a CEPAL.

Junto con ello, es posible distinguir tres etapas con relativa claridad. La primera va desde los años 1995 hasta el 2003. Esta una etapa caracterizada por la desaceleración del ingreso de capitales desde el pico en 1994, debido al impacto de un conjunto de crisis de mercados emergentes durante los noventas como fue la crisis mexicana de 1994, la asiática en 1997, la crisis Brasileña 1998-99, y la convertibilidad Argentina en 2001-02. En esta última en particular, se observa una fuerte contracción de los flujos financieros desde el exterior y el leve incremento de la salida de fondos.

Luego, se inician los años 2000. Aquí se distinguen dos etapas que, en general, coincidirán con la dinámica del PBI analizado en el capítulo 3. Ambas etapas se caracterizan por una mayor integración financiera de facto, representada por un marcado crecimiento de los flujos financieros desde y hacia el exterior (Koepke, 2015).

La segunda etapa va desde 2003 a 2008 en donde se destaca el incremento de los flujos brutos desde y hacia el exterior, y aunque en 2007 ya se registra un pico de ingreso de

capitales financieros, la clave de esta etapa será la recomposición del ingreso de flujos brutos a niveles promedio similares a los de la etapa anterior junto con un incremento de la salida bruta de capitales. El tercer periodo va desde 2010 a 2015 y está marcada por las externalidades de la crisis financiera internacional. En la región esto significó que la participación de flujos financieros desde el exterior sobre el PBI se duplicó. Y para estabilidad de la IED, esto implicó un boom de flujos de cartera.

Una nota a la presentación de las variables. Para una más simple comprensión de la dinámica a estudiar, se agruparon conceptos de la cuenta financiera según el tipo de operación y correspondencia institucional. El agrupamiento y la desagregación se basa en la metodología 6 del manual de FMI para el registro de balance de pagos. En particular se considerarán los flujos financieros en *IED*, *flujos de cartera privada* (acciones y participación en fondos de inversión, bonos y derivados de SPNF y bancos), *otra inversión privada* (otras acciones, instrumentos de deuda y depósitos de SPNF y bancos) y *flujos de cartera y otra inversión* (acciones y participación en fondos de inversión, bonos y derivados y otra inversión del Banco Central y el Gobierno General). Además, y para mantener la intuición de flujos financieros hacia el exterior, se invertirá el signo del saldo neto de adquisición de activos de residentes[71]. En el anexo se presenta una tabla de conversión.

3.2.1. Flujos financieros desde el exterior

Comenzaremos por el ingreso de capitales. El gráfico 5.8 a continuación presenta la dinámica los flujos brutos desde el exterior distinguiendo el país y el tipo de componente de la cuenta financiera que trate.

[71]Ver detalle en https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm

Gráfico 5.8 Flujos financieros desde el exterior (pasivos de no residentes). LAC8. Años 2000 a 2015.

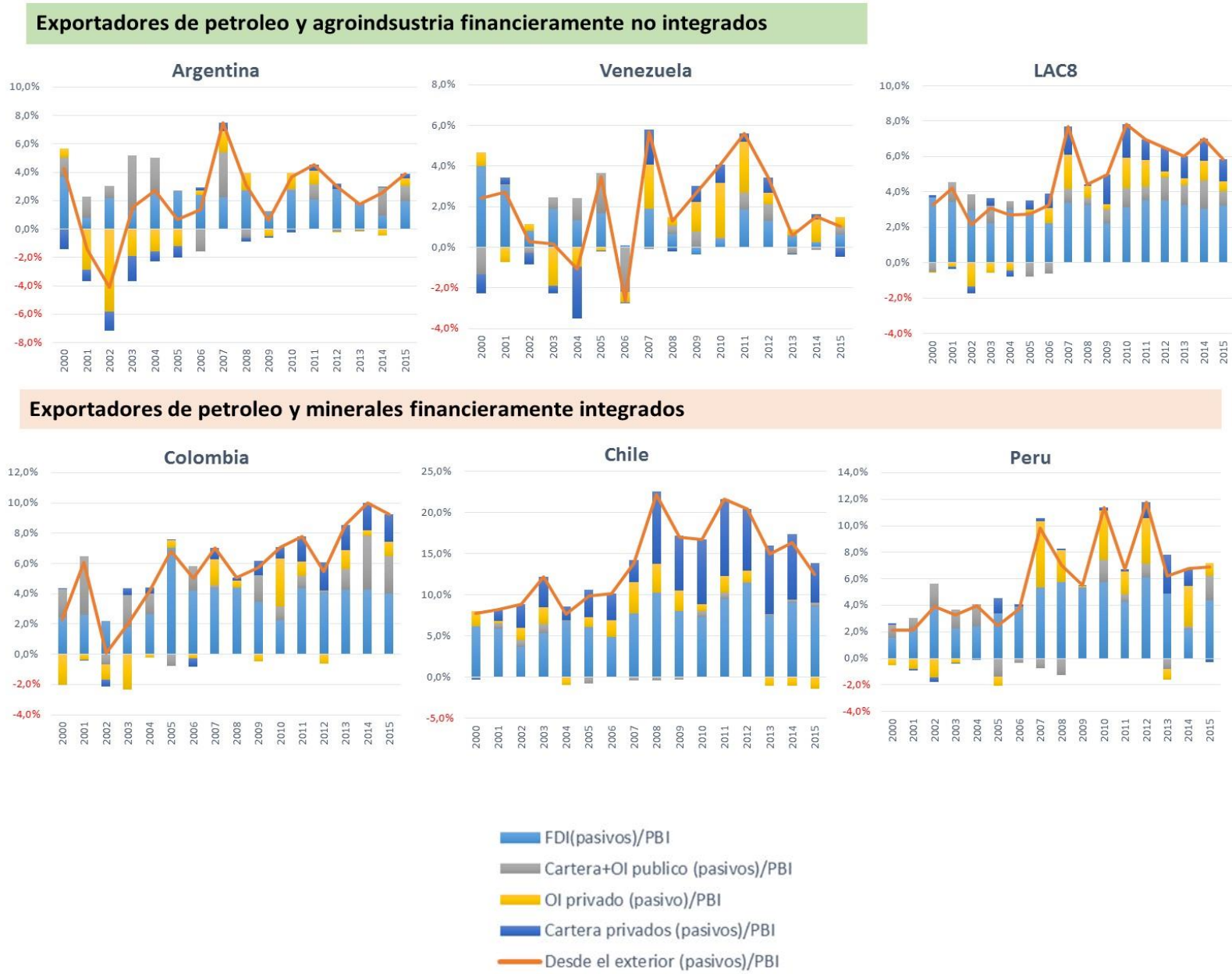
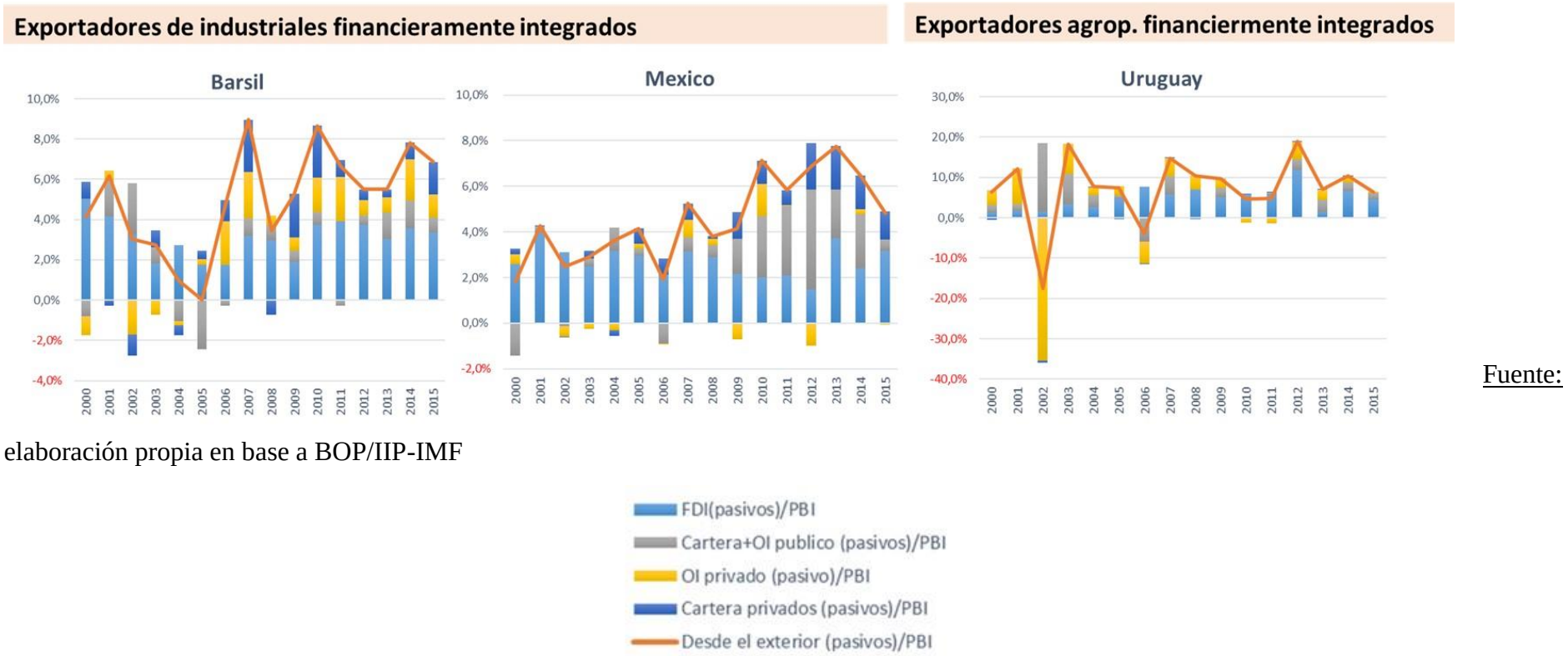


Gráfico 5.8 Flujos financieros desde el exterior. LAC8. Años 2000 a 2015 (*continuación)*



Fuente: elaboración propia en base a BOP/IIP-IMF

A nivel regional se observan tendencias generales. Durante el periodo de desaceleración 2000-02 se registra una reversión de los flujos de cartera privados y de otra inversión, con cierta desaceleración de la IED. Esto se debe al impacto de la crisis argentina de la convertibilidad en 2001. Para LAC8 el periodo 2000-02 los pasivos de cartera de no residentes registraron una reversión 0,1% del PBI, el pasivo de otra inversión fue deficitaria en promedio en 0,5%, levemente compensados por los ingresos de deuda publica equivalente al 0,9% del PBI. En Argentina en particular, en el año 2002 se registra un saldo deficitario de los pasivos de no residentes en Argentina equivalente a 4,1% del PBI. A excepción de Chile, todos los países registraron una disminución de los flujos de cartera y de otra inversión privados.

A partir de 2003 y hasta 2009 se observa una recomposición de los flujos financieros desde el exterior debido fundamentalmente a la dinámica la IED, junto con cierta la reversión del saldo deficitario neto de los pasivos de cartera y otra inversión de no residentes. El mayor ingreso de IED lo registraron Chile, Perú, Colombia y Uruguay con Chile llegando a más que triplicar el promedio regional. Entre 2003 y 2009 la IED alcanzó 2,8% del PBI en la región. Como aspectos puntuales a destacar, hasta 2004 Venezuela registró saldos deficitarios en los pasivos privados debido al intento de golpe de estado en Venezuela en 2002. En 2005 y 2006 se registra un saldo deficitario de la cuenta careta del gobierno por las quitas de la reestructuracion de deuda Argentina en 2005, y el pago al FMI de Brasil, Argentina y Uruguay en 2006.

A partir de 2007, pero con mayor fuerza a partir de 2010, se registra un boom de la expansión de los flujos financieros de cartera privado. Entre 2010 y 2015 los pasivos por inversiones de cartera y otras inversiones del sector privado promedio de 2,3% del PBI (duplicando el ingreso del periodo 2003-2009). Y aunque en menor volumen, también creció el endeudamiento del sector público. Entre 2010 y 2015 el resultado de cartera y otra inversión pública registró ingresos brutos desde el exterior equivalente a 1,1% del PBI. En términos del PBI, los mayores receptores flujos brutos de cartera privados (títulos deuda, acciones) fueron Chile, Colombia y México. En tanto que los mayores receptores de flujos brutos de otra inversión fueron Perú y Brasil. En el caso de la deuda pública se destaca México y Uruguay.

A continuación, se analizará un mayor detalle a nivel nacional. Comenzado con Argentina, entre 2000 y 2003 se registra un saldo financiero deficitario por encima de 4% del PBI debido al default de la deuda pública y el envío de fondos al exterior de no

residentes residente previo a la salida de la convertibilidad. En el año 2001 y 2002 el saldo en títulos de deuda por el default implicó una disminución de los flujos de pasivos en títulos de deuda por un total de USD 13.792 millones (7% del PBI en dos años), en tanto que el saldo de pasivos de cartera y otras inversiones del sector bancario y del SPNF disminuyó en un total de USD 16.932 millones (10,9% del PBI en dos años), En el agregado la cuenta financiera arrojo un resultado deficitario para pasivos de 4,1% del PBI en 2002. Hacia el año 2003 el resultado de pasivos de la cuenta financiera revirtió a valores positivos por otros pasivos del gobierno (operaciones con el FMI). A la par de ello, la IED se recompuso y se expandió. Entre 2003 y 2008 la IED fue en promedio el 2,3% del PBI. No se registraron ingresos significativos de títulos de deuda u otros pasivos del sector privado. Recién luego de la culminación del proceso de restauración de deuda en 2005, los pasivos de cartera y otra inversión privada revierten a valores positivos.

En este sentido, Argentina permaneció ajena al boom de flujos de cartera. Entre 2009 y 2015 los pasivos de cartera y de otra inversión privados promediaron 0,4% del PBI. Para tener una idea, en comparación esto represento un cuarto de la magnitud de flujos recibidos entre 1994-2000 (1,8% del PBI) y un quito del ingreso en la región para el mismo periodo (2,8% del PBI). Además de lo anterior, el leve superávit contable de la cuenta financiera entre 2014 y 2015 se produjo exclusivamente por el ingreso de pasivos del sector publico debido operaciones de deuda por la expropiación de YPF y el SWAP con China[72]. Neto de estas operaciones, los pasivos del sector privado fueron insignificantes[73].

Esto se debió fundamentalmente a la vigencia de un conjunto de controles cambiarios que implementados desde octubre de 2011. Estos abarcaron la compra de dólares para viajes al exterior, ahorro (sin destino específico), remisión de utilidades, operaciones inmobiliarias u otro concepto requería de una autorización de la entidad tributaria que valide ingresos y/o el banco central que autorice la venta al tipo de cambio oficial, desincentivando fuertemente el ingreso de divisas al controlar las salidas (ver siguiente

[72] YPF deuda por USD 6000 millones, Swap con China USD 3800 millones en 2014 y USD 7580 millones en 2015.

[73] La suma total de operaciones de cartera y otras inversiones del sector privado bancario y SPNF entre 2009 y 2015 fue de USD 14.452 millones.

sección). Luego del cambio de gobierno en diciembre de 2015 todas regulaciones fueron eliminadas.

Venezuela registra al comienzo de la década un fuerte saldo neto deficitario producto de la dinámica política que incluyó el intento de golpe de Estado en 2002. Entre 2002 y 2005 el balance neto de pasivos con no residentes de la cuenta financiera resultó mayoritariamente deficitario. En 2005 el resultado de pasivos se recompone debido a la colocación de deuda del gobierno nacional. En 2006, el déficit se debe a al saldo deficitario de flujos de IED. Este año Chávez gana un segundo mandato de seis años y se concretan un conjunto de nacionalizaciones que abarcan telecomunicaciones y empresas eléctricas (Vera, 2014). A partir de 2007 y para los años siguientes, el saldo superavitario de la cuenta financiera corresponde a movimientos de otra inversión del sector privado debido a operaciones mayoritariamente conducidas el sector público y sus empresas (PDVSA)[74]. De modo que la recomposición de los pasivos financieros a partir de 2007 se debió exclusivamente a la dinámica del sector público. Considerando información del balance de pagos nacional relevada por el Banco Central de Venezuela que agrupa a PDVSA como operaciones comerciales dentro del sector público, es posible afirmar que entre 2007 y 2015 el 95% del total del saldo de pasivos con no residentes corresponden a títulos de deuda del gobierno nacional y pasivos de otras inversión (total USD 58.114 millones, 1,5% del PBI en promedio anual). A partir de 2012, estas operaciones se ven significativamente mermadas y los flujos financieros desde el exterior de desploman, debido al deterioro del precio del petróleo y la intensificación de los controles cambiarios.

Luego se encuentran los países financieramente más integrados. En el caso de Brasil, a partir del año 2006 se inicia un proceso de fuerte ingreso de capitales desde el exterior. En 2004 y 2005 se registra resultado deficitario en los pasivos del gobierno producto de la cancelación de deuda con organismos internacionales, que incluyó la no renovación de la línea de crédito con el FMI por USD 23.271 millones en 2005 (CEPAL, 2006). A partir de 2006 se registra una reversión del saldo deficitario de los pasivos de otra inversión privada debido fundamentalmente a colocaciones de deuda del sector bancario y pasivos de otra inversión del SPNF. Entre 2006 y 2009 ingresaron USD 146.868 millones por

[74] Vale la pena destacar que la contracara del efecto de registrar contablemente las operaciones financieras de PDVSA dentro del SPNF implica otorgarle un elevado peso a los flujos privados en la cuenta financiera y un bajo peso a las operaciones del sector publico. Una muestra de ello es que entre 2003 y 2015 el promedio de los pasivos de cartera y otra inversión del sector publico representan 0,3% del PBI.

deuda y otras inversiones del sector privado, de los cuales USD 62.995 (42% del total) correspondió solamente a otra inversión del SPNF. Entre 2003 y 2009 los pasivos de otra inversión representaron 2,7% del PBI, mientras que a comienzo de los 2000 el saldo fue deficitario en 0,5% el PBI. A partir de 2010, esta tendencia se profundizó y se sumaron las colocaciones de cartera, en especial la emisión de acciones y títulos de deuda del sector privado no financiero. Entre 2010 y 2015 se emitieron un total de USD 177.620 millones de en pasivos de cartera, de los cuales USD 120.500 correspondieron a acciones, títulos de deuda y derivados del SPNF (67% del total). Para el mismo periodo, ingresaron pasivos de otras inversiones del sector privado por USD 204.232 millones, de los cuales 135.000 millones corresponden a otras inversiones del SPNF (66% del total). En la comparación con el periodo 2006 a 2009 los pasivos financieros de cartera y de otra inversión se incrementaron en 140% (de 1,8% del PBI promedio anual a 2,5% del PBI promedio anual). En cuanto al sector público, se registra una expansión de los flujos de capitales aunque el peso sobre el total de la economía fue mucho menor. Para el periodo 2003 a 2009 el promedio de ingreso de flujos financieros y de otra inversión del gobierno paso de 0,2% del PBI (incluyendo el pago al FMI en 2005) a 0,6% del PBI en el periodo 2010 a 2015.

En el caso de México, desde comienzo de los años 2000 y hasta el año 2010 la dinámica de la cuenta financiera estuvo mayoritariamente dominada por los flujos de IED. Entre 2003 y 2010 los pasivos de IED representaron el 72% del total del saldo de pasivos financieros, en tanto que los movimientos de cartera y otra inversión privada menos del 14%. Asimismo, en la comparación regional y en términos históricos, los flujos de FDI no mostraron una dinámica expansiva especial se ubicaron algo por debajo del promedio regional y en los mismos niveles que en la etapa anterior. El cambio más significativo se produjo a partir de 2007, y con mayor fuerza desde 2010, donde se registra una fuerte expansión de los pasivos financieros de cartera y de otra inversión debido al proceso de endeudamiento corporativo en los mercados de capitales internacionales. Entre 2010 y 2015 ingresaron USD 101.181 millones en concepto de pasivos de cartera y otras inversiones del sector privado, de los cuales USD 90.790 (89% del total) correspondió solamente a títulos de deuda del SPNF. Esta magnitud fue muy singnificativa. En términos del PBI, los pasivos de cartera y otra crecieron del 0,5% del PBI del 2003 y 2009 al 1,7% del PBI entre 2010 y 2015. En cuanto al sector público, también se registra una expansión de los flujos de capitales debido a la expansión de los pasivos por títulos de

deuda del gobierno. Entre 2003 a 2009 el promedio de ingreso de pasivos por títulos de deuda paso totalizó USD 30.260 millones (0,5% del PBI) en tanto que entre 2010 y 2015 totalizó 181.200 millones (1,7% del PBI). La mayor emisión de deuda pública se debido al incremento del déficit primario del sector público (del 0,5% del PBI en 2009 a 1,3% del PBI en 2015 e incluye el apoyo financiero a PEMEX).

Para Perú en el año 2007 y con mayor persistencia desde el año 2010 se registra un crecimiento del flujo de capitales de cartera y otras inversiones. Durante los primeros 2000s, la cuenta financiera de la economía peruana estuvo mayoritariamente determinada por los flujos de IED. Entre 2003 y 2010 los pasivos de IED representaron el 80% del total del saldo neto de pasivos financieros, el sector público fue deficitario neto y el resto correspondió al sector privado de cartera y de otras inversiones. En la comparación regional, y producto de la fuerte recomposición de los términos de intercambio de los comoditas metálicos, los flujos de FDI fueron superiores al promedio regional: para la etapa 2003-09 la IED fue alcanzó el 5,5% del PBI (LAC8 4,4% del PBI) y en 2010-15 fue de 8,2% del PBI (LAC8 6,5% del PBI). A partir de 2007, y luego en 2010, se registra un boom de los flujos financieros. Entre 2010 y 2015 ingresaron USD 32.352 millones en concepto de pasivos de cartera y otras inversiones del sector privado (3% del PBI en promedio anual), registrando un incremento del 618% respecto al periodo anterior 2003-09 (que incluye el pico de 2007). En el detalle del SPNF, se destacan USD 15.243 de flujos de otra inversión del SPNF (efectivo por colocación de deuda mediante subsidiarias en el exterior y otras inversiones financieras) y USD 10.380 millones por colocación de títulos de deuda SPNF (suscripción primaria de no residentes de deuda residente en los mercados internacionales). En cuanto al sector público, este también registró un crecimiento de la deuda, aunque en menor medida que la del sector privado. Entre 2010 y 2015 se registró una reversión del saldo deficitario, colocando un total de USD 7.790 millones, 0,7% del PBI, 8,6% del total de pasivos.

Chile registra un proceso equivalente ingreso de flujo de capitales privados, aunque con varias particularidades. En primer lugar, Chile fue el país que mayor peso tuvo el ingreso de capitales en toda la región. En la comparación regional, entre 2003 y 2015 el ingreso de pasivos financieros desde el exterior representó el 16% del PBI en tanto que el promedio para LAC8 fue del 6%. Al ser un país minero, el peso destacado lo tiene la IED. Entre 2003 y 2015 la IED representó el 8,3% del PBI en tanto que el promedio para LAC8 fue del 3,1%. En segundo lugar, y al igual que en toda la región, a partir del año 2007, y

con mayor fuerza desde 2010, Chile registra un fuerte ingreso de pasivos de cartera y de otras inversiones motorizados por el sector privado. Aunque, como particularidad de la economía chilena, se destaca no solo la colocación de deuda del SPNF sino también el crecimiento de la colocación de acciones corporativas. En términos generales, entre 2010 y 2015 ingresaron USD 141.647 millones en concepto de pasivos de cartera y otras inversiones del sector privado (7,8% del PBI en promedio anual), registrando un incremento del 157% respecto al periodo anterior 2003-09. Chile por si solo representó el 25% del ingreso de capitales de financieros de toda LAC8. Y aunque los más dinámicos fueron los títulos de deuda, en el detalle de los flujos de cartera se destaca tanto la deuda como las emisiones de acciones del SPNF. Por el lado de la deuda, entre 2010 y 2015 se emitieron USD 25.213 millones en concepto de títulos de deuda corporativa, un 535% más que el periodo anterior (1,7% del PBI en promedio anual). Por el lado de los pasivos por acciones SPNF (suscripción primaria y compra de FCI) se registran ingresos por USD 18.303 millones, un 362% más que el periodo anterior (1,2% del PBI en promedio anual). El sector público registro una muy menor expansión de la deuda. Entre 2010 y 2015 se registró un reversión del saldo deficitario neto en la posición de pasivos, solo colocó un total de USD 6.402 millones, 0,4% del PBI, 2,5% del total de pasivos.

Colombia registra desde el año 2005 un persistente crecimiento de los flujos financieros desde el exterior. En el caso colombiano se pueden destacar dos particularidades. Primero, que crecimiento en el ingreso de IED arranca 2005 y no en 2003 como en el resto de la región[75]. En cualquier caso, al igual que en LAC8 la primer etapa que va desde 2003 y 2009, los flujos por pasivos dominaron la dinámica de la cuenta financiera donde El 76% del total de flujos desde el exterior correspondieron a IED, el 15% restante correspondió a deudas del gobierno y el BC. Para la etapa 2003-09 la IED fue alcanzó el 5,4% del PBI (LAC8 4,4% del PBI) y en 2010-15 fue de 8,0% del PBI (LAC8 6,5% del PBI). Asimismo, este impulso a la IED continúo luego de 2009, a la que se sumaron los pasivos de cartera y otras inversiones financieras. Respecto de ello, y como segunda particularidad, la expansión de los flujos financieros estuvieron traccionados tanto por la deuda de SPNF, la suscripción de acciones y las operaciones de instituciones financieras.

[75] El crecimiento de la IED se inicia un poco más tarde que en la región. Como elemento negativo, podría influir los efectos de la inestabilidad política que registraba hasta ese año Venezuela (socio de la comunidad andina). Como elemento positivo, el control militar de territorios de la guerrilla, la disminución de los secuestros y asesinatos. Véase para esto el comentario de Ocampo, 2015, p.13

Entre 2010 y 2015 ingresaron USD 51.900 millones en concepto de pasivos de cartera y otras inversiones del sector privado (2,5% del PBI en promedio anual). En el detalle, se observa que USD 11.600 millones fue por suscripción de acciones del SPNF (22% del total de pasivos de cartera y OI del sector privado), USD 11.400 millones por emisión deuda corporativa del SPNF (22% del total de pasivos de cartera y OI del sector privado), USD 11.200 por ingreso de otras inversiones SPNF (21% del total de pasivos de cartera y OI del sector privado) y USD 6.300 millones a títulos de instituciones bancarias (12,2% del total de pasivos de cartera y OI del sector privado) y USD 7.800 por otras inversiones de instituciones bancarias (15% del total de pasivos de cartera y OI del sector privado). La baja relevancia de estas operaciones en la etapa anterior hizo que algunas operaciones registren aumentos de hasta el 2700%, en el promedio el crecimiento es del 837%. En cuanto al sector público, este también registró un crecimiento de la deuda, aunque menos dinámico que el sector privado. Entre 2010 y 2015 se emitieron un total de USD 31.900 millones, 1,6% del PBI, 19% del total de pasivos.

Por ultimo, Uruguay comienza los años 2000 muy afectado por el contagio de la crisis Argentina. En el año 2002 registra un fuerte déficit de la cuenta financiera producto de la salida de otras inversiones del SPNF no residente por USD 4.800 millones. A partir de allí, y con mayor impuso desde 2005, se registra una persistente recomposición de los flujos financieras en especial de IED. Entre el 2003 y el 2010 la IED fue el principal componente de los pasivos financieros alcanzado el 5,5% del PBI, por un total de USD 8.194 millones, con un crecimiento del 50%. Durante este periodo se destaca el saldo deficitario del año 2006 producto del pago anticipado del remanente de la deuda con el Fondo Monetario Internacional por un monto total de USD 1.078 millones y la cancelación de créditos al BID y Banco Mundial por USD 420 millones (CEPAL, 2006). A partir de 2007 se registra un ingreso de capitales financieros, pero a diferencia de otros países financieramente integrados región, el ciclo de ingreso de capitales no fue persistente: tuvo una tendencia decreciente entre 2007 y 2012 y fue simultáneamente acompañado de operaciones de crédito del gobierno. Entre 2010 y 2015 ingresaron USD 3.444 millones en concepto de pasivos de cartera y otras inversiones del sector privado, que casi en su totalidad correspondieron a otras inversiones, mayoritariamente del SPNF. Se destaca el dinamismo de estas operaciones a partir de 2012, luego de que en Argentina se implementan los controles cambiarios pudiendo tratarse de operaciones argentinos que tradicionalmente fugan capitales a ese país. Por el lado del sector público, las operaciones

del gobierno fueron las más dinámicas dentro los pasivos de la cuenta financiera alcanzando los USD 5700 millones, un 180% más que en el periodo anterior, dado casi en su totalidad por la emisión de títulos de deuda del gobierno.

3.2.2. Flujos financieros hacia el exterior

A continuación, se analizarán los flujos financieros hacia el exterior. Esta distinción resulta relevante ya que, aunque la mayor integración financiera implicó un incremento de las entradas y salidas brutas de capital, la dinámica es diferente. En el gráfico 5.9 se presentarán los flujos financieros hacia el exterior a nivel regional y en el detalle para cada uno de los países. La apertura de la cuenta financiera será la misma que se consideró en el caso de los flujos brutos desde el exterior.

Gráfico 5.9: Flujos financieros hacia el exterior (activos de residentes). LAC8. Años 2000 a 2015.

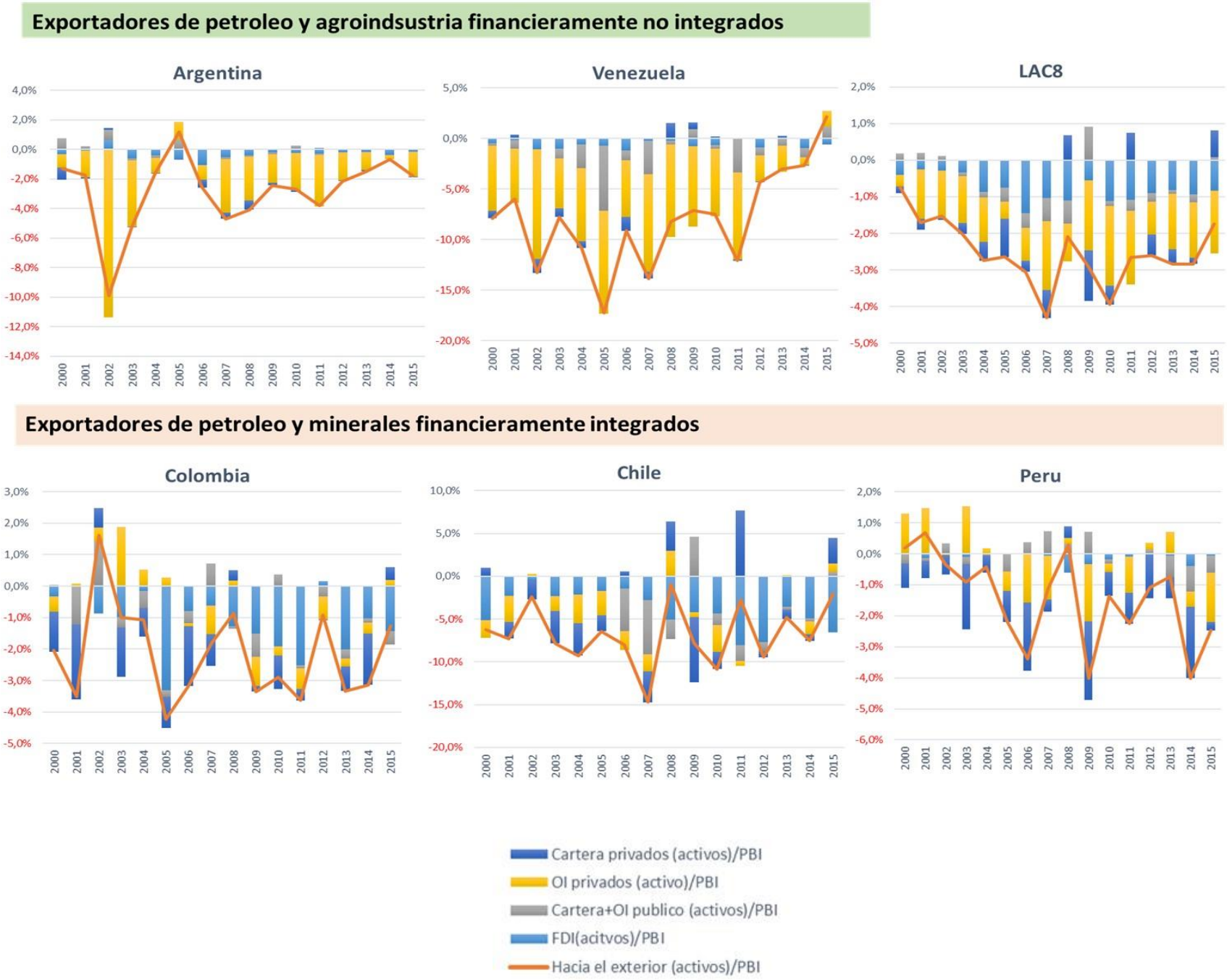
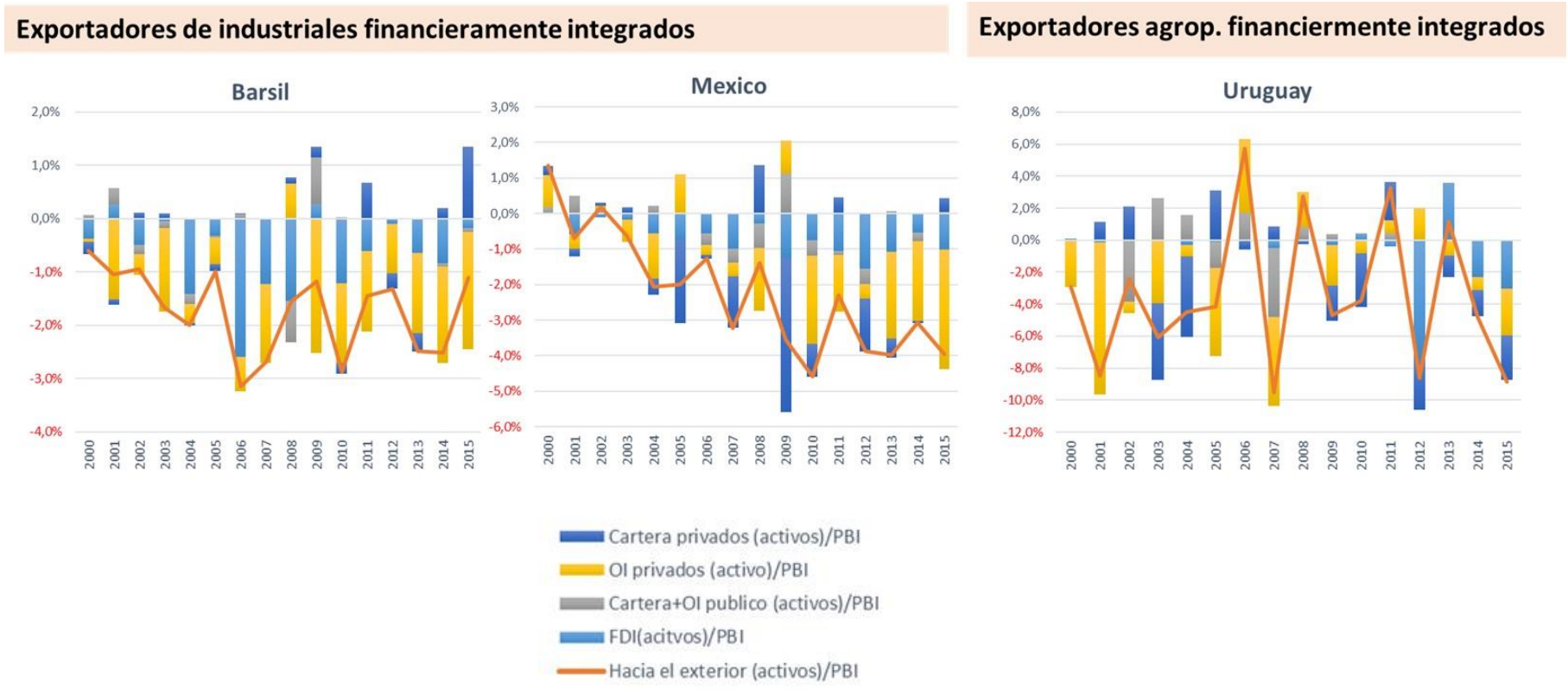


Gráfico 5.9 Flujos financieros hacia el exterior (activos de residentes). LAC8. Años 2000 a 2015. (*continuación)*



Fuente: elaboración propia en base a BOP/IIP-IMF

A nivel regional, al igual que con los flujos financieros desde el exterior, al considerar los flujos brutos al exterior o la formación de activos financieros de residentes es posible diferenciar periodos. Y si bien existe cierto paralelismo entre las entradas y la salidas de capitales producto de, primero, la mayor integración financiera y, segundo, los efectos de la crisis financiera internacional sobre la dinámica de los flujos de capitales, la dinámica de la formación de activos financieros de residentes tiene un elevado componente idosciocratico. En primer lugar hay que tener en claro que no toda la formación de activos externos constituye una forma de "fuga de capitales" (Basualdo y Kulfas, 2000). Como veremos, algunos países impulsaron la translacionalización de sus empresas, otros la deslocalización de su inversión de cartera y otros tuvo relevancia la tradicional Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero (FAE). En segundo lugar, efectivamente existen especificidades económicos y sociales nacionales como pueden ser los diferenciales de rendimiento de cartera, la historia de crisis financieras, el tamaño del mercado financiero local, el vínculo cultural con EEUU y la incertidumbre política, entre otros, dando lugar a un mayor sesgo dolarizador adicional[76].

A nivel regional, desde los años LAC8 registra una persistencia en la salida de capitales de los residentes y en especial la formación de activos del SPNF de los países financieramente menos integrados. En esta dinámica podemos distinguir 3 periodos. El primero de ellos corresponde a los años 2000 y 2002. Aquí se registra una tendencia creciente a la salida bruta de capitales e inversiones hacia el exterior y en la forma de dolarización producto de la crisis argentina primero y venezolana después. Entre 2000 y 2002 se registró una salida total de USD 74.058 millones formación de activos de residentes de los cuales un 73% correspondieron a otras inversiones del sector privado financiero y no financiero y un 14% a inversiones de cartera del sector privado financiero y no financiero especialmente en Argentina, Uruguay y Venezuela. Luego se registra un segundo periodo que va desde 2003 a 2009. Esta etapa se caracteriza por el aumento de la IED, los flujos de cartera y otras inversiones hacia el exterior. Uno de los rasgos más destacables del periodo fue el peso que ganó la IED en el exterior debido a la creciente

[76] Para un estudio econométrico de los determinantes de los flujos de capitales puede consultarse Schineller (2000) y Cerra, Richie y Saxena (2008).. Para la importancia de aspectos sociológicos en el caso argentino puede consultarse Gaggero y Nemiña (2013). Asimismo, puede revisarse el enfoque económico y el rol de la aversión a la ambiguead en la elección racional de decisiones de portafolio en Corso (2015), los aspectos históricos en Burdisso y Corso (2011) y la aplicación de este enfoque en un modelo de crecimiento en Burdisso, Corso y Katz (2013).

internacionalización de algunas empresas extranjeras en especial las Brasileñas (Finchelstein, 2013). Esto se refleja en el incremento de su peso sobre el PBI, aumentando del 0,3% del PBI del periodo 2000-02, al 0,9% del PBI para el periodo 2003-09. En cuanto a las inversiones en cartera aparecen dos aspectos a destacar. Por un lado, los crecientes flujos de inversión de en el exterior de las AFP y los fondos soberanos chilenos. Y por el otro, el impacto de la crisis financiera internacional en particular en el año 2009 donde se registra una fuerte salida de inversiones de cartera del sector privado residente hacia el exterior. En cuanto a otras inversiones, si bien redujeron su participación sobre el total de flujos financieros hacia el exterior del 74% en 2000-02 al 45% en 2003-2009, continuaron teniendo un peso relevante en el total de las salidas, debido la persistencia de la fuga de capitales en Venezuela y Argentina. El tercer periodo que va desde 2010 a 2015 registra una estabilización de los flujos de residentes hacia el exterior por debajo del 3% del PBI regional. Aquí se destaca la estabilización de la formación de activos en el exterior producto de implementación de controles cambiarios en Argentina y Venezuela (ver apartado). Además de ello, se comprime fuertemente las inversiones públicas y privadas de cartera sobre el total, pasando del 14% del total de flujos financieros 2003-09 a 1% para el periodo 2010-15, como consecuencia de la disminución de la rentabilidad de los activos internacionales de renta fija producto de la política de QE versus el mercado local (la cara inversa del carry-trade) y la repatriación por parte de Chile de recursos del fondo soberano para hacer política anti-cíclica. En cuanto a la IED en el exterior, mantuvo su participación en torno al 0.9% del PBI, aunque se sustituyó una parte de la IED brasileña por mexicana y chilena.

Comenzando por los países menos integrados, la dinámica de los flujos financieros hacia el exterior en Argentina y Venezuela corresponde mayoritariamente a la fuga de capitales y la regulación de la cuenta capital. En el caso de Argentina, a partir de 2003 se inicia un proceso de crecimiento económico que trajo consigo un crecimiento de los activos de otra inversión del SPNF producto de la persistencia de la fuga de capitales. En el periodo 2003-09 los flujos financieros hacia el exterior equivalieron a 2,9% del PBI, de los cuales el 73% del total de los activos hacia el exterior. Un primer máximo se alcanza en el año 2007, donde coincide el periodo electoral y primer impacto de la crisis financiera internacional. Ese año los activos de otra inversión del SPNF totalizaron USD 8.800 millones, un 3,6% del PBI. El segundo máximo se alcanza en 2011, con una salida de fondos por activos de otra inversión del SPNF por USD 18.650, equivalente a 3,5%. En

ambos periodos, y en line con la región, no se registraron contrapartidas significativas de ingresos de cartera, por lo que la mayor parte de la fuga de capitales fue cubierto con el saldo de la cuenta corriente (Manzanelli y Basualdo, 2017)[77]. A partir de allí se implementan controles cambiarios y el peso de estas operaciones en el balance de pagos cae significativamente.

En cuanto al detalle de los controles cambiarios para Argentina, estas se implementaron en octubre de 2011. Y al considerar la normativa y su implementación es posible observar que esta transitó distintas etapas, en algunas de ellas quedaron inhabilitados las formas de adquirir dólares sin destino específico al tipo de cambio oficial. El 28 de octubre de 2011 se implementó una autorización especial ante AFIP para todos aquellos individuos que deseaban comprar dólares sin una finalidad productiva específica, lo que dio inicio a la política de regulación a la compra de dólares. El 8 de febrero de 2012 se implementaron regulaciones para la compra de dólares por parte de empresas para todo tipo de operaciones, las cuales debían contar con el aval del BCRA. Al mismo tiempo, se implementaron las Declaraciones Juradas Anticipadas de Importación (DJAI), que consistían en un control previo por parte de la Secretaría de Comercio para la habilitación (o no) de la importación de ciertos productos. Ambas medidas dieron inicio a la regulación efectiva sobre importadores. El 15 de junio de 2012 se eliminó la opción ahorro del formulario de AFIP, quedando totalmente inhabilitada la compra de dólares para FAE en el mercado oficial. El 1 de noviembre de 2012 se prohibió la compra de dólares para operaciones inmobiliarias con créditos hipotecarios aprobados.De allí en adelante, las regulaciones se alternarían entre regulaciones de AFIP y autorizaciones más o menos rigorosas por parte del BCRA. El 24 enero de 2014 se permitió la compra de dólares para ahorro de acuerdo al nivel de ingresos, abonando un impuesto adicional de 35%, que luego podía ser computado como percepción del impuesto a las ganancias. Esta medida fue la primera apertura del mercado de cambios para compradores minoristas. Tras el cambio de gobierno en diciembre de 2015, se flexibilizó la regulación eliminando todos los controles implementados desde 2011 y otros previos, como el plazo máximo de

[77] "*Durante la etapa analizada* [2008-15] *la formación de activos externos superó los 65.000 millones de dólares, equivalentes al 75% del superávit total de la cuenta corriente. Vale señalar que la mayor parte de esta salida (aproximadamente 48.000 millones de dólares) ocurrió entre 2008 y 2010, como expresión de la combinatoria de la crisis mundial, el conflicto interno y el rezago cambiario, pero no deja de ser llamativo que incluso en un contexto de expansión de la economía los capitales eligieran retirarse de la valorización en el país*" (Manzanelli y Basualdo, 2017, p.55)

liquidación de divisas de exportadores (que regía desde 2001) y encaje mínimo no remunerado para los flujos de capitales de inversión en cartera (que regía desde 2005).

En el caso de Venezuela también se destaca como principal componente de la dinámica de los activos financieros hacia el exterior la adquisición de activos de otra inversión del sector privado no financiero debido al proceso de fuga de capitales. Al igual que en el caso Argentino, a pesar de que la economía atravesó la turbulencia política y comenzó a crecer fuertemente a partir de 2004, la fuga en lugar de moderarse se incrementó. Eso es de la forma que adquiere la fuga en estos países, donde el ingreso disponible, incrementa las ganancias y el ahorro que se dolariza[78]. En el periodo 2003-09 los flujos financieros hacia el exterior equivalieron a 10,1% del PBI, de los cuales el 81% del total de los activos hacia el exterior (un 8,2% del PBI) correspondió a activos de otras inversiones del sector privado. El pico más alto se alcanza en 2005, aunque para todos los años fue muy elevada. A partir de 2008, y sobre todo a finales de 2012 tras la victoria electoral de Maduro y el deterioro de la cuenta corriente, se endurecen los controles cambiarios, y las operaciones del sector privado se reducen significativamente. Entre 2003 y 2008, especialmente en 2005, se destacan un compra de activos de otra inversión por parte del sector publico a PDVSA debido a la capitalización del FEM y el FONDEN, aunque con impacto neutral en las reservas (CEPAL, 2005)[79].

En cuanto a los controles cambiarios en Venezuela, estos se implementan luego de la crisis de 2002 y con distintas etapas, duró todo el periodo. El organismo público responsable de ordenar administrativa y comercialmente el esquema de intervención del BCV en el mercado de divisas a precio oficial era el CADIVI (Comisión de Administración de Divisas). Y aunque existían regulaciones administrativas (ventanillas

[78] Cerra, Rishi y Saxena (2008) estudian los determinantes de la fuga de capitales para más de 100 economias entre 1970 y 2005. Allí encuentran que el menor crecimiento reduce la fuga/PBI, y que la fuga pasada influye en la fuga futura (elevada persistencia). Además, tienen especial interés en el efecto de la deuda como determinante de la fuga y de la fuga sobre la deuda ("revolving door effect"). Para ello estiman un OLS en dos tiempos donde controlan la endogeneidad con instrumentos para fuga y deuda. Allí encuentran doble significatividad y un relación de causalidad en el sentido de granger para ambos lados.

[79] "*En julio del 2005 la Asamblea Nacional aprobó la ley de reforma parcial de la ley del Banco Central de Venezuela, en que se establece que Petróleos de Venezuela S.A. (PDVSA) dejará de estar obligada a vender al BCV la totalidad de las divisas provenientes de las ventas de hidrocarburos y que solamente deberá vender la cantidad necesaria para solventar sus compromisos en bolívares. La diferencia será transferida mensualmente a un fondo especial, el Fondo de Desarrollo Nacional (FONDEN).*" (CEPAL, 2005, p.119)

administrativas dependiendo del tipo de operación), la dificultad y los requisitos para acceder a divisas no fue siempre tan rígida. De la mano del superávit de cuenta corriente y la tendencia apreciatoria en el tipo de cambio existió cierta flexibilidad de los controles cambiarios, incluyendo la compra de dólares para viajes, remisión de utilidades, depósitos en el exterior. En 2008, debido la crisis internacional y la primer caída en el precio del petróleo, los controles se intensificaron. Esto hizo ganar relevancia al mercado paralelo, aunque la brecha cambiaria siempre se ubicó por debajo del 100%. Al mismo tiempo, en el año 2008 se creó el bolívar fuerte como nueva moneda, se redujo significativamente los montos adquisición de divisas en tarjetas en el exterior y se dificultó la remisión de utilidades de las empresas extranjeras[80]. En 2010 se declaró ilegal la compra-venta de divisas en el mercado negro y se puso en vigencia el SITME (Sistema de Transacciones con Títulos en Moneda Extranjera), que sin remplazar el CADIVI, habilitó una ventanilla especial para operar divisas mediante bonos públicos. Esto implicó una forma de desdoblamiento cambiario creando una ventanilla especial para operaciones financieras mediante bonos públicos dolarizados[81]. Entre 2010 y 2012 la brecha cambiaria se ubicó en torno al 100%. El año 2012 fue de mucha importancia. Por un lado, de cara al proceso electoral el gobierno flexibiliza las regulaciones a las importaciones y la compra de divisas del sector privado, compensado la mayor demanda con una oferta del sector público por USD 12.311 millones de recursos asignados al FONDEN y otros. Sin embargo, a partir del último trimestre de 2012 y con el impacto de la segunda caída del precio del petróleo, tras la victorial electoral de Maduro en las elecciones presidenciales, se intensificó los controles cambiarios incluyendo de manera general la importaciones. Fue a partir de aquí que la brecha cambiaria y la inflación inició un ritmo alcista muy marcado y que no se detuvo[82]. El año 2013 se inició con una brecha del 177% y finalizó

[80] La creación del Bolivar Fuerte redujo en tres ceros la denominación de la anterior moneda. La suspensión de remisión de utilidades se considera a partir de lo informado por las empresas norteamericanas en los informes oficiales, véase Departamento de Estado de Estados Unidos (2014), p.3-4.

[81] La operatoria consiste en la adquisición de un bono publico dolarizado con moneda local a contado con liquidación en moneda extranjera. Esto puede hacerse en la plaza venezolana o directamente en el exterior. La cotización de las divisas mediante esta operatoria financiera suele seguir de cerca el tipo de cambio paralelo o libre. Mediante el SITME el gobierno venezolano intervino directamente ofreciendo títulos en dólares como una forma de bajar la cotización.

[82] Ver Reuters, 16 diciembre de 2013 https://www.reuters.com/article/venezuela-economy/update-1-venezuela-revamping-currency-controls-to-stop-capital-flight-idUSL2N0JV18B20131216

con más del 900%[83]. Diversas medidas buscaron atenuar la situación pero no fue posible. En 2014 el CADIVI se reemplazó por el Centro Nacional de Comercio Exterior (CENCOEX). En 2015 se buscó intervenir en el tipo de cambio paralelo para disminuir la brecha cambiaria y se creó una ventanilla especial llamada SIMADI (Sistema Marginal de Divisas), con menores regulaciones y un precio inicialmente igual que el del tipo de cambio mercado paralelo. Tampoco tuvo éxito.

En el caso de los países financieramente integrados, comencemos por Brasil. A partir de 2003 se inicia un proceso de crecimiento económico que trajo consigo un crecimiento de los activos de otra inversión del SPNF producto de la persistencia de la fuga de capitales. Desde comienzo de los años 2000 se registra un incremento del peso de los flujos financieros hacia el exterior en los que se pueden distinguir tres características. En primer lugar, desde el año 2004 y hasta aparece un incremento de su peso de la IED sobre el PBI, aumentando del 0,3% del PBI del periodo 2000-02, al 0,9% del PBI para el periodo 2003-09, debido a la mayor internacionalización de las empresas brasileñas en el exterior. Entre estas empresas, aparecen más de 27 empresas en pertenecen a sectores tales como minería (Vale), siderurgia (Gerdau, CSN), alimentos y procesamiento de carne (JBS, Marfrig y Brasil Foods), aviación (Embraer), Bancos (ITAU, Banco do Brasil), Construcciónes (Oderbretch, Camargo Correa), telecomunicaciones (Oi) y Celulosa y papel (Klabin, Suzano), entre otras. Sus modelos de negocios son de multilatinas más que multinacionles. Entre 2005 y 2010 el stock de IED en el exterior crecio de los USD 20.000 millones a casi USD 80.000 millones (Finchelstein, 2013). Este proceso sufre una desaceleración a partir de 2012, por la caída en el precio de las materias primas y en 2015, tras el inicio de la causa judicial del lava-jato. En ambos años la IED al exterior se encuentra muy debajo del promedio regional. En segundo lugar, a partir de 2007, y con mayor fuerza desde 2010, se registra un crecimiento de flujos financieros hacia el exterior por s activos otra inversión del sector privado financiero. Aquí una parte corresponde a fuga de capitales que, aunque en menor medida que en Argentina y Venezuela, tuvo su cierta relevancia especialmente a partir de 2013. Entre 2010 y el saldo neto de la cuenta otras inversiones del SPNF fue deficitaria en USD 38.282 millones (0,3% del PBI promedio anual). Sin embargo, no debe perderse de vista que una parte de la salida de capitales corresponde a la internacionalización de las inversiones de brasileños en el

[83] En base a sitio web “dólar today”, ver: https://dolartoday.com/historico-dolar/

exterior. En este sentido, y en tercer lugar, se destaca una posición superavitaria de los activos de residentes (ingreso de fondos) [84]. Entre 2010 y 2015 los flujos de residentes brasileños por activos de cartera registraron un superávit (ingreso de fondo desde el exterior) de USD 26.239 millones, en especial activos de derivados, junto con de fondos para acciones y títulos de deuda. Según BIS (2019) el real fue la tercer moneda más intercambiada en mercado mundial de derivados organizado detrás del dólar y el euro[85]. Considerando el detalle de la cuenta de activos de residentes en derivados, el saldo de la cuenta es superativario e implicó un ingreso de capitales muy significativo. Entre 2010 y 2015 alcanzó los USD 64.420 millones (0,5% del PBI en promedio anual) (ver apéndice). El mercado de derivados Brasileño, especialmente de futuros de tipo de cambio, es muy profundo y ha sido uno de los principales vehículos de inversión para la operatoria de carry-trade[86]. Por el lado del sector público, en 2008 se destacan movimientos de fondos especiales del BCB para atender el impacto de la crisis internacional (canjes de activos con bancos locales y líneas de crédito) (CEPAL, 2009)[87].

En cuanto a la regulación cambiaria en Brasil, entre 2009 y 2011 se implementaron un conjunto regulaciones como control al ingreso de capitales, medidas macro-prudenciales y de operatoria en derivados como mecanismo complementarios a la política de acumulación de reserva para intentar moderación de la tendencia a la apreciación del real

[84] En el caso de Brasil, la internacionalización de la inversión de privados y la diversidad de instrumentos financieros en la operatoria de derivados, podría implicar que muchas operaciones de residentes tengan un doble registro. Pongamos un ejemplo. Si un residente envía sus fondos a su cuenta comitente en Nueva York, y de allí abre una posición compradora sobre un título de deuda brasilero el balance de pagos registraría una salida por aumento de activos de residentes en el exterior en otra inversión del SPNF y un caída en activos de cartera de residentes por ingreso de fondos de cartera por títulos de deuda en el sector privado. Si esta operación a su vez se cubre con la compra de un futuro de tipo de cambio contra un no residente, habría un ingreso de activos de derivados y simultáneamente un ingreso de pasivo de derivado frente a un no residente.

[85] Ver BIS (2019) https://stats.bis.org/statx/srs/table/d3?p=20181&c=

[86] "*En el caso de Brasil, dado el enorme diferencial existente entre las tasas de interés internas y externas, los inversionistas extranjeros han hecho apuestas desde 2003. Las mismas se han dirigido principalmente en un sentido: la apreciación de la moneda brasileña a través de posiciones cortas en el mercado de futuros de divisas (lo que se logra vendiendo USD y comprando BRL)*" (De Paula y Prates, 2015)

[87] "*En ese sentido, el banco central realizó diferentes tipos de operaciones, principalmente canjes con compromisos de venta por valor de 30.000 millones de dólares y ventas directas de divisas por 6.700 millones de dólares. El banco central creó líneas directas por valor de 11.300 millones de dólares destinadas al financiamiento de exportadores, con el objetivo de que los bancos mantuvieron o hicieran redescuento en operaciones de comercio exterior*"(CEPAL, 2009, p.87)

y contener la volatilidad cambiaria. En particular, se destaca el Impuesto Financiero en 2009, el requerimiento de reservas mínimas no remuneradas en 2011 y las regulaciones sobre derivados en 2011. Hacia julio de 2013 las reservas no remuneradas y el impuesto financiero en derivados había sido eliminado (De Paula y Prates, 2015).

En el caso de México desde comienzo de los años 2000 se observa un creciente peso de los flujos financieros hacia el exterior. Entre 2003 y 2009 esta expansión se debió a los flujos de IED hacia el exterior y los movimientos privados de cartera durante la crisis financiera internacional. En cuanto a la IED en el exterior, la performance mexicana ha sido muy buena durante toda la década. La IED al exterior creció de 0,2% del PBI promedio anual para el periodo 2000-02 al 0,7% del PBI el periodo 2003-09 y 1% del PBI para 2010-15. Detrás de esto estuvo principalmente la internacionalización de inversiones tanto en américa latina como en el resto de la región. Luego de 2010, la internacionalización de las empresas mexicanas se acentúo, especialmente en destinos de inversión fuera de América Latina. Esto se refleja en los flujos de IED hacia el exterior: entre 2009 y 2015 los activos de IED totalizaron USD 82.975 millones (1% del PBI promedio anual), con un pico en el año 2012 de USD 18.700 millones. La estrategia post-crisis financiera internacional fue la de aprovechar el financiamiento barato para expandir mayoritariamente mediante fusiones y adquisiciones (Basave Kunhart, 2016). Entre ellas se destaca la operatoria extranjera mayoritariamente en América Latina, aunque también en EEUU y Europa[88]. Entre estas empresas sobresale América Móvil (Claro, telecomunicaciones), CEMEX (cemento), grupo FEMSA (bebidas y alimentos) Grupo México (Minería), Bimbo (Alimentos), PEMEX (petróleo y gas), Mexichem (química) (Basave Kundhart y Gutierrez Haces; 2011). En el caso de los flujos de cartera, previo a la crisis internacional se registra en el año 2005 un registro contable por operación de PEMEX depósito de activos en el Banco Central de México sin impacto neto sobre las reservas (compensa por un pasivo de otra inversión de SPNF en el mismo año)[89]. Luego

[88] "The top 20 totaled 223 affiliates. Of these, 118 or a little over half are located in Latin America. North America comes next with 39 affiliates, while Western Europe has 30. As for host countries, Cemex operated in 23 countries in 2010, Grupo Bimbo in 22 countries, Mexichem in 18 countries; America Movil in 17, and Gruma in 12" (Basave Kundhart y Gutierrez Haces; 2011, p.4).

[89] "*Lo anterior se explica parcialmente por un aumento de los depósitos de Pemex en el Banco de México, los cuales incrementan la reserva internacional bruta pero no afectan a la reserva internacional neta (dado que aumentan tanto los activos como los pasivos del banco central), concepto que se contabiliza en la balanza de pagos de México. Los referidos depósitos se registran como activos en el exterior en la cuenta de capital. Cabe señalar que esa variación en el renglón de activos en el exterior corresponde al registro*

si, aparecen en 2007 y 2009 un importante volumen de salida inversiones privadas de cartera producto del impacto de la crisis financiera internacional reflejado en el aumento de los activos de otra inversión del SPNF. En cuanto a las otras inversiones del sector privado, luego de la crisis internacional se registra un sostenido crecimiento. Vale destacar que esta dinámica creciente se debió en parte al crecimiento de la FAE del SPNF a partir de 2013 pero los volúmenes de las operaciones se debieron, mayoritariamente, al registro de errores y omisiones (incluidos en este concepto). Entre 2010 y 2015 el total activos de otras inversiones del sector privado USD 149.950 millones (2,1% del PBI promedio anual) de los cuales el 54% correspondió a "errores y omisiones". Respecto a la regulación cambiaria, México no implementó ninguna medida significativa excepto los acuerdos regulatorios de Basilea II y III.

Respecto a los países mineros y petroleros financieramente integrados, nos encontramos con Chile. A partir de los años 2003 se registra una expansión de los hacia el exterior debido fundamentalmente a tres elementos. El primero de ellos es las inversiones de cartera del sector privado. Entre 2003 y 2009 un 30% de los activos en el exterior correspondieron a flujos de cartera, el equivalente a 2,2% del PBI en promedio anual. Esto se debió la operatoria de exteriorización de ingresos de las AFP (Administradoras de Fondos de Pensión)[90]. Entre los movimientos de cartera, tanto en 2009 como en 2011 se destacan dos picos de egreso e ingreso de inversiones por cambios en los límites de inversiones de las AFP en el exterior[91]. El segundo elemento es la formación de activos de cartera del sector público debido a la creación en 2006 del Fondo de Retiro de Pensiones (FRP) y el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES)[92]. El tercer

contable de esas operaciones y no constituye una salida de recursos de la economía". Veáse Centro de Estudios de las finanzas públicas: http://www.cefp.gob.mx/intr/edocumentos/pdf/cefp/cefp0182005.pdf

[90] "*La cartera de los Fondos de Pensiones <u>en el extranjero</u> alcanzó a la fecha de cierre del cuarto trimestre de 2018 USD 79.861 millones, correspondiente a un 41,4% del total de activos, cifra inferior en 2,2 puntos porcentuales comparada con el trimestre anterior (43,6%). La renta variable se mantuvo como el principal componente de la cartera de inversiones en el exterior, con una participación de 68,2%"* (Superintendencia de Pensiones, 2018, p.3). Los fondos en el extranjero de AFP equivalen al 32% del PBI chileno.

[91] "La posición activa de los fondos de pensiones se redujo en US$17.959 millones por la disminución neta de sus inversiones de cartera en el exterior" (BCC, 2011, p.16)

[92] El FEES comenzó a recibir los ingresos del cobre a partir de 2007 mediante el decreto 3653, a 2017 totaliza un valor de USD 14.739 M (5% del PBI chileno). El FRP se creo en 2006 para suplir un ingreso mínimo para personas que no la cubriese su capitalización. Este alcanzó un valor USD 10.011 millones

elemento es la expansión de la IED chilena en el exterior, en especial luego de 2010. La IED al exterior creció de 2,7% del PBI promedio anual para el periodo 2000-02 al 3% del PBI el periodo 2003-09 y 5,8% del PBI para 2010-15. Entre ellas se destaca la operatoria extranjera casi en totalidad en América Latina (en un 89% de totalidad). Entre estas empresas sobresale Cencosud, Fallabella y Replay (Retail), Arauco (COPEC) y CMPC (forestación y celulosa) y CS Vapores y LAN (transporte) (Perez Ludueña, 2011)[93]

En relación a la regulación cambiaria en Chile, las autoridades implementaron un número de restricciones a la salida de capitales, focalizado en las compañías de seguro y los fondos de pensión, limitando las compras de instrumentos de mercado de dinero, de renta fija, acciones y otros títulos en el exterior[94].

En cuanto a Perú, aunque desde comienzo de los años se registra una tendencia creciente de los activos de residentes en el exterior, la dinámica es algo más volátil que el promedio regional. Esto se debe fundamentalmente lo que sucede con las inversiones privadas de cartera producto de las decisiones de inversión de las AFP peruanas. Por un lado, a partir de junio de 2000 las AFP están habilitadas para invertir en el exterior, los límites legales y efectivos de su patrimonio en el exterior vienen creciendo en torno al 10% del 2000 al 2007, 15% en 2008, 25% en 2009 y partir de allí la internacionalización comienzan a crecer con mayor fuerza, ubicándose hacia 2015 en proporciones cercanas al 40% (Caycho Arce, 2016). En este sentido, entre 2003 y 2008 el flujo de activos de residentes hacia el exterior alcanzaron los USD 4.221 millones (1,2% del PBI promedio anual) de los cuales USD 4.221 (0,8% del PBI promedio anual) correspondieron inversiones en cartera de privados (principalmente acciones y fondos administrados). A partir de 2009 esta tendencia se incrementa y toma un mayor impulso. Entre 2009 y 2015 el flujo de activos de residentes hacia el exterior fue de USD 27.090 millones (2,1% del PBI

(3,3% del PBI chileno). En ambos casos, chile tiene como política de fondos soberanos invertir en el extranjero. Bajo la pauta de que las monedas seleccionadas "típicamente se ven favorecidas en momentos de crisis" (Ministerio de Hacienda de Chile, 2017, p.26).

[93] "*One of the most notable features of the international expansion of Chilean companies is the very high concentration in neighbouring countries. If we exclude affiliates that provide only marketing services, or those established in offshore financial centers, 16 companies in the list have all their affiliates in Latin America*" (Perez Ludieña, 2011, p.4)

[94] El gobierno no implementó controles de capital más severos porque, en palabras de José de Gregorio, presidente del Banco Central de Chile "they had not been needed in the current macro-economic framework" ya que la relativa apreciación del tipo de cambio en chile no era tan fuerte como en Brasil.

promedio anual) de los cuales USD 15.151 (1,2% del PBI promedio anual) correspondieron inversiones en cartera de privados, fundamentalmente de las AFP. Entre los otros movimientos de la cuenta financiera aparecen otras inversiones del sector privado. Entre 2003 y 2015 los activos otras inversiones del sector privado brutos alcanzaron los USD 8.887 millones (0,9% del PBI en promedio anual), en el balance neto el saldo de la cuenta fue muy superavitaria. Entre el 2003 y el 2015 la FAE del SPNF fue superavitaria por USD 19.950, en especial luego del año 2010. Además, en años como el 2009 y el 2011 el monto total de "errores y emisiones" da cuenta de casi el 80% del saldo negativo del registro de otra inversión. No se registraron operaciones de activos relevantes del gobierno como tampoco por IED peruana en el exterior.

En cuanto a los controles de capitales, Perú implementó en el último trimestre de 2008 un conjunto de regulaciones macroprudenciales sobre la liquidez de instituciones financieras. Para los emisores de deudas en moneda extranjera con una madurez menor a dos años, se les impuso un requisito de reserva no remunerada del 30 por ciento. Unos pocos meses después, este requisito fue incrementado al 50 por ciento. Hacia finales de 2008, el requisito de reserva fue reducido a 30 por ciento y para 2011 ya había sido reducido a los valores pre-crisis. En 2010, el gobierno implementó impuesto de 30 por ciento a las empresas y del 5 por ciento para los individuos sobre las ganancias en los mercados de derivados con una madurez menor a 60 días en el mercado doméstico.

En el caso de Colombia, desde el año 2003 y hasta el 2015 se registra un crecimiento de la IED y los movimientos de cartera hacia el exterior. En cuanto a la dinámica, y excluyendo el año 2005 por una operación de fusión extraordinaria[95], la tendencia creciente de la salida de capitales financieros se acentúa hacia 2010. Por el lado de la IED, este fue el principal concepto por formación de activos de residentes al exterior. Entre 2003 y 2015 el total de activos de residentes alcanzó 2,3% del PBI en promedio anual, en donde la IED al exterior fue más del 56% (1,3% del PBI en promedio anual). De acuerdo con Cordero (2014) entre 2000-2014 el principal destino de inversión colombiana fue centroamerica (22,5% del saldo acumulado), aunque a nivel individual sobresale, Estados

[95] En el año 2005 la empresa SAB compro la colombiana Bavaria. Al hacer eso, parte del acuerdo implicó la absorción de una parte de deuda que tenía en el exterior. De acuerdo con el Banco de la República de Colombia: "*Durante 2005, los flujos de inversiones colombianas en el exterior ascendieron a US$4,623 m, superiores en US$4,481m a los observados en 2004. En el caso del sector manufacturero y de comunicaciones, la constitución de inversiones en el exterior se asocia con el ingreso de capitales externos a estas actividades*". (Banco de la Republica de Colombia, 2006, p.7)

Unidos (17,5%), Panamá (15,9%), Inglaterra (14,6%), el Perú (6,8%) y Chile (6,6%)[96]. A nivel sectorial, según información del Banco de la República de Colombia, entre 2003 y 2015 como la principal rama de inversión encuentran los bancos 29,4% (Bancolombia, Banco de Bogotá, Davivienda y Grupo Sura), en segundo lugar petróleo, minería y cementos (21,1%) (Ecopetrol, Mineros, Promigas, EEB, cementos Argos) y en tercer lugar las manufacturas (y procesamiento petrolero) (ISA, Ecopetrol, Team Foods, papelera aconcagua) (22,1%)[97]. Por el lado de las inversiones en activos en cartera y otras inversiones, a diferencia de Perú y Chile el peso sobre el PBI es mucho menor ya que no existen fondos de pensión privados invertiendo en el exterior. La mayoría de estas operaciones correspondieron a internacionalziación de las inversiones de empresas. En el balance entre 2010 y 2015, las inversiones en cartera y otras inversiones del sector privado fueron superavitarias netas por USD 32.096 millones (1,5% del PBI promedio anual).

En lo que respecta las medidas de administración de capitales, en mayo de 2007 el gobierno colombiano impuso un 40 por ciento de encaje no remunerado para la mayoría de los tipos de ingresos de portafolio. En diciembre de 2007, el encaje no remunerado se incrementó al 50 por ciento, y el gobierno estableció un mínimo de permanencia de dos años para nueva IED. Adicionalmente a esto, el gobierno implementó otras medidas macroprudenciales sobre el descalce de plazos y las posiciones abiertas en moneda extranjera en bancos y fondos de inversión. En octubre de 2008, los encajes no remunerados se eliminaron.

[96] "*Durante el período 2000-2014, la IED colombiana a Centroamérica sumó 9.231 millones de dólares. (…) la mayor inversión se destinó a Panamá, seguida de Guatemala, El Salvador, Honduras y Costa Rica, de acuerdo con los datos del Banco de la República de Colombia. En los casos de Costa Rica, Guatemala y Panamá se observan inversiones desde 2000. Para el resto de los países se percibe una mayor presencia de la IED colombiana a partir de la segunda mitad de los años 2000. En Costa Rica la mayor inversión se observa en 2012 con la compra de HSBC por el Banco Davivienda, la adquisición de Pinturas Kativo por parte de Pintuco y las inversiones de Decamerón y Promitel. En El Salvador la mayor inversión se produjo en 2011-2012 con las inversiones del Grupo Sura, Empresas Públicas de Medellín, Banco Davivienda, entre otras. En Guatemala se identifica en 2010 con las inversiones de Empresas Públicas de Medellín y Grupo Aval. Finalmente, en Honduras las mayores inversiones se observan en 2012-2013 con la adquisición de parte del grupo HSBC por el banco Davivienda y de Lafarge Cementos por parte de Cementos Argos de Colombia*" (Cordero, 215)

[97] Ver detalle nacional en: https://www.eltiempo.com/multimedia/especiales/empresas-colombianas-en-el-extranjero/16706849/1/index.html

4. La deuda corporativa en América Latina 2000 a 2015

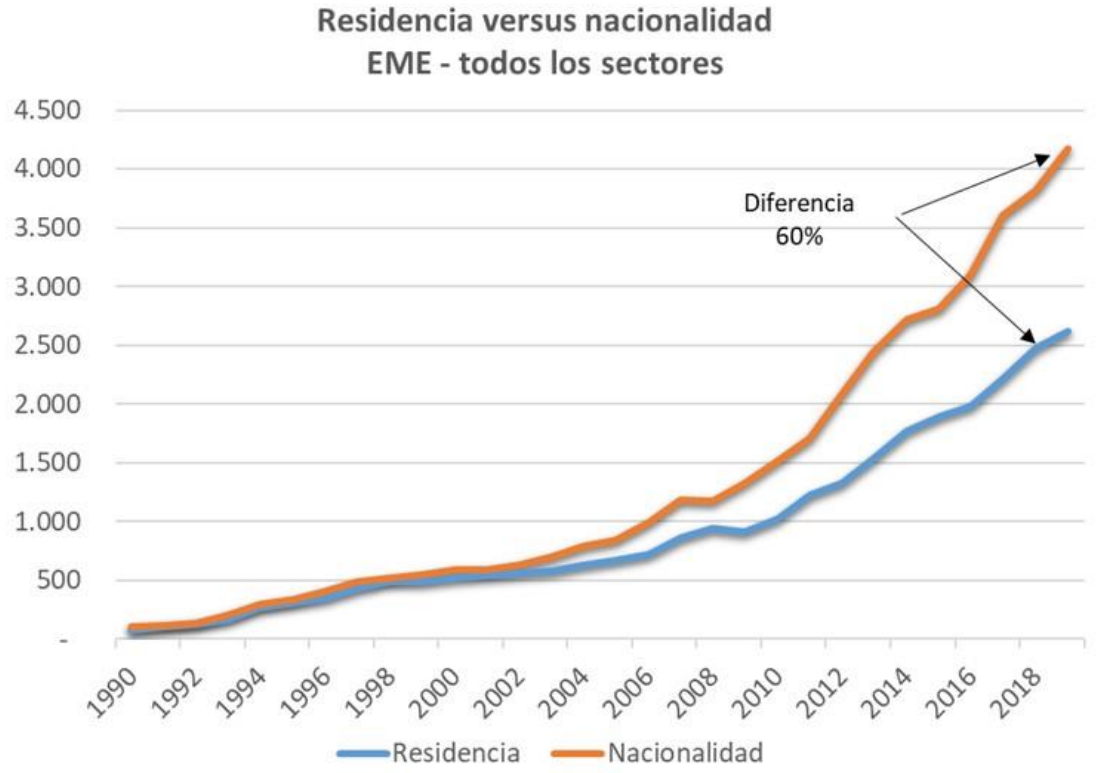
4.1. Residencia versus nacionalidad en las estadísticas de deuda

Siguiendo al Bronner et al (2013) la expansión de las colocaciones de deuda en los mercados de capitales mediante vehículos financieros especiales registrados en paraísos fiscales ha generado desajustes en el registro tradicional del balance de pagos, poniendo serias dudas para para el estudio de flujos financieros. Sucede que al considerar el criterio de residencia en lugar de la nacionalidad para las transacciones financieras, muchas de las practicas que hoy día son usuales en el mundo de las finanzas internacionales tergiversan los resultados y el país final de riesgo.

El ejemplo más concreto de esto se puede observar mediante la emisión de deuda privada mediante un vehículo de propósito especial ubicado en un paraíso fiscal. Cuando Petrobras Brasil emite deuda mediante una subsidiaria en Las Islas Vírgenes Britanicas, el registro de la emisión de deuda y por ende del flujo de capital es para la subsidieria en las Islas Vírgenes. Luego, cuando los fondos son ingresados mediante transferencias intra-firma a Brasil para la opertoria corriente se registra en el Balance de Pagos de Brasil.

Igualmente, esta demostrado que estas diferencias de registro tienen una magnitud mucho ´s relevante de lo que inicialmente se pensaba. De acuerdo a las estadísticas del BIS sobre residencia y nacionalidad de las emisiones de deuda corporativa para EME del año 2019, se registraron emisiones de residentes en EME por 2617 millones de dólares , en tanto que la clasificación por nacionalidad en EME contabilizó emisiones por 4.168 millones. Es decir, una diferencia del 60%. La dinámica de estas diferencias se presenta en el grafico 10 a continuación.

Gráfico 5.10 Emisiones de deuda corporativa de EME según Residencia y nacionalidad



Fuente: elaboración propia en base a BIS

En este sentido, es muy importante considerar al momento de recopilar información sobre emisiones de deuda el criterio de nacionalidad. De este modo se evita el sesgo dado por la utilización de vehículos especiales de emisión de deuda que, a nivel agregado, implican la subestimación del fenómeno y la incorrecta medición del riesgo a nivel nacional. En la base de emisiones recopilada en este trabajo se tomará el criterio de nacionalidad para identificar las emisiones corporativas y sistematizar la información.

4.2. Aspectos metodológicos sobre la base de datos

La muestra estará compuesta de firmas no financieras para las principales economías de América Latina como son Argentina, Brasil, Colombia, Chile, Perú, México y Venezuela entre los años 1997 y 2015 listadas en los principales índices bursátiles de la región.

La base de datos sobre la cual se trabajará es el resultado de la sistematización de diferentes fuentes de información. Por un lado, la información sobre estructura financiera y el flujo de fondos de las firmas proviene de información sistematizada de los balances

de Wolrdscope-Thompson Reuters. Por otro, se tomará información financiera sobre emisión primaria de deuda provine de Bloomberg en mercados internacionales.

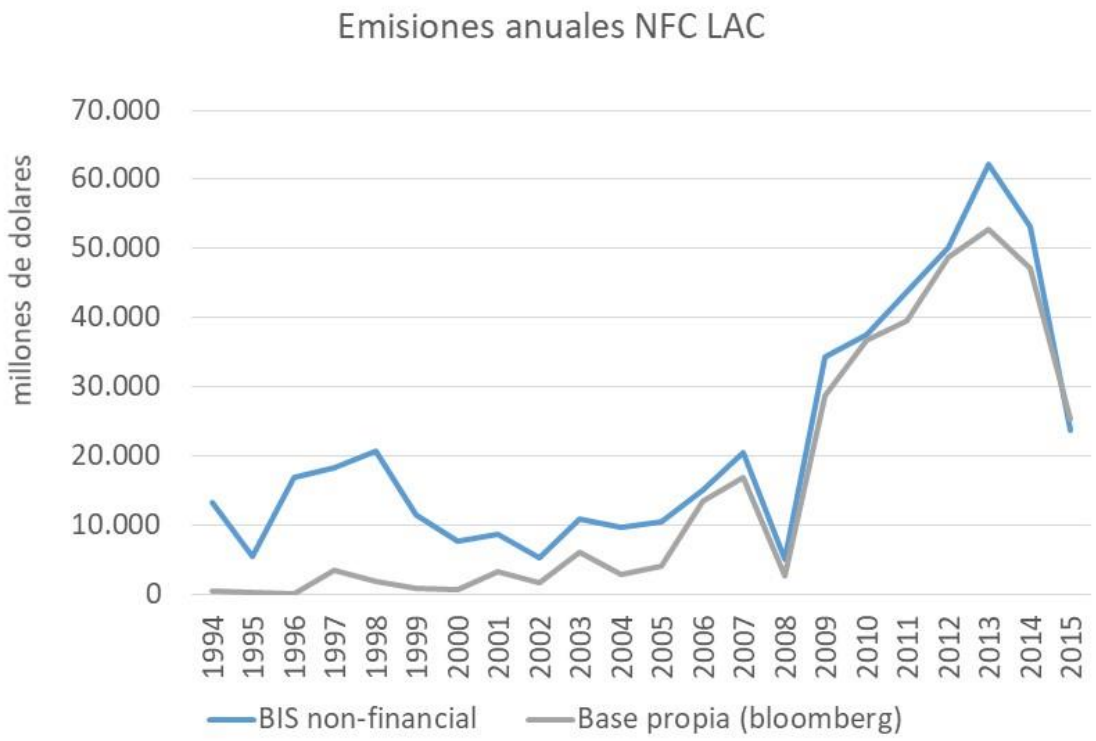
En este sentido, un aspecto metodológico importante a tener en cuenta. Esta base no incluye los casos en los que la firma emite deuda en los mercados locales. Este no es un punto menor a nivel macroeconomico, si pensamos que la mayor integración financiera genera que cualquier inversor externo podría tener acceso a comprar la deuda en el mercado local sin importar la plaza de colocación primaria. De ser este el caso habría canales de mercado relevantes adicionales que considerar respecto a la transmisión del ciclo financiero global.

La base de Worldscope contiene información anual para 1406 firmas no financieras (eliminación de códigos SIC 60 a 64 y 67), la base de bloomberg contiene 1018 emisiones primarias de deuda en frecuencia diaria, dividida en moneda local (615) y en moneda extranjera (393).

La información entre ambas bases se compatibilizó manualmente sumando las emisiones anuales por moneda y por firma, y matcheando manualmente cada Ticker de emisión para cada una empresa en la base de Datastream. La base resultante contiene información para un total de 30.901 registros.

Como testeo de robustez de la información sistematizada se procuró compatibilizar la base agregada a nivel nacional y por año con la base del BIS sobre emisiones primarias de NFC. Este detalle se presenta en el gráfico 5.11. Allí se observa una fuerte correlación entre ambas fuentes de información.

Grafico 5.11 Emisiones primarias de deuda en dólares Bloomberg vs BIS.



Fuente: elaboración propia en base a BIS y Bloomberg

4.3. Estadísticas descriptivas

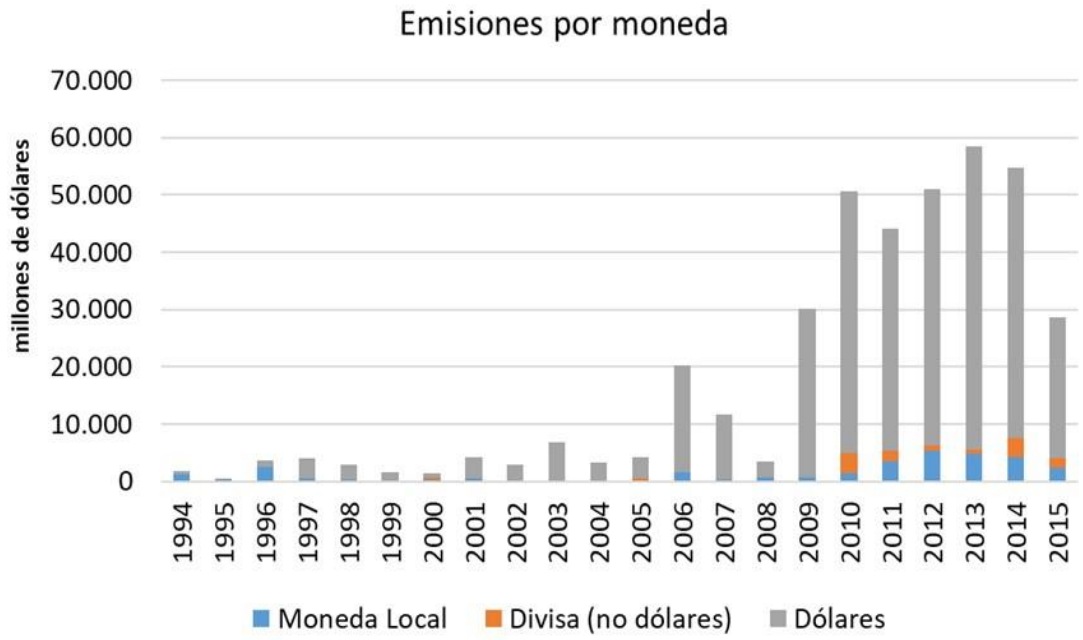
Según la información recopilada en la base de datos[98], las emisiones en los mercados de capitales de NFC de LAC8 entre el año 1994 y el 2015 alcanzaron los USD 324.000 millones. A continuación se presentaran una seria de estadísticas descriptivas con el fin de analizar ls dinámicas más destacadas de este proceso.

La primera dimensión para analizar es la moneda. Del total de emisiones, un 88,2% en dólares, un 3,4% en otra divisa (libras, euros) y un 8,4% en moneda local. Además, al distinguir por periodo, se observa que el mayor impulso a las emisiones se registra a partir del año 2009, tras la crisis., y en línea con la implementación de la política de "tasas cero" de la FED. En los 6 años que van desde el 2009 al 2015 se emitió el 68% del total de

[98] Existe un testeo de representatividad de la base de datos a partir del cruce de información entre la base de datos construida y la información del BIS. Sin embargo, se registran diferencias de nivel significativas, en las emisiones en monde a local previo a los 2000. Esto se debe a que bloomberg recopila información a medida que lista nuevas empresas y de manera paulatina incorpora información histórica.

todas las emisiones del periodo considerado. Esta información se presenta en el grafico 12 a continuación.

Gráfico 5.12 Emisiones de deuda en moneda local y moneda extranjera en América Latina 1994 a 2015.

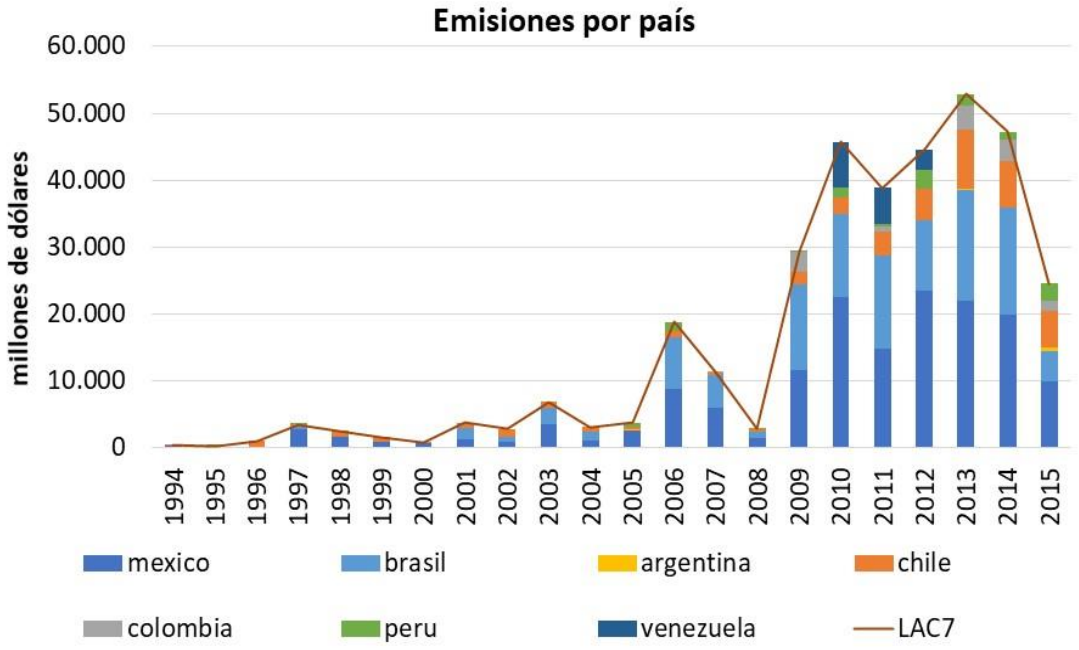


Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

Al distinguir por país, se observa que hay dos países que lideraron el proceso y fueron México y Brasil, con relativa persistencia durante todo el periodo. Las empresas de Brasil y México emitieron el 81% del total de la deuda en mercados de capitales para el periodo 1994-2015, y un 79% del periodo 2009-2015[99]. Esta información se presenta en el grafico 13 a contuación.

[99] Las mismas proporciones son presentadas por Nuñes y Oneto (2015)

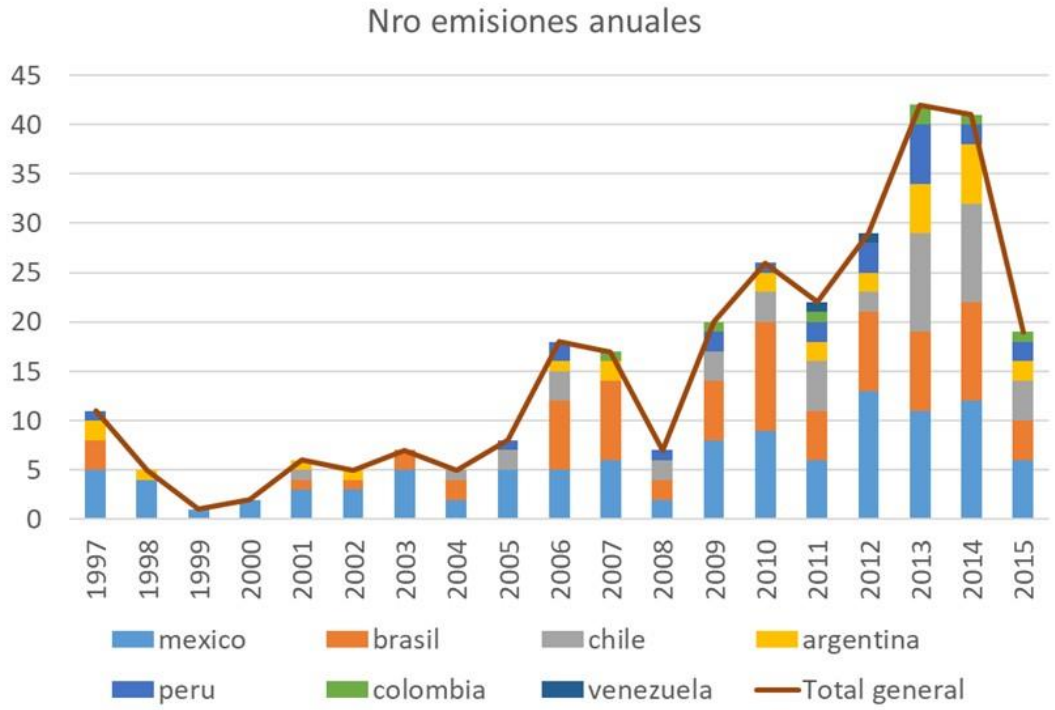
Gráfico 5.13 Monto de emisiones de deuda en moneda extranjera en América Latina. Detalle por países. 1994 a 2015.



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

Asimismo, al considerar la recurrencia al mercado de capitales por país, se observa la misma dinámica que con el monto total de emisiones. Las empresas de Brasil y México registran el 63% del total de número individual de emisiones en el periodo 1994-2015, y un 60% del periodo 2009-2015. Esta información se presenta en el grafico 14 a continuación.

Gráfico 5.14 Número de emisiones de deuda en moneda extranjera en América Latina. Detalle por países. 1994 a 2015.



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

Para continuar analizado los aspectos más destacados de la muestra, en el cuadro 5.3 a continuación se presentan un conjunto de estadísticas descriptivas sobre el conjunto de las variables incluidas en la base de datos. Las estadísticas consideran promedios por año para el total de las posiciones en las hojas de balance de las firmas. Como variable de categoría principal, se condicionó cada una de ellas a si realizo una emisión o no y en el tipo de diferenciando por moneda.

Cuadro 5.3 Estadísticas descriptivas de posiciones del balance según firmas emisoras y no emisoras de deuda.

variable	Codigo	Todas		Emision Moneda Local		Emision Divisa	
		obs	media	obs	media	obs	media
Activos totales (millones USD)	TA	10.461	1,75	121	11,40	195	19,50
Activo Financiero/Activo Total	FA/TA	9.227	0,1380	179	0,1368	222	0,1577
Efectivo+Inv CP/Activo Total	Short_inv/TA	9.080	0,1014	180	0,0976	223	0,1146
Otras Inv. Financieras/Activo Total	Ot_inv/TA	16.393	0,0291	204	0,0364	274	0,0383
Pasivo/Activo Total	DEU/TA	16.381	0,2380	206	0,3608	275	0,3625
Beneficios operativos/Activo Total	PHI_op/TA	15.997	0,0600	205	0,0912	270	0,0788
Beneficios financieros/Activo Total	PHI_fin/TA	10.241	0,0197	144	0,0100	203	0,0099
Ventas/Activo Total	Ventas/TA	16.568	0,7501	207	0,7092	275	0,6591
Inversion/Activo Total	Inv/TA	14.901	0,1547	200	0,1860	272	0,1605
Firmas (número)	i	30.901		222		291	

Fuente: Worldscope-Reuters y Bloomberg, cálculos propios.

En primer lugar, se observa que las firmas que emiten en los mercados de capitales son las de mayor tamaño. Al comparar el tamaño medio del activo de toda la muestra vemos como el tamaño promedio crece de 1,75 millones de dólares a 11,4 millones de dólares para las que emitieron en moneda local y 19,50 millones de dólares a las que emitieron en moneda extranjera. En segundo lugar, se observa que para aquellas firmas que han emitido deuda en dólares, en los años que emitieron, tienen en promedio una mayor proporción de activos financieros que el resto de las firmas, incluyendo las firmas que emiten en moneda local. Al desagregar los activos financieros se observa que las diferencias se manifiestan mayoritariamente en las tenencias de efectivo y otras inversiones financieras. En tercer lugar, en línea con la literatura de tradicional sobre restricciones financieras, se observa que las firmas que emiten en mercados de capitales están más apalancadas. En cuarto lugar, las firmas que emiten en los mercados de capitales tienen una tasa de ganancia operativa mayor. En quinto lugar se registra que la tasa de inversión es mayor entre aquellos países que emitieron deuda en moneda local versus aquellos que emitieron deuda en moneda extranjera.

En el cuadro 5.4 a continuación se presentam estadísticas descriptivas sobre las emisiones de deuda donde se distingue por moneda de emisión y periodos según se trate pre-2000, post-2000 y post-2009. Se consideran los números de observaciones, el cupón (tasa de interés) de la emisión, la media de la emisión, tales, valores máximos y mínimos.

Cuadro 5.4 Estadísticas descriptivas de emisión de deuda. Según tipo de moneda. En millones de USD corrientes.

	Emision en moneda local	Emision en USD
Observación	222,0	291,0
pre 2000	5,0	22,0
post 2000	217,0	269,0
Cupón	6,6	7,0
pre 2000	5,0	8,8
post 2000	6,6	6,8
post 2009	6,8	6,6
Media (millones)	18,0	1.160,0
Total (millones)	4.600,0	338.000,0
Minimo (millones)	0,0	0,0
Maximo (millones)	646,0	16.600,0

Fuente: Worldscope-Reuters y Bloomberg, cálculos propios.

Nota: Las emisiones en moneda local están expresada en millones de USD corrientes convertido según TCN promedio anual.

En primer lugar se observa que la mayor cantidad de emisiones se realizan en moneda extranjera, a su vez en la muestra se registra casi la totalidad de observaciones para emisión en moneda local post-2000. En segundo lugar, y de manera muy relevante, las emisiones en moneda local acumulan un monto total menor, montos máximos menores y un monto promedio por emisión también menor. En el acumulado para todo el periodo las principales siete economías de América Latina se emitieron 4.600 millones de dólares en moneda local y 338.000 millones de dólares en dólares. En este sentido, las emisiones en moneda local a pesar de ser numerosas, tienen un bajo peso sobre el total y son en montos pequeños. En tercer lugar, la tasa promedio de emisión (cupón) en moneda extranjera cayó significativamente post-2000 y se reforzó luego del 2009.

4.4. Modelo econométrico

Sobre la base firma que nos deja el análisis anterior, en este apartado presentaremos la estrategia de identificación econométrica para evaluar los usos de la deuda corporativa en América Latina. La estrategia empírica elegida partirá de la literatura estándar sobre uso de los flujos de fondos de la firma planteada por Kim y Weisbach (2008), Erel, Brandon, Woojin, y Weisbach (2012), Bruno y Shin (2015) y Calomiris, Larrain y Schmukler

(2018), entre otros[100]. El objetivo será poder dar cuenta de los efectos directos e indirectos de la emisión de deuda sobre la tenencia de activos financieros en las hojas de balance de las firmas de los principales países de América Latina entre el periodo 1994 y 2015.

Como aporte novedoso de este trabajo, se utilizará como variable dependiente la diferencia anual de la tenencia de activos financieros ponderado por el total del activo. De alguna manera, la variable explicativa será la acumulación de activos financieros. Entre las variables explicativas se incluyen los controles usuales de la literatura sobre tenencia de efectivo en las hojas de balance, a las que se agrega los flujos provenientes de la emisión total de deuda en los mercados de capitales, distinguiendo el tipo de moneda.

Debido a que podrían existir características no observables o heterogeneidad individual a nivel firma por la cual hay que controlar, la metodología usual suele ser la de efectos fijos. Asimismo la política macroeconómica u otra característica nacional también podrían influir, por ello también se incluyen controles por año y por país.

De acuerdo a los resultados encontrados en el capítulo 4, la estrategia empírica incluirá dos modelos. El primero será el modelo base, donde se incluyen las variables estándar. El otro será el modelo de modelo grandes empresas. En ambos se intentará dar cuenta del efecto incremental de la emisión de deuda sobre la tenencia de activos financieros en las hojas de balance por parte de las grandes firmas.

En el modelo estándar se intentará testear el efecto positivo directo de la emisión de deuda sobre la tenencia de activos financieros en las hojas de balance en las firmas no financieras de LAC7. Todas las variables estarán expresadas en logaritmos para medir elasticidades. En la ecuación 1 a continuación se presenta el modelo base para toda la muestra.

[100] A diferencia de Shin y Zhao (2013) será importante considerar la experiencia de la región y no los asiáticos (como grupo de países emergentes), considerar explícitamente los volúmenes de emisión según su moneda, no ponderar por la rama (manufacturera). A diferencia de la primera estimación Bruno y Shin (2017) la variable dependiente será el crecimiento en la posición de activos financieros como variable dependiente continua, y no un modelo discreto sobre la probabilidad de emisión de deuda. A diferencia de Caballero, Panizza y Powell (2015), no será de interés en análisis explícito de la cuestión de las regulaciones macroprudencial y de capital (análisis agregado, controlado por efectos fijos por años y país). A diferencia Rodriguez Bastos, Kamil y Sutton (2015), además de un análisis descriptivo y de caracterización, se estimará un modelo econométrico con el fin de estimar correlaciones condicionadas.

Ecuación 1 Modelo base para toda la muestra

Modelo base

$$Ln\left(1+\frac{\Delta FA}{TA}\right)_{ict} = \beta_1 \ln\left(1+\frac{PHIop}{TA}\right)_{ict} + \beta_2 \ln\left(1+\frac{PHIfin}{TA}\right)_{ict} + \beta_3 \ln\left(1+\frac{FA}{TA}\right)_{ic(t-1)} + \beta_4 \ln\left(1+\frac{DEU}{TA}\right)_{ict} + \beta_5 \ln\left(1+\frac{Debt_{USD}}{TA}\right)_{ict} + \beta_6 \ln\left(1+\frac{Debt_{LC}}{TA}\right)_{ict} + \gamma_0 TA + \theta_1 YEAR + \theta_2 PAIS$$

Nota: FA= activos financieros; TA=activo total; Debt_LC=emisiones de deuda moneda local; Debt_USD=emisiones de deuda USD y divisa; Phi_op=beneficio operativo; PHI_fin=beneficio financiero neto; DEU=deuda total; YEAR=años; PAIS=países; para cada i=firma; c=país, t=año

La variable dependiente será la variación de los activos financieros sobre los activos totales ($\Delta FA/TA$). Como aspecto distintivo de este análisis, se incluye los flujos financieros provenientes de endeudamiento externo en moneda extranjera (DEU_usd) y en moneda local (DEU_lc) y se distingue el beneficio de la firma entre operativo (PHI_op) y beneficios financieros (PHI_fin). El restante set de controles es el estándar en este tipo de análisis. Allí aparecen los beneficios operativos (PHIop/TA), el nivel de activos financieros del periodo pasado (FA/TA_t-1), el nivel de apalancamiento (DEU/TA), el activo total (TA) y controles específicos por año y por país.

A partir de esta especificación se espera encontrar un canal de manifestación de la dimensión internacional de la fianancierización mediado por la emisión de deuda corporativa. Se espera que la emisión de deuda tenga efectos positivos en la acumulación de activos financieros como proporción del activo total de la firma. Además, resultará relevante indagar la magnitud del beneficio financiero en relación con el beneficio operativo.

Además de lo anterior, podría analizarse la posibilidad que la acumulación de activos financieros sea más fuerte en las grandes firmas, es decir, que exista una no linealidad de la emisión de deuda sobre la tenencia de activos financieros por parte de las grandes firmas equivalente a la identificada al estudiar la inversión productiva en el capitulo IV.

Para ello, al modelo base se le incluirá una variable discreta que reúna a las grandes empresas. Entederemos por grandes empresas a aquellas s que pertenecen al grupo que tienen activos iguales o mayores al percentil 75 del activo total por país y por año. Luego

se medirá el efecto diferencial sobre el incremento de activos financieros sobre el activo total de emitir deuda y pertenecer al grupo de grandes empresas (D75ta*Deu_usd/TA y D75TA*Deu_lc/TA). Se espera que las grandes empresas tengan un efecto positivo mayor sobre la acumulación de activos financieros bis-a-bis el activo total que las empresas que emitieron deuda y son de menor tamaño.

Como dato relevante, las firmas del percentil 75 son las que mayor deuda emitieron. Medidas en número de emisiones, acumulan el 51% del total de las emisiones en moneda extranjera. Medidas en valores, las grandes firmas acumulan el 83% flujo total de emisiones en moneda extranjera.

Ecuación 2 Modelo base con variable interacción para grandes empresas

Modelo grandes empresas

$$Ln\left(1+\frac{\Delta FA}{TA}\right)_{ict} =$$
$$\beta_1 \ln\left(1+\frac{PHIop}{TA}\right)_{ict} + \beta_2 \ln\left(1+\frac{PHIfin}{TA}\right)_{ict} + \beta_3 \ln\left(1+\frac{FA}{TA}\right)_{ic(t-1)} + \beta_4 \ln\left(1+\frac{DEU}{TA}\right)_{ict} +$$
$$+ \beta_5 \ln\left(1+\frac{Debt_{USD}}{TA}\right)_{ict} + \beta_6 \ln\left(1+\frac{Debt_{LC}}{TA}\right)_{ict} +$$
$$+D75TA * \left[\gamma_0 + \gamma_1 \ln\left(1+\frac{Debt_{USD}}{TA}\right)_{ict} + \gamma_2 \ln\left(1+\frac{Debt_{LC}}{TA}\right)_{ict}\right]$$
$$+\theta_1 YEAR + \theta_2 PAIS + \varepsilon_{ict}$$

Nota: FA= activos financieros totales; TA=activo total; Debt_LC=emisiones de deuda moneda local; Debt_USD=emisiones de deuda USD y divisa; Phi_op=beneficio operativo; PHI_fin=beneficio financiero neto; DEU=deuda total; YEAR=año; PAIS=país; D75TA=firma percentil 75 igual a uno; para cada i=firma; c=país, t=año

5. Resultados

En el cuadro 5.5 a continuación se presenta las salidas de las regresiones de los modelos generales y el modelo de grandes empresas. Para otorgarle robustez a los resultados, se diferencia el modelo de grandes empresas según periodos.

Cuadro 5.5 acumulación de activos financieros y emisión de deuda. Años 1994-2015. LAC7. Efectos fijos por firmas y por año.

Variable dependiente log (1+ΔFA/TA)

	GENERAL
	1
log(1+E. Deu_USD/TA)	0,4113***
log(1+E. Deu_LC/TA)	0,2242
log(1+phi_fin/TA)	9,6753**
log(1+phi_op/TA)	10,2977***
log(1+TA)	0,78***
log(FA/TA)(t-1)	-31,8191***
Log(Deu/TA)	-0,5861***
Constante	8,259***
Ef. Fijo x PAIS	Si
Ef. Fijo x AÑO	Si
Muestra	5171

*Niveles de significatividad * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01. Coeficientes expresados en valores porcentuales (multiplicados por cien).*

Las estimaciones de los modelos respaldan las intuiciones desarrolladas anteriormente. En el modelo 1 que reúne la especificación más general se observa un efecto positivo y significativo de los flujos financieros de la emisión de deuda denominada en dólares sobre el incremento de los activos financieros como proporción del activo total. El resultado postula que de cada 100 dólares que emiten las empresas guardan 0,4 centavos de dólar en activos financieros. Asimismo, al considerar la deuda nominada en moneda local el efecto es no significativo. Es decir, la emisión de deuda en monda extranjera es un componente relevante y diferencial para explicar al acumulación de activos financieros.

Junto con lo anterior, en línea con la literatura estándar sobre la estructura financiera de las NFC se confirma que un mayor apalancamiento influye negativamente en la tenencia activos financieros, fundamentalmente por la menor restricción financiera que enfrentan las firmas de menor tamaño. Sin embargo, si se registra que las firmas de mayor tamaño tienen una mayor proporción de activos financieros.

Por otro lado, también se testea que mayores beneficios operativos influyen positivamente en la acumulación de activos financieros, por el efecto que tienen las mayores ventas y la expectativa de negocios sobre la acumulación de efectivo y otros activos líquidos. Además de ello, los beneficios financieros influyen positivamente en la acumulación de activos financieros como proporción del activo total. En el modelo general el efecto de los beneficios operativos es mayor que el de los beneficios financieros. Finalmente, una mayor tenencia de activos financieros en el periodo pasado influye negativamente en la tenencia de activos financieros en el futuro, debido a la tendencia a reequilibrar posiciones financieras a valores promedios frente a algún desajuste.

Además de lo anterior, resulta interesante indagar la existencia de algún tipo heterogeneidad a lo largo del tamaño de las firmas y a lo largo del tiempo. El recorte temporal seleccionado obedece a dos hitos significativos reconocidos ampliamente en la literatura y estudiados en el capítulo 2 como son los cambios del marco regulatorio global luego del 2000, la emergencia del ciclo financiero global y el crecimiento de las emisiones de deuda por parte de las NFC luego del 2009. En el cuadro 5.6 se presentan estos resultados.

Cuadro 5.6 acumulación de activos financieros y emisión de deuda. Años 1994-2015. LAC7. Efectos fijos por firmas y por año.

Variable dependiente log (1+ΔFA/TA)

	INTERACCIÓN GRANDES EMPRESAS			
	ALL	year<=2000	2001=>year<=2008	year=>2009
	2	3	4	5
log(1+E. Deu_USD/TA)	0,5902**	-0,83215	-0,13394	0,74916***
log(1+E. Deu_LC/TA)	0,239	0	-1,41598*	0,25764
log(phi_fin/TA)	7,809*	-5,58268	10,72679*	14,4262
log(phi_op/TA)	10,048***	7,23524	9,05124***	14,3666***
log(FA/TA)(t-1)	-31,550***	-68,16699***	-47,1839***	-48,0219***
Log(Deu/TA)	-0,5669***	-0,29693	-0,5621***	-0,5278***
d75ta=1	0,2176	-0,7725	0,1457	2,043*
Interacción D75*DEU_USD/TA	no sig	no sig	no sig	no sig
Constante	-10,6020***	-56,984***	-45,6388***	-42,9537***
Ef. Fijo x PAIS	si	si	si	si
Ef. Fijo x AÑO	si	si	si	si
Muestra	5171	625	2230	2316

*Niveles de significatividad * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01. Coeficientes expresados en valores porcentuales (multiplicados por cien).*

El modelo 2 registra los mismos resultados que los encontrados para el modelo base. Más detalladamente, al considerar la división por periodos se observa que la significatividad del efecto de la emisión de deuda sobre la acumulación de activos financieros viene dada casi exclusivamente por lo sucedido luego de 2009. Es decir, en los modelos 3 y 4 las variables relacionadas a aspectos de la financierización resultan no significativas, y de serlo, son de menor magnitud. Al considerar el modelo 5, el efecto marginal directo de las emisiones de deuda en moneda extranjera sobre la acumulación de activos financieros es un 56% mayor que en la estimación para todo el periodo. En particular, luego de 2009, de cada 100 dólares que se emitieron en deuda en dólares, las firmas acumularon 74 centavos en activos financieros, en tanto que si consideramos todo el periodo la relación sería de cada 100 dólares las firmas acumularon 60 centavos en activos financieros.

Sucede algo similar con el beneficio financiero. Luego de 2009, el efecto marginal de los beneficios financieros resultó un 200% mayores que para todo el periodo; luego de 2009 de cada 100 que las firmas obtuvieron en beneficios financieros, 21 fueron para acumular activos financieros, en tanto que para todo el periodo de cada 100 de beneficio financiero solo 7 se destinaban a la acumulación de activos financieros.

En el caso de la deuda en moneda local y el set estándar de variables identificadas por la literatura se corrobora lo encontrado en el modelo 1. En particular, en ninguno de los casos la emisión de deuda en moneda local tiene un efecto significativo sobre la acumulación de activos financieros. Además, la disminución de los beneficios operativos y el mayor nivel de apalancamiento afectan negativamente las posiciones de activos financieros en la hoja de balances.

Por último, al considerar explícitamente el efecto interacción entre el tamaño de la firma y la emisión de deuda en los mercados de capitales, no se observa una no linealidad en relación con las firmas de mayor tamaño, ya que la variable de interacción resulta no significativa. Sin embargo, si se registra un efecto lineal sobre la acumulación de activos financieros en las firmas de mayor tamaño: el hecho de pertenecer al percentil 75 en la distribución del activo aumenta en un 3% la porción del ingreso destinado a la acumulación de activos financieros.

6. Conclusiones

Este trabajo revisó la experiencia reciente de América Latina en relación a la expansión del financiamiento en mercados de capitales. En línea con el renovado interés de la literatura sobre las externalidades del GFC sobre los países emergentes, el principal objetivo del capítulo fue el de aportar luz sobre la experiencia de América Latina. Además, buscó comprender las consecuencias de estas transformaciones dentro de una perspectiva más amplia, vinculada con el fenómeno de la financierización en América Latina.

Entre los antecedentes del trabajo encontramos un literatura empírica bastante desarrollada. En primer lugar, y a nivel firma, aparecen aquellos que estudian los determinantes de la estructura financiera de las firmas como proxy a las decisiones de apalancamiento e inversión ("capital structure puzzle"). En segundo lugar, se encuentra la literatura relacionada con el estudio de las externalidades producidas por la adopción de la política del QE en los países centrales y la emergencia del GFC. En tercer lugar, se encuentra una literatura reciente los determinantes y el destino de las emisiones de deuda corporativa en países emergentes.

El detalle sobre emisiones de deuda en mercados de capitales muestra que América Latina participó activamente en un proceso transversal a todos los emergentes. Según información del *Bank of International Settlements* (BIS) desde el 2000 hasta 2016 el stock mundial de deuda de NFC en EME se ha multiplcado por ocho pasando de 145.000 millones de dólares en 2000 a 1,3 billones de dólares en 2016, mientras que el stock total deuda de NFC de LAC para el mismo periodo se multiplicó por seis: paso de 61.300 millones de dólares a 416.000 millones de dólares.

A diferencia del financiamiento bancario, la obtención de liquidez mediante mercados es más volatil. Y aun siendo una porción minoritaria dentro del crédito total, puede dar lugar a situaciones de fragilidad financiera, frente al riesgo de descalce de monedas debido a la relevancia que tiene el financiamiento en moneda extranjera como porción del total. En este sentido, y como se ha visto en un numero bastante documentado de circunstancias, los mecanismos de amplificación pueden ser lo suficientemente fuertes como para que pequeños shocks tengan efectos significativos en el sistema financiero y la economía real. A esto se suma la descentralización de los tenedores y la incapacidad de generar una coordinación central de intervención estatal.

El nuevo contexto plantea una serie de interrogantes en torno a la expansión de los mercados de capitales en una estrategia de desarrollo y transformación productiva. En especial, indagar con mayor profundidad sobre el destino de este nuevo financiamiento, en especial si ello fue utilizado para la inversión productiva.

Con este fin, se amplió la base de registros contables sistematizados proveniente de *Worldscope-Reuters* utilizada en el capítulo IV y se la combinó con una nueva base de emisiones deuda de deuda corporativa proveniente de registros granulares de emisión de deuda primaria en mercados internacionales de *Bloomberg*. La estadística de deuda resulta un aporte propone que enriquece el análisis de balances agregando nuevas dimensiones como es el mercado de emisión de la deuda, su volumen, el cupon, el plazo, la moneda y la nacionalidad del emisor. La información fue compatibilizada firma a firma de manera manual con el fin de poder comparar ambos registros. La base es compatible con el criterio de nacionalidad del emisor promovido por el BIS para el tratamiento de la deuda corporativa. Asimismo, se realizaron distintos testeos de robustez comparando la información propia con la información nacional anual de emisiones brutas de deuda provista por el BIS obteniendo resultados similares.

A partir de aquí se buscó indagar sobre el rol de las emisiones de deuda externa corporativa sobre la tenencia de activos financieros. Haciendo uso de los modelos empíricos sobre determinación de la estructura financiera de la firma y un set convencional de controles para las posiciones de activos, se incluyó como novedad los flujos financieros producto de emisiones primarias de deuda en mercados de capitales según tipo de moneda. Además, se opto por distinguir por tamaño y periodo según sea previo o posterior a la implementación del QE en los países centrales.

De lo anterior podemos mencionar dos grupos de resultados. Por un lado, el set de variables estándar está en línea con los trabajos convencionales, allí se corrobora que la disminución de los beneficios operativos y el mayor nivel de apalancamiento afectan negativamente la tenencia de activos financieros en la hoja de balances. Por otro lado, se demuestra que existe una relación positiva y significativa entre la emisión de deuda en dólares y la acumulación de activos financieros en la hoja de balances de las firmas, especialmente luego de 2009. Asimismo, no se registra un efecto significativo en aquellas firmas que emitieron deuda en moneda local. Esto es evidencia favorable respecto a la existencia de un canal hasta ahora poco explorado de transmisión de la dimensión internacional de la financierización sobre la estructura financiera de las firmas y el uso de

la liquidez global para acumulación de activos financieros por sobre la inversión productiva.

ANEXO AL CAPÍTULO V

Aneo cuadro 5.1. Conversión MBP6 a agrupamiento analítico

Activos y pasivos (MBP6 del FMI)		Agrupamiento
C	Cuenta financiera	Cuenta financiera
1	**FDI**	IED
2	**Net acquisition of financial assets/liabilities**	
2.1	**Equity and investment fund shares**	
2.1.1	Central bank	Cartera+OI público
2.1.2	Deposit-taking corporations, except the central bank	Cartera privado
2.1.3	General government	Cartera+OI público
2.1.4	Other sectors	Cartera privado
2.2	**Debt securities**	
2.2.1	Central bank	Cartera+OI público
2.2.2	Deposit-taking corporations, except the central bank	Cartera privado
2.2.3	General government	Cartera+OI público
2.2.4	Other sectors	Cartera privado
3	**Financial derivatives (other than reserves) and employee stock options**	Cartera privado
4	**Other investment**	
4.1	**Debt instruments**	
4.1.1	Central bank	Cartera+OI público
4.1.2	Deposit-taking corporations, except the central bank	OI privado
4.1.3	General government	Cartera+OI público
4.1.4	Other sectors	OI privado

Fuente: elaboración propia en base a FMI

Anexo cuadro 5.2. Detalle de variables en las regresiones. Fuentes, códigos de balance y descripción.

Variable	Fuente	Reuters-Datastream	Descripción
DEU_USD	Bloomberg	-	Emision deuda en USD
DEU_LC	Bloomberg	-	Emision deuda en Moneda Local
phi_op	Datstream	1250	Beneficios
phi_fin	Datstream	1266+1268 -1251	Beneficios financieros=intereses ganados+dividendos ganandos-intereses pagados
FA	Datstream	2003+2008+2149+2250	Activos financieros= efectivo e inv.corto plazo+otros activos corr+otras inversiones
TA	Datstream	2999	Activo total=Activo financiero+Plantas y equipos+Real state, inventarios, intangibles y otros
DEU	Datstream	3255	Deuda total
D75TA			=1 si >=75% activo total para cada país y año

Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg y Reuters-Datastream

Anexo cuadro 5.3: colocación de deuda por rama de actividad

Etiquetas de fila	Suma de emision en dólares (millones)	% total
RRNN	215.239	63%
refinacion petroleo	166.300	49%
mineria metales	33.600	10%
servicios agricolas	13.600	4%
MOA aceiteras	1.170	0%
Agricultra	369	0%
pezca y caza	200	0%
manufactura	60.543	18%
servicios publicos y transpor	49.760	15%
servicios comerciales	7.245	2%
construccion	5.120	2%
Total	**340.249**	**100%**

Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

Anexo cuadro 5.4: detalle de colocaciones de deuda por empresa y peso en el total

Nº	code	Pais	Firma	Millones de dólares	% total	Acum.
1	PEMEX	mexico	PETROLEOS MEXICANOS	84.178	25%	25%
2	PETBRA	brasil	PETROLEO BRASILEIRO PN	49.619	15%	39%
3	CEMEX	mexico	CEMEX CPO	16.870	5%	44%
4	AMXLMM	mexico	AMERICA MOVIL 'L'	16.402	5%	49%
5	PDVSA	venezuela	PETROLEOS DE VENEZUELA	15.160	4%	54%
6	VALEBZ	brasil	VALE PN	14.526	4%	58%
7	ECOPET	colombia	ECOPETROL	10.700	3%	61%
8	CDEL	chile	CORPORACION CIOL DEL COBRE	10.430	3%	64%
9	JBSSBZ	brasil	JBS ON	8.280	2%	66%
10	SCCO	peru	SOUTHERN PERU 'I'	6.800	2%	68%
11	GGBRBZ	brasil	GERDAU PN	6.420	2%	70%
12	TELVIS	mexico	GRUPO TELEVISA	6.097	2%	72%
13	OIBRBZ	brasil	OI PN	5.820	2%	74%
14	BRASKM	brasil	BRASKEM PN SERIES 'A'	5.100	1%	75%
15	YPFDAR	argentina	YPF	3.843	1%	76%
16	CFELEC	mexico	COMISION FED.DE ELEC.	3.700	1%	78%
17	AESGEN	chile	SOCIEDAD ELECTRICA SANTIAGO SA	3.573	1%	79%
18	KOF	mexico	COCA-COLA FEMSA 'L'	3.500	1%	80%
19	MRFGBZ	brasil	MARFRIG FRIGORIFICOS ON	3.150	1%	81%
			resto (85 firmas emisoras)	66.081	19%	100%
			total general	340.249	100%	

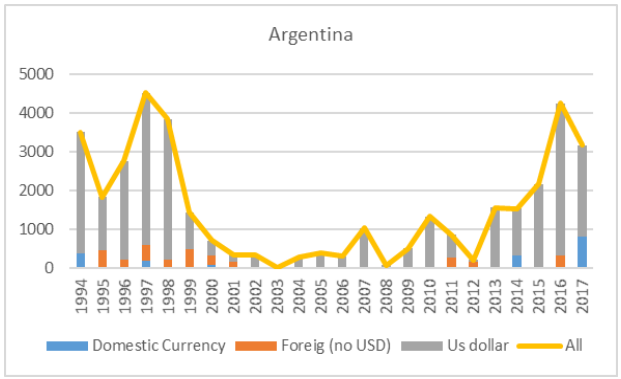
Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

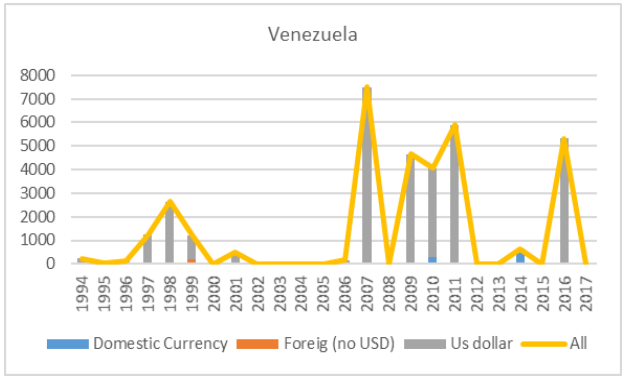
Anexo cuadro 5.5: Resultados de la estimación con efectos interacción

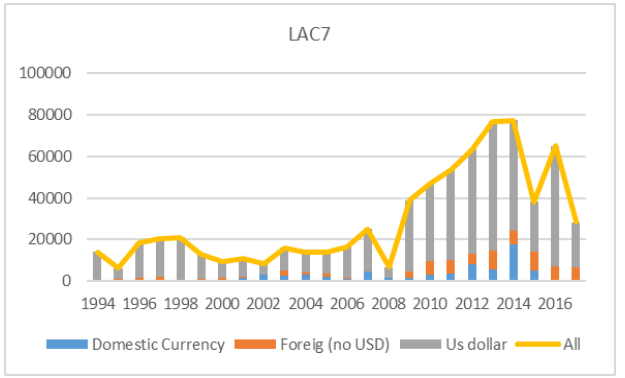
	GRANDES EMPRESAS			
	ALL	year<=2000	2001=>year<=2008	year=>2009
	2	3	4	5
log(1+E. Deu_USD/TA)	0,5902**	-0,83215	-0,13394	0,74916***
log(1+E. Deu_LC/TA)	0,239	0	-1,41598*	0,25764
log(phi_fin/TA)	8,740*	-5,58268	10,72679*	22,56182**
log(phi_op/TA)	9,996***	7,23524	9,05124***	13,52418***
log(1+TA)	0,9916***	4,53373***	3,44597***	3,0913***
log(FA/TA)(t-1)	-31,550***	-68,16699***	-47,1839***	-48,92416***
Log(Deu/TA)	-0,5669***	-0,29693	-0,5621***	-0,68792***
d75ta=1	0,3769	-0,37693	-1,44704	-1,54501**
d75ta=0 # log(1+E. Deu_USD/TA)	0	0	0	0
d75ta=1 # log(1+E. Deu_USD/TA)	-0,16725	2,62102	-0,01465	-0,51101
d75ta=0 # log(1+E. Deu_USD/TA)	0	0	0	0
d75ta=1 # log(1+E. Deu_USD/TA)	0,00961	0	0,6324	-0,79479
Constante	3,5128***	6,89325***	3,50421***	6,1309***
Ef. Fijo x PAIS	si	si	si	si
Ef. Fijo x AÑO	si	si	si	si
Muestra	5171	625	2230	2316

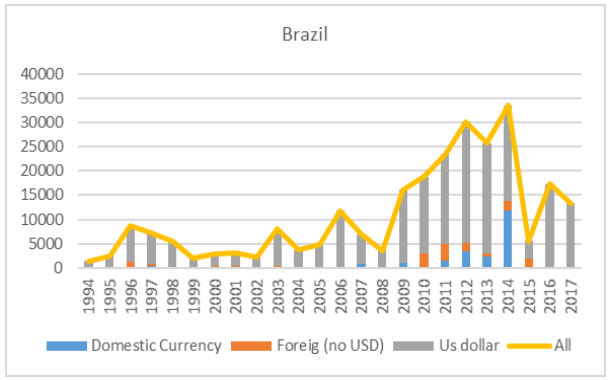
*Niveles de significatividad * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01. Coeficientes expresados en valores porcentuales (multiplicados por cien).*

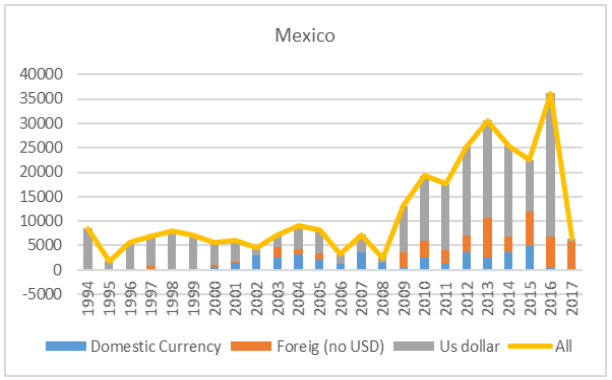
Grafico anexo 5.1: Emisiones de deuda NFC de LAC. Detalle nacional. Periodo 1994 a 2017

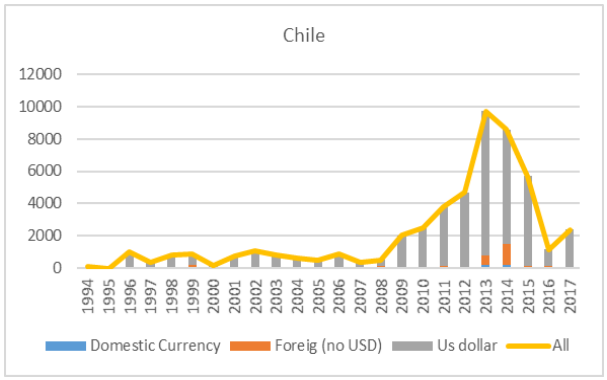


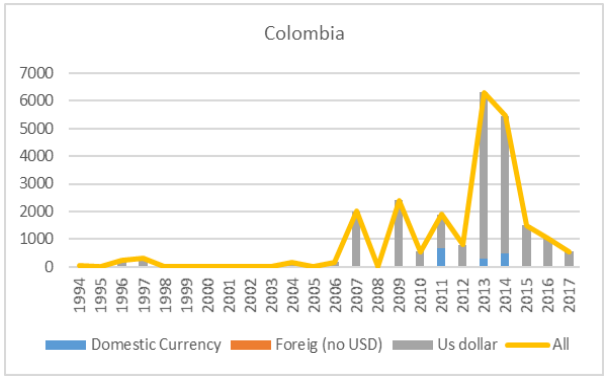


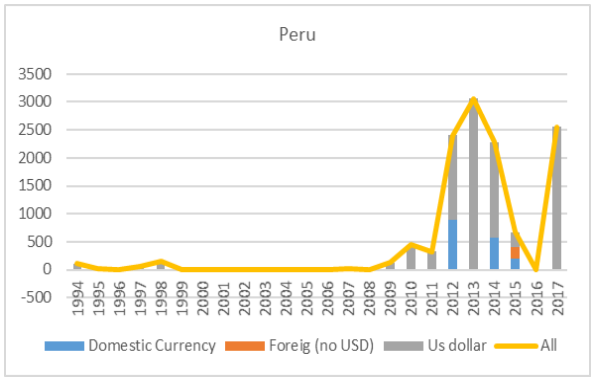












Fuente: elaboración propia en base a BIS

CAPITULO VI

Conclusiones generales

La extraordinaria expansión de las finanzas ha sido la característica más sobresaliente de la economía mundial de los últimos 40 años, especialmente en los países centrales.

Dentro de este nuevo paisaje de la financierización destacan un conjunto de elementos que podríamos caracterizar como “hechos estilizados de la financierización” entre los que aparece crecimiento del valor agregado financiero sobre el valor agregado total, el aumento de la riqueza financiera, el mayor peso de los flujos de capitales sobre el saldo del balance de pagos, el estancamiento del salario en relación a los aumentos de productividad, el empeoramiento en la distribución del ingreso y el aumento de las deudas de las familias, entre otras dimensiones.

Sin embargo, el extraordinario crecimiento de “lo financiero” sobre la economía real no se reduce simplemente a una dimensión cuantitativa. Sino que, por el contrario, tiene como rasgo principal un conjunto de cambios cualitativos sobre la forma en la dinámica económica se desenvuelve, otorgando mayor peso a los actores, instituciones y motivaciones financieras en la dinámica de acumulación actual.

En el capítulo dos se contrapusieron los distintos enfoques en la literatura de financierización que abordan la caracterización del actual modo de acumulación. Allí se buscó crear un terreno común a todos los enfoques mediante la identificación de canales de transmisión de la financierización.

Como característica, se observó existe un amplia variedad de definiciones sobre lo que comúnmente se entiende por financierización. Sobre todo, y siendo que durante los últimos años la financierización ha ganado popularidad entre otros ámbitos estudio que exceden lo estrictamente económico, su definición se ha ampliado aún más.

Desde la perspectiva económica, el tratamiento del enfoque convencional sobre el tema resulta limitado. Incluso dentro de los modelos que consideran dinero y producción, suele suponerse la existencia instrumentos de acceso al financiamiento externo relativamente flexibles y mercados líquidos, dejando afuera la existencia de burbujas en activos, sobre-endeudamiento, desajustes entre flujos de caja e inversión o descalces de moneda. Esto también se extiende a la relación entre la empresa y los mercados financieros. Desde esta perspectiva, la nueva estrategia de gestión corporativa orientada a alinear los intereses contrapuestos entre la gerencia y los accionistas a partir de la maximización del valor bursátil y la distribución de dividendos es concebida como una dimensión positiva, a pesar de los efectos adversos que la misma ha generado sobre la inversión.

Producto de ello, y sobre todo luego de la crisis financiera internacional de 2008/09, los estudios críticos sobre la relación finanzas y economía han ganado cada vez más relevancia. Dentro de ellos se destaca especialmente el abordaje de la financierización.

Al interior del enfoque de la financierización conviven una variedad de explicaciones provenientes de tradiciones teóricas variadas. Sin embargo, como hemos analizado, existe un amplio terreno comun al considerar los canales de transmisión de la financierización sobre el consumo y la inversión. Más aún, en literatura empírica el dialogo entre los autores es muy frecuente.

Como ejemplo, en el caso de la inversión productiva se identifican tres canales. Primero, el efecto adverso que el pago de rentas y dividendos produce sobre los recursos líquidos

disponibles y que terminan deprimiendo la inversión. Segundo, el desplazamiento financiero entendido como la señal adversa que elevadas ganancias tienen frente a la inversión productiva. Tercero la acumulación de los excedentes en la forma de activos financieros en lugar de ser reinvertidos.

Y sin desconocer la riqueza analítica que cada uno de los enfoques, resultó interesante proponer una clasificación propia, transversal a las escuelas de pensamiento y más vinculada a evaluar la relevancia empírica del fenómeno, que considere los canales de transmisión de la financierización.

Para ello, se han identificado dos dimensiones. Por un lado, la dimensión nacional de la financierización, donde se incluyen todos los canales de transmisión del régimen financierizado para una economía cerrada. Por otro, la dimensión internacional de la financierización, donde se incluyen un grupo mas heterogéneo y de planteos más vinculado a la dinámica del sector externo y la economía global.

En los países centrales la dimensión relevante de análisis es el de la dimensión nacional de la financierización. Y de hecho, las teorías de la financierización que nos vienen heredas fueron concebidas originalmente para dar cuenta de estas regularidades.

Desde el análisis histórico, cuando analizamos las transformaciones del orden monetario, el sistema productivo y la regulación financiera observamos que el régimen financierizado surge como un proceso endógeno en los países centrales a finales de los 1970s que busca reconfigurar el aparato productivo y distributivo, en un contexto de achicamiento del Estado, elevada conflictividad social e inflación. Siguiendo a Krippner (2005) podemos decir que una parte de la elite de los EEUU buscó sacar provecho de los mercados de capitales internacionales y sustituir crédito del sector público por crédito privado, redefiniendo objetivos políticos domésticos que le permitan administrar las demandas sociales.

Sin embargo, al mirar este nuevo paisaje desde la óptima de los países periféricos muchas de estas configuraciones nos vienen dadas exógenamente, como un sub-producto de la dinámica actual de la globalización financiera. Desde la perspectiva de América Latina, esto implica

un esfuerzo conceptual relevante ya que requiere adaptar muchas de las nociones de la literatura a la realidad de nuestros países.

Una primera aproximación a esto se percibe al analizar los mismos indicadores que se plantean como hechos estilizados de la financierización de en América Latina. Solo con esta pequeña muestra se observa como la magnitud de lo financiero es acotada, a diferencia de lo que sucede en los países centrales donde las magnitudes son inmensamente mayores. En este sentido, a la luz de la categoría de dimensión nacional e internacional de la financierización, se intuye que para la periferia la dimensión relevante de análisis parece ser la más estrechamente vinculada con el sector externo.

En este sentido, esta tesis buscó ser un aporte a la comprensión de la especificidad que adquiere la financierización en América Latina. La estrategia adoptada para este fin tiene un marcado sesgo empírico. Mediante el trabajo con numerosas estadísticas nacionales y bases de datos construidas a partir de microdatos contables, fue posible evaluar los canales de transmisión de la financierización en diálogo con la frontera de la literatura sobre el tema. El interés principal estuvo puesto en evaluar la dinámica inversión productiva y los usos de la deuda corporativa externa.

En el capítulo tres se realizó un estudio pormenorizado de la dinámica macroeconómica de las principales ocho economías de América Latina para los últimos 15 años con el fin de entender la dinámica general de cada país. Un análisis de este tipo resultó ser un paso fundamental al momento de estudiar con mayor detalle la dinámica sectorial y de las firmas más adelante. Con ello, fue posible establecer una interacción entre el gran panorama cada país en cada periodo y el nivel micro de cada firma.

Como propuesta propia del análisis de la dinámica macroeconomica regional, se optó por proponer una taxonomía que clasifique cada país según su estructura exportadora y su grado de integración financiera. Esta misma taxonomía se mantuvo a lo largo del trabajo en los distintos ejercicios propuestos para la inversión y la deuda corporativa como forma de integrar una visión homogénea sobre el tema.

Volviendo sobre el estudio de la dinámica macroeconomica regional, y a la luz de los debates en la región respecto a la valoración de llamada “década latinoamericana”, se observó que la región en su conjunto tuvo un desempeño económico bueno en términos históricos y comparativamente frente a otros países del mundo. Durante este periodo se observó una tasa de crecimiento positiva, elevada y sostenida durante un periodo prolongado de tiempo, mejorando indicadores sociales, de empleo, de distribución, con una favorable dinámica inversora, estabilidad cambiaria, baja inflación, saldo favorable de la cuenta corriente y acumulación de reservas netas para todo el periodo, incluyendo el impacto adverso de la crisis financiera internacional en 2008/08.

Sin embargo, la región no resulta ser una cosa homogénea, como tampoco lo fue el periodo bajo analisis. A grandez rasgos, se identificaron dos subperiodos de 2003 a 2008 y de 2009 a 2015 siendo el punto de quiebre la conjunción en esos años de la crisis financiera internacional, la emergencia del ciclo de liquidez global y el fin del super-ciclo de commodities. A nivel países, las taxonomías permitieron identificar cinco grupos de países que se dividen en financieramente integrados y no integrados, y de acuerdo a su estructura exportadora basada en agro, minerales y petróleo o industria

En términos generales, podemos decir que los grupos de países financieramente menos integrados tuvieron, al momento de evaluar su desempeño en términos de crecimiento, un ciclo económico más vinculado al ciclo de commodities; mientras que los financieramente más integrados tuvieron menor al comienzo pero comparativamente mejor en el agregado, incluso con posterioridad al deterioro de los términos de intercambio en 2012. La diferencia fundamental se debe a que para los primeros, una vez agotado el saldo de cuenta corriente se observó la tradicional limitación que presenta la restricción externa. En tanto que para los otros, el contexto de excesiva liquidez internacional les permitió sustituir financiamiento de la cuenta corriente por flujos de portafolio, manteniendo el balance de pagos superavitario casi todos los años, escapando al ajuste externo e incluso acumulando reservas. Sumado a ello, también se observó cierto nivel de prudencia macroeconómica, como se refleja en el desempeño fiscal, monetario y las medidas de control de la cuenta capital y macroprudenciales luego de 2007.

Obviamente, esto no agota el debate en la región. La pregunta abierta pasa por la profundidad de las transformaciones, sobre todo al considerar la capacidad de llevar adelante diversificación exportadora menos dependiente de las rentas de recursos naturales y, en el corto plazo, la continuidad del saldo externo favorable frente condiciones financieras más adversas.

Igualmente, y sobre esa base firme, el resto de la investigación se propuso profundizar sobre la relevancia de los canales nacionales e internacionales de transmisión de la financierización sobre las empresas no financiera de la región durante la última década.

En el capítulo cuatro se estudió en profundidad la cuestión de la inversión productiva. A partir de un enfoque metodológico que consideró las fuentes y usos brutos de fondos, se trabajó con una base desagregada de microdatos contables provenientes de una descarga masiva de información de *Worldscope-Reuters* para una amplia muestra de empresas no financieras. Trabajar con una base de datos como la indicada permite contar con información sistematizada con una amplia apertura de registros contables de ventas, beneficio operativo, endeudamiento, pagos de dividendos y un desagregado sobre las distintas tenencias de activos financieros.

Como primer punto, al considerar la dinámica de la inversión productiva en base a los datos contables es posible observar que desde los años 2000, y con mayor fuerza desde 2008, América Latina registra un crecimiento de los beneficios operativos que no que se traducen en ampliaciones del capital productivo. Asimismo, se observa como los países de mercados de capitales más desarrollados y financieramente más integrados distribuyen proporcionalmente mayores dividendos y acumulan comparativamente mayor cantidad de activos financieros sobre su activo total.

Esta intuición nos permitió abordar, en una segunda instancia, un análisis empírico mediante la estimación de un modelo econométrico sobre determinantes de la inversión basado en los de modelos post-keynesianos del enfoque de restricción de liquidez. Además del set de determinantes estándar, se le incorporaron variables que buscan captar los canales de financierización para evaluar su relevancia. De alguna manera lo que se buscó en este punto

fue indagar en torno a la relevancia de validez de la dimensión nacional de la financierización en América Latina.

En línea con los trabajos más difundidos sobre el tema, los resultados confirmaron que el set usual de controles sobre determinantes de la inversión productiva como son las ventas, beneficio operativo y el apalancamiento resultaron significativos y con el signo esperado.

Como novedad, se testearon una serie de variables que aproximan los canales de transmisión de la financierización sobre la inversión productiva para América Latina. En este caso, y a diferencia de los resultados en países desarrollados, no fue posible dar cuenta de una significatividad directa del efecto negativo de los pagos de dividendos, el ingreso financiero y la acumulación de activos financieros en las hojas de balance usualmente para el conjunto de empresas.

Sin embargo, al distinguir por distintos tamaños de firmas dependiendo la posición dentro del activo nacional, se observaron varios elementos interesantes. En primer término, mientras que los pagos de dividendos resultaban no significativos para el total de las empresas, al considerar solo el grupo más grande firmas se observa que los pago de dividendos impacta negativamente en la liquidez interna y la inversión.

En segundo término, al considerar los beneficios financieros sucede algo simular. Mientras que para el agregado del tamaño de las firmas el ingreso financiero tenía un efecto positivo sobre la inversión, para las firmas más grandes se invierte el signo dando cuenta de la presencia de un efecto desplazamiento de los ingresos financieros sobre la inversión. Ambos canales tienden a acentuarse luego de los años 2000.

En tercer término, se observó una heterogeneidad en la estructura financiera de la firma sobre la inversión productiva. Mientras que la tenencia de efectivo en las hojas de balance influyó positivamente en la inversión, la tenencia de activos financieros no corrientes la afectó negativamente, dando cuenta de una acumulación de excedentes en activos financieros por sobre un aumento del volumen de inversión. Luego de 2009, y en línea con la acentuación del ciclo de liquidez global, este canal adverso se vió reforzado significativamente.

Todos estos puntos no habían sido indagados en la literatura especializada hasta el momento y resultan ser un aporte original de este trabajo respecto a la especificidad que adquiere la dimensión nacional de la financierización en América Latina.

En el capítulo cinco se estudiaron los canales de transmisión de la dimensión internacional de la financierización a partir del volumen y destino del nuevo endeudamiento corporativo en mercado de capitales. En línea con el renovado interés de la literatura sobre las externalidades del ciclo financiero sobre los países emergentes y el crecimiento de la deuda corporativa en mercados de capitales en América Latina, se buscó aportar luz sobre el uso del financiamiento corporativo en mercados internacionales en moneda extranjera.

Para este caso, se amplió la base de registros contables sistematizados proveniente de *Worldscope-Reuters* con una base propia de emisiones deuda de empresas no financieras de América Latina proveniente de registros granulares de emisión de deuda primaria en mercados internacionales de *Bloomberg.* Esta estadística permitió distinguir a nivel firma con bastante detalle categorías como mercado de emisión, volumen, cupón, plazo, moneda y nacionalidad del emisor. La información fue compatibilizada registro a registro de manera manual y se realizaron distintos testeos de robustez en comparación con la información nacional anual de emisiones brutas de deuda provista por el BIS.

Como punto introductorio a la dimensión de la deuda corporativa, se estudiaron las características generales de la dinámica de flujos de capitales en la región en base a estadísticas de flujos brutos ingresantes y egresantes del balance de pagos. Allí se observa un resultado neto superavitario de ingreso de fondos del exterior, sobre todo a partir de 2007, en coincidencia con la adopción la política de QE en los países centrales. Esta dinámica se mantiene más allá de 2012, cuando el deterioro de los precios de materias primas revierte el saldo superavitario de cuenta corriente en muchos países, en especial en los países financieramente integrados que han sido los receptores mayoritarios de estos capitales. Al desagregar por componente, la expansión se explica básicamente por el crecimiento de fondos de cartera privados provenientes de colocaciones de deuda corporativa e inversores en búsqueda de aprovechar los diferenciales de tasas del carry trade.

Y si bien este flujo ingresante de capitales a los emergentes no ha sido una dimensión exclusiva de América Latina, ya que todos los países emergentes resultaron grandes receptores netos de fondos producto del incremento de la liquidez global, en términos históricos si se destaca la creciente participación de deuda corporativa. Según los registros del BIS para este tema, el stock total deuda de empresas no financieras de América Latina se multiplicó por seis en el periodo 2000 a 2015, siendo los años posteriores a 2009 responsables de más del 80% del crecimiento total del volumen de emisiones.

A la luz de estas transformaciones, entonces, resultó relevante indagar el destino de este endeudamiento y la relación con la inversión productiva. Para ello, la estrategia empírica consistió en adaptar los modelos estándar de determinantes de la estructura financiera de la firma e incorporarles un set de controles sobre flujos financieros de emisiones primarias de deuda en mercados de capitales, distinguiendo por tipo de moneda. Además, y para establecer un diálogo con la evidencia encontrada en el modelo de determinantes de la inversión, se optó por incluir un control por tamaño de la firma y una apertura por periodos, para evaluar el efecto diferencial dependiendo cada etapa de la economía global.

En primer lugar, el set de variables convencionales está en línea con los trabajos previos más relevantes. Allí se corroboró que la disminución de los beneficios operativos, de los beneficios financieros y el mayor nivel de apalancamiento afectan negativamente la tenencia de activos financieros en la hoja de balances.

En segundo lugar, y como aporte central, se demostró que existe la emisión de deuda en dólares tiene un efecto positivo sobre la tenencia de activos financieros por parte de las firmas. Este crecimiento se acelera luego de 2009, línea con la flexibilización de las condiciones globales de liquidez. Junto con ello, al considerar las emisiones de deuda en moneda local, no tiene efecto en ninguna de las submuestras.

En tercer lugar, no se observó ninguna interacción entre el tamaño de la firma y la emisión de deuda en dólares en los mercados de capitales. Igualmente, de manera equivalente que en la estimación de inversión, se registra un efecto lineal sobre la acumulación de activos financieros en las firmas de mayor tamaño luego de 2009.

En este sentido, y a pesar de que el enfoque metodológico resultó ser bastante estandar, los resultados obtenidos fueron novedosos. El ejercicio empírico sobre determinantes de la acumulación de activos financieros encuentra evidencia favorable a aquellas investigaciones que plantean la existencia de las firmas como "intermediadores sustitutos" de las externalidades del ciclo financiero mundial. Es decir, las firmas se comportaron administrando la liquidez interna expandiendo los niveles de activos y pasivos financieros de manera simultánea, similar a la forma en que opera una institución financiera y no como una firma productiva.

Asimismo, el resultado podría resultar mucho más significativo más allá del estudiado efecto macroeconómico de la imposibilidad de regular las externalidades del ciclo financiero mundial mediante el canal de deuda corporativa. Desde la perspectiva de esta investigación, la acumulación de activos líquidos en las hojas de balance de las empresas podría tratarse de canal hasta ahora poco explorado de la dimensión internacional de la financierización sobre la estructura financiera de las firmas y el uso de la liquidez global para acumulación de activos financieros por sobre la inversión productiva.

Hacia adelante se abren numerosas líneas de investigación en base a los elementos aquí presentados. A grandes rasgos podríamos marcar tres grandes dimensiones.

Como primera dimensión profundizar el trabajo con los microdatos contables. En primer lugar, y con la información existente, indagar si existe alguna la especificad de los canales de transmisión de la financierización entre ramas, haciendo interactuar a las grandes empresas de distintos sectores según su representatividad sobre la economía nacional, su dinámica exportadora o su intensidad tecnológica, entre otras. En segundo lugar, indagar sobre la validez de los resultados a un grupo más amplio de empresas que no solo incluya a las grandes empresas. Y si bien la falta de información, y su sistematicidad entre países, es un limitante importante cualquier tipo de trabajo empírico, podría pensarse en correr algunos ejercicios mediante información de naturaleza tributaria. Siendo este el caso, podría evaluarse si existe un comportamiento diferencial, sobre todo en el canal de distribución de dividendos, entre firmas de propiedad nacional y firmas de propiedad extranjera. Asimismo, podría resultar interesante conocer en mayor detalle la estructura de tenencia de activos y su impacto

en la inversión comparando firmas inversoras con distintos niveles de sofisticación o que eligen distintos perfiles de riesgo para sus inversiones.

La segunda dimensión es la dimensión de deuda corporativa. Aquí también se abre una gran variedad de nuevas dimensiones de investigación a partir de la combinación la base de deuda existente con nuevas categorías o mediante la construcción de datos nacionales en base a la agregación de microdatos contables. A nivel más micro, y de contar con información respecto a la moneda de la estructura de pasivos, podría ser relevante evaluar posiciones de fragilidad financiera al interior de los emisores de deuda corporativa, dependiendo de si es o no una firma exportadora, cual es el grado de cobertura cambiaria de su tenencia de activos, si se encuentra o no en un mercado regulado por el Estado, etc. Asimismo, sería interesante indagar en mayor sobre los determinantes de la emisión de deuda corporativa, las condiciones financieras para una emisión exitosa, su tamaño, propiedad de residente o no, rama y si tienen mucho o poco peso los canales de financierización en su dinámica reciente. Junto con ello, investigar sobre la posible relación entre financierización y plazo de la emisión (considerando que firmas mas vinculadas a proyectos productivos emitan deuda a más largo plazo) o financierización y costo de la deuda (si las firmas no utilizan esa liquidez en proyectos productivos y si eso tiene o no una penalidad en el mercado).

A nivel más macro, podría pensarse en agregar los microdatos de deuda y trabajar con un esquema similar a la apertura de la cuenta portafolio del balance de pagos, pero de frecuencia mensual. Al tratarse de más observaciones favorecería el estudio empírico de series de tiempo respecto de la presentación trimestral usual. A partir de allí, podría buscarse establecer relaciones múltiples entre canales de la dimensión internacional de la financieriación, canales de transmisión financieros y comerciales. Por un lado, podría pensarse en la interacción de los flujos mensuales de deuda con variables que cuantifiquen las condiciones financieras en los centros, el riesgo doméstico nacional, etc, estableciendo un diálogo con la literatura push y pull de los flujos de capitales. En particular, podría indagarse sobre el rol de los fondos de inversión extranjeros sobre la volatilidad de variables macro clave en lass economías periféricas. Por otro, en línea con toda una rama de literatura que establece la no-ortogonalidad de los shocks comerciales y financieros, se podría investigar en torno a los

shocks de segunda vuelta entre precios de materias primas, flujos de capitales y variables financieras en el centro.

Como tercera dimensión a explorar, sería interesante desarrollar en profundidad un esquema analítico del tipo stock flujo consistente capaz de integrar la multiplicidad de dimensiones destacadas por la evidencia para estudiar la financierización en la periferia. De algún modo, trabajar con un planteo de economía abierta, que considere inversión, un amplio set de activos financieros en moneda local y extranjera, bancos, el gobierno y varios grupos de firmas como forma de captar las heterogeneidades al interior de los países. Ya sea firmas que emitan y no emitan deuda externa, altamente financiarizadas y poco financiarizadas, orientadas al mercado interno u orientadas al mercado externo, etc.

REFERENCIAS

Abeles, M., Pérez Caldentey, E., & Valdecantos, S. (2018). *Estudios sobre financierización en América Latina.* Santiago de Chile: CEPAL.

ADEFA. (2019). *Asociación de Fabricas de automotores. Estadísticas mensuales sobre la producción automotriz*. Obtenido de http://www.adefa.org.ar/es/estadisticas-mensuales

Agosin, M., & Montecinos, A. (2011). *Chile en los años 2000: evolución macroeconómica y financiera.* Buenos Aires: ITF/CEDES (http://www. itf. org. ar, sección" Documentos técnicos").

Ahmadimousaabad, A., Bajuri, N., Jahanzeb, A., Karami, M., & Rehman, S. (2013). Trade-off theory, pecking order theory and market timing theory: a comprehensive review of capital structure theories. *International Journal of Management and Commerce Innovation*, 11-18.

Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S., & Volosovych, V. (2020). Sovereigns, Upstream Capital Flows and Global Imbalances. *Journal of European Economic Association, vol. 12, iss. 5, (actualizado octubre 2020). Dataset disponible online en: http://sovereign-to-sovereign-flows.com/Welcome.php,* 1240-1284.

Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International business review, 22(1)*, 77-88.

Aponte Blank, C. (2010). El gasto público social durante los períodos presidenciales de Hugo Chávez: 1999-2009. *Cuadernos del CENDES, 27(73)*, 31-70.

Araújo, E., Bruno, M., & Pimentel, D. (2012). Financialization against Industrialization: a regulationnist approach of the Brazilian Paradox. . *Revue de la régulation Capitalisme, institutions, pouvoirs*.

Arbeletche, P., & Carballo, C. (2010). La expansión agrícola en Uruguay: algunas de sus principales consecuencias. *Revista de desarrollo rural y cooperativismo agrario, 12*, 7-20.

Arrighi, G. (1994). *The long twentieth century: Money, power, and the origins of our times.* Verso.

Ashworth, J. (2016). Quantitative easing by the major western Central Banks during the global financial crisis. In *Banking Crises* (pp. 251-270). Palgrave Macmillan, London.

Asimakopulos, A. (1986). Finance, liquidity, saving, and investment. *Journal of Post Keynesian Economics, 9(1)*, 79-90.

Assa, J. (2012). Financialization and its Consequences: the OECD Experience. *Finance Research*.

Auvray, T., & Rabinovich, J. (2017). *The financialisation-offshoring nexus and the capital accumulation of US nonfinancial firms.* Paris, Francia: CEPN - Centre d'Economie de l'Université Paris Nord (Paris XIII).

Avdjiev, S., Kalemli-Ozcan, S., & Servén, L. (2018). *Gross capital flows by banks, corporates and sovereigns (No. 760).* Basilea: Bank for International Settlements.

Avdjiev, S., McGuire, P., & von Peter, G. (2020). International dimensions of EME corporate debt. *BIS Quarterly Review, June.*

Avdjiev, S., Upper, C., & von Kleist, K. (2010). Highlights of international banking and financial market activity. *BIS Quarterly Review*, 13-24.

Badoer, D. C., & James, C. M. (2016). (2016). The determinants of long-term corporate debt issuances. *The Journal of Finance, 71(1)*, 457-492.

Banco Central de la República de Colombia. (2006). *Informe sobre el balance de pagos.* Bogota: BCR, diponible en:http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/paginas/ibp_2005.pdf.

Banco Mundial. (2012). *Gasto para resultados: revisión del gasto público para Perú. Public Expenditure Review.* Washington, DC.: World Bank. https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/13253.

Banco Mundial. (2016). *Mexico - Public expenditure review.* Washington, D.C.: World Bank Group. http://documents.worldbank.org/curated/en/284151472615491033/Mexico-Public-expenditure-review.

Banco Mundial. (2017). *Revision del gasto publico (Report No: ACS22743).* Washington, DC.: Práctica Global de Macroeconomía y Gestión Fiscal.

Barba, A., & Pivetti, M. (2009). Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications—a long-period analysis. . *Cambridge Journal of Economics*, 113-137.

Barrañón, A. (2008). La crisis mexicana del petróleo en el escenario de precios altos del petróleo. *Razón y palabra, 13(65)*.

Basave Kunhardt, J. B. (2016). Ied de las empresas multinacionales mexicanas y estrategias de "catch up" tecnológico. *Economía Informa*, 3-15.

Basave Kunhardt, J., & Gutiérrez-Haces, T. (2015). *Changing characteristics of large Mexican Multinationals during legal reforms.* Mexico DF: Vale Columbia Center on Sustainable International Investment- IIE-UNAM.

Bastourre, D., & Zeolla, N. (2017). *Regulación de la cuenta capital en un mundo financieramente complejo: evolución reciente y perspectivas en América Latina.* Buenos Aires: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). No. 52. .

Bastourre, D., Carrera, J., Ibarlucia, J., & Sardi, M. (2012). Dos síntomas y una causa: Flujos de capitales, precios de los commodities y determinantes globales (No. 2012/57). *Banco Central de la República Argentina*.

Basualdo, E., & Kulfas, M. (2000). Fuga de capitales y endeudamiento externo en la Argentina. *Realidad económica, 173*, 76-103.

Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to? *The journal of finance, 64(5)*, 1985-2021.

Baud, C., & Durand, C. (2012). Financialization, globalization and the making of profits by leading retailers. *Socio-Economic Review, 10(2)*, 241-266.

BCC. (2011). *Informe del balance de pagos 2011.* Santiago de Chile: Banco Central de Chile.

Becker, J., Jäger, J., Leubolt, B., & Weissenbacher, R. (2010). Peripheral financialization and vulnerability to crisis: A regulationist perspective. *Competition & Change, 14(3-4)*, 225-247.

Bellofiore, R., Halevi, J., & Passarella, M. (2009). If anything goes wrong. Re-reading Minsky after the Great Recession. *In 7th Storep Conference, Trento, Italy*.

Berganza, J. C. (2012). Fiscal rules in Latin America: a survey. *Banco de espana occasional paper, (1208)*.

BIS. (2011). *Global liquidity - concept, measurement and policy implications.* Basel, Switzerland: Bank of International Settlements (BIS), CGFS Paper, nro. 45, 13 noviembre 2011.

BIS. (2017). QE experiences and some lessons for monetary policy: defending the important role central banks have played. *", The Eurofi High Level Seminar 2017, 5-7 April 2017, Malta, <http://www.bis.org/speeches/sp170407.pdf> (4 July 2017)*.

Block, F. L. (1977). *The origins of international economic disorder: a study of United States international monetary policy from World War II to the present.* California: Univ of California Press.

Blundell-Wignall, A., & Slovik, P. (2010). *The EU stress test and sovereign debt exposures.* OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, (4).

Bonizzi, B. (2013). Financialization in developing and emerging countries: a survey. *International Journal of Political Economy, 42(4)*, 83-107.

Bonizzi, B. (2017). *An Alternative Post-Keynesian Framework for Understanding Capital Flows to Emerging Markets.* 137-162: Journal of Economic Issues, 51(1).

Bonizzi, B., Kaltenbrunner, A., & Powell, J. (2019). *Subordinate financialization in emerging capitalist economies (No. 23044).* London: Greenwich Political Economy Research Centre.

Borio, C. (2014). The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? *Journal of Banking & Finance, 45*, 182-198.

Borio, C. (2014). The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? *Journal of Banking & Finance, 45*, 182-198.

Borio, C. E., & Disyatat, P. (2015). *(2015). Capital flows and the current account: Taking financing (more) seriously.* Basilea: Bank of International Sattlements No 525.

Borio, C., & Disyatat, P. (2011). *Global imbalances and the financial crisis: Link or no link? (No. 346).* Bank for International Settlements.

Bortz, P. G., & Kaltenbrunner, A. (2018). The International Dimension of Financialization in Developing and Emerging Economies. *Development and Change, 49(2)*, 375-393.

Boyer, R. (2000). Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society*, 111-145.

Brainard, W. C., & Tobin, J. (1968). Pitfalls in financial model building. *The American Economic Review, 58(2)*, 99-122.

Brauman, R. S., & Kopcke, R. (2001). The performance of traditional macroeconomic models of businesses' investment spending. *New England Economic Review*, 3-39.

Broner, F., Didier, T., Erce, A., & Schmukler, S. L. (2013). Gross capital flows: Dynamics and crises. *Journal of Monetary Economics, 60(1),* 113-133.

Bruno, V., & Shin, H. S. (2015). Cross-Border Banking and Global Liquidity. *The Review of Economic Studies, vol. 82, no 2,* 535-564.

Bruno, V., & Shin, H. S. (2017). Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis. *The Review of Financial Studies, 30(3),* 703-749.

Burdisso, T., & Corso, E. A. (2011). *Incertidumbre y dolarización de cartera. El caso argentino en el último medio siglo.* Buenos Aires: Ensayos Economicos del BCRA, Nro. 63.

Burdisso, T., Corso, E., & Katz, S. (2013). Un efecto Tobin "perverso": disrupciones monetarias y financieras y composición óptima del portafolio en Argentina. *Desarrollo económico, 53(209),* 75-112.

Caballero, J., Panizza, U., & Powell, A. (2015). *The second wave of global liquidity: Why are firms acting like financial intermediaries?.* CEPR Discussion Papers.

Caldentey, E. P., & Vernengo, M. (2010). Back to the future: Latin America's current development strategy. *Journal of Post Keynesian Economics, 32(4),* 623-644.

Calomiris, C. W., Larrain, M., & Schmukler, S. L. (2018). Capital inflows, equity issuance activity, and corporate investment (No. w24433). *National Bureau of Economic Research*.

Calvo, G. (1998). Capital flows and capital-market crises: the simple economics of sudden stops. *Journal of Applied Economics*, 35-54.

Calvo, G. (1999). *Capital flows to Latin America: is there evidence of contagion effects?* Washington, DC: The World Bank.

Campolongo, F., Cariboni, J., Hallak, I., & Rancan, M. (2017). *Cash Holdings and Debt Issuance.* Via Fermi, Ispra, Italia: European Commision Join Research Center. Disponible online at:http://www.greta.it/credit/credit2016/PAPERS/Thursday/posters/01_Campolongo_Cariboni_Hallak_Rancan.pdf.

Carpenter, R. E., & Guariglia, A. (2008). Cash flow, investment, and investment opportunities: New tests using UK panel data. *Journal of Banking & Finance, 32(9),* 1894-1906.

Carrera, J. (2018). El papel de la financierización en la dinámica de los precios de los productos básicos . En M. Abeles, E. Pérez Caldentey, & S. Valdecantos, *Estudios sobre financierización en América Latina.* Santiago de Chile: CEPAL.

Caycho Arce, M. (2016). *Sobre la gestión activa de inversiones extranjeras de las AFP en el Perú.* Lima, Perú: Tesis de Maestría. Universidad del Pacifico. Link: http://hdl.handle.net/11354/1815.

CEPAL. (2006). *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, año 2006.* Santiago de Chile: CEPAL.

CEPAL. (2009). *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe.* Santiago de Chile: CEPAL.

CEPAL. (2010). *Terremoto en Chile: una primera mirada al 10 de marzo de 2010.* Santiago de Chile: Naciones Unidas.

CEPAL. (2016). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe: Republica Bolivariana de Venezuela.* Santiago, Chile.: https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/40326/1600548EE_Venezuela_es.pdf.

CEPAL. (2018). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2018. Evolución de la inversión en América Latina y el Caribe: hechos estilizados, determinantes y desafíos de política.* Santiago, Chile: CEPAL, Naciones Unidas.

CEPAL. (2018). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2018. Evolución de la inversión en América Latina y el Caribe: hechos estilizados, determinantes y desafíos de política.* Santiago, Chile: CEPAL, Naciones Unidas.

Cerra, V., Rishi, M., & Saxena, S. C. (2008). Robbing the riches: capital flight, institutions and debt. *The Journal of Development Studies, 44(8),* 1190-1213.

Chena, P., Buccela, M. E., & Bosnic, C. (2018). Efectos de la financierización en el cambio tecnológico en América Latina. En M. Abeles, E. Perez Caldentey, & S. Valdecantos, *Estudios sobre financiarizacion en América Latina* (págs. 96-139). Santiago de Chile: CEPAL.

Chinn, M. D., & Ito, H. (2008). A new measure of financial openness. *Journal of comparative policy analysis*, 309-322.

Chirinko, R. (1993). Business fixed investment spending: empirical results, and policy implications. *Journal of Economic literature, 31(4),* 1875-1911.

Chirinko, R. S., Fazzari, S. M., & Meyer, A. P. (1999). How responsive is business capital formation to its user cost? An exploration with micro data. *Journal of public economics, 74*, 53-80.

Cibils, A., & Allami, C. (2009). *El curioso caso de la financiarización en la postconvertibilidad.* Los Polvorines, Provincia de Buenos Aires.: Trabajo publicado en el CD de las III Jornadas de Economía Política, Universidad de General Sarmiento.

Cimoli, M., Castillo, M., Porcile, G., & Stumpo, G. (2017). *Políticas industriales y tecnológicas en América Latina.* Santiago de Chile: CEPAL.

Cordero, M. (2015). *La inversión colombiana en Centroamérica.* Santigo de Chile: CEPAL.

Correa, E., Vidal, G., & Marshall, W. (2012). Financialization in Mexico: trajectory and limits. *Journal of Post Keynesian Economics, 35(2),* 255-275.

Corso, E. (2010). *Shock externo y respuesta de política macroeconómica en Colombia.* Buenos Aires: ITF/CEDES (http://www. itf. org. ar, sección "Documentos técnicos").

Corso, E. (2015). *Ambigüedad, aversión por la ambigüedad y reservas de valor en Argentina. Corso, E. (2015).* . Econstore (No. 2015/67) disponible en: https://www.econstor.eu/bitstream/10419/126251/1/838252893.pdf.

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, 35(3),* 271-279.

Crotty, J. R. (1993). Rethinking Marxian investment theory: Keynes-Minsky instability, competitive regime shifts and coerced investment. *Review of Radical Political Economics, 25(1)*, 1-26.

Cuevas, R. (2012). *Los Congresos de Chile y Argentina ante la crisis del gas, 2004-2009.* Santiago de Chile: Tesus de Magister para el grado de Magíster en Estudios Internacionales, Universidad de Chile.

Cynamon, B. Z., & Fazzari, S. M. (2008). (2008). Household debt in the consumer age: source of growth--risk of collapse. *Capitalism and society, 3(2)*.

Damill, M., & Frenkel, R. (2012). *Macroeconomic policies, growth, employment, and inequality in Latin America.* WIDER Working Paper (No. 2012/23).

Davis, J. S., & Van Wincoop, E. (2018). Globalization and the increasing correlation between capital inflows and outflows. *Journal of Monetary Economics, 100*, 83-100.

Davis, L. E. (2017). Financialization and the non-financial corporation: An investigation of firm-level investment behavior in the United States. *Metroeconomica, 69(1)*, 270-307.

De Bruyckere, V., Gerhardt, M., Schepens, G., & Vander Vennet, R. (2013). Bank/sovereign risk spillovers in the European debt crisis. *Journal of Banking & Finance, 37(12)*, 4793-4809.

De Echave, J. (2012). La minería peruana y los escenarios de transición. *Transiciones, 61*.

De Gregorio, J. (2013). *Resilience in Latin America: Lessons from macroeconomic management and financial policies.* Washington, EEUU: International Monetary Fund No. 13-259.

De Paula, L. F., & Prates, D. M. (2015). Cuenta de capitales y la regulación de derivados del mercado de divisas: la experiencia reciente de Brasil. *Investigación económica, 74(291)*, 9-115.

Della Croce, R., & Yermo, J. (2013). *Institutional investors and infrastructure financing.* OECD Working Papers on Finance Insurance and Private Pensions, No.36. Disponible online en: http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/WP_36_InstitutionalInvestorsAndInfrastructureFinancing.pdf.

Demir, F. (2007). The Rise of Rentier Capitalism and the Financialization of Real Sectors in Developing Countries. *review of radical Political economics*, 351-59.

Demir, F. (2009). Capital market imperfections and financialization of real sectors in emerging markets: Private investment and cash flow relationship revisited. *World Development, 37(5)*, 953-964.

Departamento de Estado de los EEUU. (2014). *Venezuelan Currency Controls and Risks for U.S. Businesses - press realease 25 marzo de 2014.* Obtenido de https://photos.state.gov/libraries/venezuela/19452/public/Web_Venezuelan%20Currency%20Controls%20and%20Risks%20for%20U_S_%20Firms.pdf

Dhaliwal, D. S., Huang, S. X., Moser, W. J., & Pereira, R. (2011). *Corporate tax avoidance and the level and valuation of firm cash holdings.* Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=1800140 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1800140.

Dobbs, R., Lund, S., Koller, T., & Shwayder, A. (2013). *QE and ultra-low interest rates: Distributional effects and risks.* McKinsey Global Institute, November 2013.

Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity.* Boston, MA: Division of Research, Harvard Graduate School of Business.¡.

Duménil, G., & Lévy, D. (2004). The real and financial components of profitability (United States, 1952–2000). *Review of Radical Political Economics, 36(1)*, 82-110.

Eatwell, J., & Taylor, L. (2005). *Finanzas globales en riesgo. Un análisis a favor de la regulación internacional.* Buenos Aires, Argentina: Siglo xxi.

Echandía Castilla, C. (2000). El conflicto armado colombiano en los años noventa: cambios en las estrategias y efectos económicos. *Colombia Internacional, (49-50)*, 117-134.

EIA. (18 de 3 de 2019). *US Energy Information Administration*. Obtenido de Independent statistics and analysis: https://www.eia.gov/opendata/qb.php?category=1039874&sdid=STEO.COPR_VE.A

Eichengreen, B. (2008). *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System.* Princeton, New Jersey: Princeton University Press.

Eichengreen, B., & Bordo, M. D. (2002). *Crises now and then: What lessons from the last era of financial globalization.* Washington DC: National Bureau of Economic Research, (No. w8716).

Eichengreen, B., & Gupta, P. (2013). *The real exchange rate and export growth: are services different?* World Bank.

Eichengreen, B., Rose, A., & Wyplosz, C. (1997). Contagious Currency Crises. *Scandinavian Economic Review 98*, 463-84.

Erel, I., Brandon, J., Woojin, K., & Weisbach, M. (2012). macroeconomic Conditions and Capital Raising. *Review of Financial Studies 25(2)*, 341-376.

Erten, B., & Ocampo, J. A. (2013). super cycles of commodity prices since the mid-nineteenth century. *World Development, 44*, 14-30.

Fasianos, A., Guevara, D., & Pierros, C. (2016). *Have we been here before? Phases of financialization within the 20th century in the United States.* New York, EEUU: Levy Economics Institute, Working Papers Series, (869).

Fazzari, S. M., & Mott, T. L. (1986). The investment theories of Kalecki and Keynes: an empirical study of firm data, 1970–1982. *Journal of Post Keynesian Economics, 9(2)*, 171-187.

Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., & Petersen, B. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings papers on economic activity*, 141-206.

Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S., & Poterba, J. M. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings papers on economic activity*, 141-206.

Fernandes, N., & Gonenc, H. (2016). Multinationals and cash holdings. *Journal of Corporate Finance, 39* , 139-154.

Ferreira, A. M., & Vilela, S. A. (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management, 10(2)*, 295-319.

Finchelstein, D. (2013). Estado e internacionalización de empresas: los casos de Argentina, Brasil y Chile. *Desarrollo Económico*, 113-142.

Fine, B. (2013). Financialization from a Marxist perspective. *International Journal of Political Economy, 42(4)*, 47-66.

Flores, A. M., & Izquierdo, S. C. (2019). The Manufacturing Sector in Mexico During the Neoliberal Period. En J. Santarcángelo, *In The Manufacturing Sector in Argentina, Brazil, and Mexico* (págs. 97-148). Palgrave Macmillan.

Fondo Monetario Internacional. (2013). *Perspectivas económicas, mayo de 2013: Las Américas Tiempo de Reforzar las Defensas Macroeconómicas*. Washingont, DC: IMF.

Foster, J. (2007). The Financialization of Capitalism. *Monthly review 58*.

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2007). Trade-off and pecking order theories of debt. *Handbook of empirical corporate finance, 2*, 135-202.

French-Davis, R. (2016). La experiencia de Chile con el balance fiscal estructural. *Cuadernos de economía 35(67)*, 149-171.

Frenkel, R. (1983). Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capital. *El trimestre económico, 50*, 2041-2076.

Frenkel, R. (2003). Globalización y crisis financieras en América Latina. *Revista de la CEPAL*.

Frenkel, R., & Rapetti, M. (2011). Fragilidad externa o desindustrialización ¿ Cuál es la principal amenaza para América Latina en la próxima década? *Naciones Unidas Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)*.

Froud, J., Johal, S., Leaver, A., & Williams, K. (2006). *Financialization and strategy: narrative and numbers*. Routledge.

Gaggero, A., & Nemiña, P. (2013). El origen de la dolarización inmobiliaria en la Argentina. *Sociales en debate, Nro. 5*.

García Zanotti, G. D. (2020). *Trayectorias divergentes en la financiarización de las grandes empresas extranjeras no financieras de Argentina y Brasil durante el nuevo milenio (2000-2017)*. Quilmes: Universidad Nacional de Quilmes Tesis de Doctorado en Desarrollo Economico .

Glave, M., & Kuramoto, J. (2007). La minería peruana: lo que sabemos y lo que aún nos falta saber. *Investigación, políticas y desarrollo en el Perú, 135*.

Gobierno de México. (2013). *Reforma energética de 2013: resumen ejecutivo*. Mexico, DF: https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/164370/Resumen_de_la_explicacion_de_la_Reforma_Energetica11_1_.pdf.

Gozzi, J. C., Levine, R., & Schmukler, S. L. (2010). Patterns of international capital raisings. *Journal of international Economics, 80(1)*, 45-57.

Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of financial economics, 60(2-3)*, 187-243.

Green, C. J., & Murinde, V. (2003). Flow of funds: implications for research on financial sector development and the real economy. *Journal of International Development, 15(8)*, 1015-1036.

Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *The Journal of Finance, 57(4)*, 1649-1684.

Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *The Journal of Finance, 57(4)*, 1649-1684.

Grunfeld, Y. (1958). The Investment Decision: An Empirical Study. John R. Meyer , Edwin Kuh . *Journal of Political Economy 66, no. 5*, 450-452.

Gruss, B. (2014). *After the boom–commodity prices and economic growth in Latin America and the Caribbean (No. 14-154).* Washington, DC: International Monetary Fund.

Guedes, J., & Opler, T. (1996). The determinants of the maturity of corporate debt issues. *The Journal of Finance, 51(5)*, 1809-1833.

Guney, Y., Ozkan, A., & Ozkan, N. (2007). International evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings. *Journal of Multinational financial management, 17(1)*, 45-60.

Guttmann, R., & Plihon, D. (2010). Consumer debt and financial fragility. *International Review of Applied Economics, 24(3)*, 269-283.

Guzman, M. &. (4 de 1 de 2016). How hedge funds held Argentina for ransom. *New York Times*.

Hall, R. E. (1988). Intertemporal Substitution in Consumption. *The Journal of Political Economy*, 339-357.

Hall, R. E., & Jorgenson, D. W. (1967). Tax policy and investment behavior. *American economic review, 57(3)*, 391-414.

Hall, T., Mateus, C., & Mateus, I. B. (2014). What determines cash holdings at privately held and publicly traded firms? Evidence from 20 emerging markets. *International Review of Financial Analysis, 33*, 104-116.

Hattori, M., Shin, H. S., & Takahashi, W. (2009). *A financial system perspective on Japan's experience in the late 1980s (No. 09-E-19).* . Tokio: Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan.

Hein, E., & Van Treeck, T. (2007). Financialisation' in Kaleckian/Post-Kaleckian models of distribution and growth.

Henry, P. B. (2007). Capital account liberalization: Theory, evidence, and speculation. *Journal of Economic Literature*, 887-935.

Hernández, M. G., & Avendaño, R. R. (2008). Análisis de la Política Económica en Venezuela, 1998-2006. *Oikos: Revista de la Escuela de Administración y Economía, (26), 2.*

Hilferding, R. (1910). *El Capital Financiero.* Madrid: Tecnos, 1973.

IMF. (2019). *International Monetart Found data access to macroeconomic & financial data.* Obtenido de Financial Development Index Database: http://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B

INDEC. (2018). *Metodología Indec Nro 23. Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa.* Buenos Aires: Instituto Nacional de Estadística y Censo. Disponible

en:https://www.indec.gob.ar/ftp/cuadros/economia/bdp_pii_de_metodologia_23.pdf).

Jeffers, E., & Plihon, D. (2001). Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises. *Revue d´Economie Financière.*

Jibril, H., Kaltenbrunner, A., & Kesidou, E. (2018). *Financialisation and innovation in emerging economics (No. 27-2018).* Düsseldorf: Hans Boeckler Foundation-IMK.

Jorgenson, D. W. (1971). Econometric studies of investment behavior: A survey. *Journal of Economic literature, 9(4),* 1111-1147.

Jorgenson, D. W., & Siebert, C. D. (1968). A comparison of alternative theories of corporate investment behavior. *The American Economic Review, 58(4),* 681-712.

Kahneman, D. (2003). A psychological perspective on economics. *American economic review, 93(2),* 162-168.

Kalemli-Ozcan, S., Sorensen, B., Villegas-Sanchez, C., Volosovych, V., & Yesiltas, S. (2015). *How to construct nationally representative firm level data from the ORBIS global database (No. w21558).* Cambridge, MA.: National Bureau of Economic Research.

Kaltenbrunner, A. (2015). Financial integration and exchange rate determination: a Brazilian case study. *International Review of Applied Economics, 29,* 129–149.

Kaltenbrunner, A., & Karacimen, E. (2016). The contested nature of financialization in emerging capitalist economies. En T. S. (comp.), *The Great Financial Meltdown* (pág. 287). Cheltenham, UK: Edward Eldgar.

Kaltenbrunner, A., & Karacimen, E. (2016). The contested nature of financialization in emerging capitalist economies. En T. S. (comp.), *The Great Financial Meltdown* (pág. 287). Cheltenham, UK: Edward Eldgar.

Kaltenbrunner, A., & Painceira, J. P. (2017). Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience. *New Political Economy*, 1-24.

Kaminsky, G. L., & Reinhart, C. M. (2000). On crises, contagion, and confusion. *Journal of international Economics, 51(1),* 145-168.

Karwowski, E. (2012). Financial Operations of South African Listed Firms: Growth and Financial Stability in an Emerging Market Setting. *Paper presented at iii conferencia international do ieSe, Mozambique September 3-4*.

Karwowski, E. (2012). Financial Operations of South African Listed Firms: Growth and Financial Stability in an Emerging Market Setting. *Paper presented at iii conferencia international do ieSe, Mozambique September 3-4*.

Karwowski, E., Shabani, M., & Stockhammer, E. (2017). Financialization: Dimensions and determinants. A cross-country study. *Economics Discussion Papers, no. 2017-01*, 26.

Kim, C. S., Mauer, D., & Sherman, A. (1998). The determinants of corporate liquidity: theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis (33),* 305-334.

Kim, W., & Weisbach, M. S. (2008). Motivations for public equity offers: An international perspective. *Journal of Financial Economics, 87(2),* 281-307.

Kindleberger, C. P. (1973). *The formation of financial centers: A study in comparative economic history.* Massachusets, Boston: MIT press.

Koo, R. (2011). El mundo en una recesión de balances. *Ensayos económicos del BCRA (63)*.

Kregel, I. (2009). Some simple observations on the reform of the international monetary system . *The Levy Economics Institute*.

Kregel, J. (1998). *East Asia is not Mexico: the difference between balance of payments crises and debt deflations.* New York: Levy Economic Institute.

Kregel, J. A. (1986). A note on finance, liquidity, saving, and investment. *Journal of Post Keynesian Economics, 9(1)*, 91-100.

Krippner, G. (2011). *Capitalizing on Crisis: the Political Origins of the Rise of Finance.* Cambridge, MA: Harvard University Press.

Krippner, G. R. (2005). The financialization of the American economy. *Socio-economic review, 3(2)*, 173-208.

Kruger, S., Flach, L., & Petri, S. (2015). Explanatory and causal evidence in the capital structure of brazilian companies. *XVIII SEMEAD Seminários em Administração.* San Pablo: ISSN 2177-3866.

Kulesza, M. (2017). *Inflation and hyperinflation in Venezuela (1970s-2016): A post-Keynesian interpretation (No. 93/2017).* Berlin: Working Paper, Institute for International Political Economy Berlin.

Laeven, L. (2003). Does financial liberalization reduce financing constraints? *Financial Management, ,* 5-34.

Lampa, R. (2017). Crisis in Venezuela, or the Bolivarian Dilemma: to revolutionize or to Perish? A Kaleckian interpretation. *Review of radical political economics, 49(2)*, 198-218.

Lampa, R. (2018). Economic crises and political downturns in South America: Are MERCOSUR's neoliberal roots a constraint on Human Development? En *Global Economic Governance and Human Development* (págs. 134-159). Routledg.

Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (2007). The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004. *Journal of international Economics, 73(2)*, 223-250.

Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (2012). External adjustment and the global crisis. *Journal of International Economics*, 252-265.

Lapavitsas, C. (2011). Theorizing financialization. *Work, employment and society*, 611-626.

Lattman, P., & Eavis, P. (30 de Abril de 2013). To Satisfy Its Investors, Cash-Rich Apple Borrows Money. *the New York Times*.

Lazonick, W., & O'sullivan, M. (2000). *Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance.* 13-35: Economy and society, 29(1).

Leiva, F. I., & Malinowitz, S. (2007). *Financialization in the Americas: Evidence and Consequences.* Montreal, Canada: Paper prepared for the 2007 Meeting of the Latin American Studies Association.

Leiva, F. I., & Malinowitz, S. (2007). *Financialization in the Americas: Evidence and Consequences.* Montreal, Canada: Paper prepared for the 2007 Meeting of the Latin American Studies Association.

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, 35(2)*, 235-254.

Libman, E. (. (2018). La relación entre el tipo de cambio oficial y el tipo de cambio negro en América Latina. *Cuadernos de Economía, 41(115)*, 43-55.

Libman, E. (2009). *La Fragilidad Financiera en el Centro y la Periferia.* Trabalho a ser apresentado no II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira - Setembro/2009.

Libman, E. (2019). Destabilizing Balance Sheet Effects in the New Consensus Model. *Eastern Economic Journal, 45(4)*, 590-611.

Loayza, N. V. (2008). El crecimiento económico en el Perú. *Economía, 31(61)*, 9-25.

Loayza, N., Fajnzylber, P., & Calderón, C. (2004). *Economic growth in Latin America and the Caribbean: stylized facts, explanations, and forecasts (No. 265).* . Santiago de Chile: Banco Central de Chile.

Loncan, T. R., & Caldeira, J. F. (2014). Capital structure, cash holdings and firm value: a study of Brazilian listed firms. *Revista Contabilidade & Finanças, 25(64)*, 46-59.

Love, I. (2003). Financial development and financing constraints: International evidence from the structural investment model. *The Review of Financial Studies, 16(3)*, 765-791.

Lozano, I. (2009). Caracterización de la política fiscal en Colombia y análisis de su postura frente a la crisis internacional. *Borradores de Economía, nro. 566*, 1-31.

Manzanelli, P. (2016). Grandes empresas y estrategias de inversión en la argentina 2002-2012. *Desarrollo Económico, 56(218)*, 33-57.

Manzanelli, P., & Basualdo, E. M. (2017). Régimen de acumulación durante el ciclo de gobiernos kirchneristas. *Realidad Económica, 304*, 6-40.

Mateo, J. P. (2015). La financiarización como teoría de la crisis en perspectiva histórica. . *Cuadernos de Economía, 34(64)*, 23-44.

McKinnon, R. I. (1973). *Money and capital in economic development.* Brookings Institution Press.

McKinnon, R. I. (1993). The rules of the game: international money in historical perspective. *Journal of Economic Literature*, 1-44.

Medeiros, C. A., Freitas, F. N., & Passoni, P. A. (2019). Structural Change and the Manufacturing Sector in the Brazilian Economy: 2000–2014. En J. (. Santarcángelo, *The Manufacturing Sector in Argentina, Brazil, and Mexico* (págs. 61-95). Palgrave Macmillan.

Mendoza Bellido, W. (2013). Milagro peruano:¿ buena suerte o buenas políticas? *Economía, 36(72)*, 35-90.

Meyer, J. R., & Glauber, R. R. (1964). *Investment decisions, economic forecasting, and public policy (No. 332.6/M61i).* Boston: Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard.

Meyer, J. R., & Kuh, E. (1957). *The investment decision: An empirical study (Vol. 102).* Cambridge, MA: Harvard University Press.

Michell, J., & Toporowski, J. (2013). Critical observations on financialization and the financial process. *International Journal of Political Economy, 42(4)*, 67-82.

Milberg, W. (2008). Shifting sources and uses of profits: Sustaining US financialization with global value chains. *Economy and Society, 37(3)*, 420-451.

Milberg, W., & Winkler, D. (2010). Financialisation and the dynamics of offshoring in the USA. *Cambridge Journal of Economics, 34(2)*, 275-293.

Millán, L. (2019). *Las políticas monetarias de la FED y el BCE en la crisis financiera y la Gran Recesión.* Barcelona: Depositorio digital Universitat Autonoma de Barcelona, disponible online en: https://ddd.uab.cat/record/203021.

Minería Chilena. (31 de 8 de 2011). Producción minera registró en julio su mayor caída en más de 20 años. *Minería Chilena*, págs. http://www.mch.cl/2011/08/31/produccion-minera-registro-en-julio-su-mayor-caida-en-mas-de-20-anos/.

Ministerio de Agroindustria de la República Argentina. (2019). *DIMEAGRO - Estimaciones agrícolas*. Obtenido de http://datosestimaciones.magyp.gob.ar/reportes.php?reporte=Estimaciones

Ministerio de Hacienda de Chile. (2017). *Informe anual fondos soberanos: año 2017*. Santiago de Chile: Ministerio de Hacienda, disponible en:http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos.html .

Minsky, H. (1975). *John Maynard Keynes.* New York: Columbia University Press .

Minsky, H. (1992). The Financial Instability Hypothesis. En M. Swaer, *Handbook of Radical Political.*

Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an unstable economy.* New York: McGraw-Hill.

Minsky, H. P. (1990b). Money manager capitalism, fiscal independence and international monetary reconstruction. *The Future of The Global Economic and Monetary System*, 209-218.

Miotti, E. (2018). ¿Existe un régimen de acumulación financierizado en América Latina? Un análisis desde la escuela de la regulación. En M. Abeles, E. Perez Caldentey, & S. Valdecantos, *Estudios sobre financierización en América Latina* (págs. 69-94). Santiago de Chile: CEPAL.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1967) The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *1958*, 261-297.

Moreno, L. A. (2011). *La década de América Latina y el Caribe, una oportunidad real (No. LC-0636).* Washington: Banco Interamericano de Desarrollo.

Moreno-Brid, J. C., & Garry, S. (2016). Economic performance in Latin America in the 2000s: recession, recovery, and resilience? *Oxford Development Studies, 44(4)*, 384-400.

Mundell, R. A. (1972). The future of the international financial system. En *In Bretton woods revisited* (págs. 91-103). London, UK.: Palgrave Macmillan.

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The journal of finance, 39(3)*, 574-592.

Nason, R. S., & Patel, P. C. (2016). Is cash king? Market performance and cash during a recession. *Journal of Business Research, 69(10)*, 4242-4248.

Ndikumana, L. (1999). Debt service, financing constraints, and fixed investment: evidence from panel data. *Journal of Post Keynesian Economics, 21(3)*, 455-478.

Neftci, S. N. (1998). FX Short Positions, Balance Sheets and Financial Turbulence:An Interpretation of the Asian Financial Crisis. *SCEPA Working Papers 1998-18,Schwartz Center for Economic Policy Analysis (SCEPA), The new School.*

Nemiña, P., & Val, M. E. (2018). El conflicto entre la Argentina y los fondos buitres. Consecuencias sobre los procesos de reestructuración de deuda soberana. *Cuadernos de Economía Crítica, 5(9)*, 45-68.

Obstfeld, M., & Taylor, A. M. (2017). International Monetary Relations: Taking Finance Seriously. *Journal of Economic Perspectives*.

Ocampo, J. A. (2015). Performance and challenges of the Colombian economy. En B. Bagley, & J. Rosen, *Colombia´s Political Economy at the Outset of the 21st Century: From Uribe to Santos and Beyond* (págs. 3-33). University of Miami.

Ocampo, J. A. (2017). Commodity-Led Development in Latin America. *International Development Policy| Revue internationale de politique de développement, 9(9)*, 51-76.

Ocampo, J. A. (2017). El desarrollo liderado por los productos básicos en América Latina. *International Development Policy Revue, internationale de politique de développement*.

Ocampo, J. A., Bastian, E., & Reis, M. (2018). The myth of the'Latin American decade'. *PSL Quarterly Review, 71(285)*, 231-251.

OECD. (2013). *The Role of Banks, Equity Markets and Institutional Investors in Long-Term Financing for Growth and Development. G-20 predicidency report.* OECD.

Oneto, A., & Núñez, G. (2015). *Corporate governance in Brazil, Chile, Colombia, Mexico and Peru. The determinants of risk in corporate debt issuance.* Santigo, Chile.: CAF Development Bank Of Latinamerica, BID, CEPAL.

Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implicationss of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics 52 (1)*, 3-46.

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, 32(6)*, 863-886.

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, 32(6)*, 863-886.

Ostry, J. D., Ghosh, A. R., Habermeier, K., Chamon, M., Qureshi, M. S., & Reinhardt, D. (2010). Capital inflows: The role of controls. *Revista de Economia Institucional*, 135-164.

Paley, T. (2007). *I. Financialization: what it is and why it matters.* Washington, DC: The Levy Economics Institute and Economics for Democratic and Open Societies (No. 525).

Pena, M. D., Nedeljkovic, M., & Saborowski, C. (2015). *What slice of the pie? The corporate bond market boom in emerging economies (No. 15-148).* Washington, DC: International Monetary Fund.

Pérez Artica, R. (2016). *Acumulación de liquidez y exceso de ahorro en firmas de países desarrollados.* Bahia Blanca: Universidad Nacional del Sur. Tesis para la obtencion del Doctorado en Economía.

Perez Ludeña, M. (2011). *The top 20 multinationals in Chile in 2010: retail, forestry and transport lead the international expansion.* NY-Santiago de Chile: Vale Columbia Center on Sustainable International Investment-ECLAC.

Piketty, T., & Saez, E. (2003). Income inequality in the United States, 1913–1998. . *The Quarterly journal of economics, 118(1)*, 1-41.

Pinkowitz, L., Stulz, R. M., & Williamson, R. (2012). *Multinationals and the high cash holdings puzzle (No. w18120).* Washington, DC.: National Bureau of Economic Research.

Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *The Journal of Finance, 61(6)*, 2725-2751.

Porta, F. (2015). *Trayectorias de cambio estructural y enfoques de política industrial: una propuesta a partir del caso argentino.* . Santiago de Chile: CEPAL. Neoestructuralismo y corrientes heterodoxas en América Latina y el Caribe a inicios del siglo XXI.

Powell, J. (2013). *Subordinate financialisation: a study of Mexico and its non-financial corporations.* London, UK.: Phd Thesis, SOAS, University of London.

Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The journal of Finance, 50(5)*, 1421-1460.

Ramirez, A., & Tadesse, S. (2009). Corporate cash holdings, uncertainty avoidance, and the multinationality of firms. *International Business Review, 18(4)*, 387-403.

Rey, H. (2013). Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. *Jackson Hole Economic Symposium*.

Rivera, I. (2011). ¿Puede el Perú llegar a ser desarrollado en una generación? Oportunidades y obstáculos para lograrlo. *Economía, 34(67)*, 163-200.

Rodrigues Bastos, F., Kamil, H., & Sutton, B. (2015). *Corporate Financing Trends and Balance Sheet Risks in Latin America (nro. 10/15).* Washington, D.C.: International Monetary Found.

Rodrik, D. (1998). Who needs capital-account convertibility? *Essays in international finance*, 55-65.

Saffirio, C. (2013). Regulación de fondos soberanos. El caso chileno. *Anuário de Derecho Público, UDP.*, 569-584.

Sahay, R., Čihák, M., N'Diaye, P., & Barajas, A. (2015). Rethinking financial deepening: Stability and growth in emerging markets. *Revista de Economía Institucional vol. 17, no 33*, 73-107.

Salama, P. (2006). Deudas y dependencia financiera del Estado en América Latina. *Confrontaciones monetarias: marxistas y post-keynesianos en América Latina*, 101-122.

Santarcangelo, J. E. (2017). Las transformaciones de la economía mundial y el endeudamiento de América Latina. *Voces del Fenix; 64*, 94-101.

Santarcángelo, J. E. (2018). Industrial policy in Argentina, Brazil, Chile and Mexico: A comparative approach. *Revue Interventions économiques*, Papers in Political Economy, (59).

Santarcángelo, J. E. (2019). The Manufacturing Sector in Argentina at the Beginning of the Twenty-First Century. En J. (. Santarcangelo, *The Manufacturing Sector in Argentina, Brazil, and Mexico* (págs. 7-59). Palgrave - McMillan.

Santarcángelo, J. E., & Padín, J. M. (2019). The Evolution and Challenges of Latin American Industrial Development in the Twenty-First Century: An Analysis from Argentina, Brazil, and Mexico. En J. (. Santarcángelo, *The Manufacturing Sector in Argentina, Brazil, and Mexico* (págs. 149-192). Palgrave.

Santarcángelo, J. E., & Perrone, G. (2012). La cúpula empresaria argentina y su rol en el desarrollo económico. *Problemas del desarrollo, 43(168)*, 37-62.

Santarcángelo, J. E., & Perrone, G. (2018). *Restricción externa y la sustitución de importaciones en Argentina: análisis de la historia reciente*. Universidad Nacional de Colombia, Medellin: Ensayos de Economía 016776.

Santos, P. (2005). *Brazil's Remarkable Journey-Latin America's largest economy is finally reaping the benefits of reforms.* Finance and Developmen disponible en: https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2005/06/fonseca.htm.

Sawyer, M. (2014). What is financialization? *International Journal of Political Economy: a journal of translations, 42 (4)*, 5-18.

Schineller, L. M. (1997). *An econometric model of capital flight from developing countries*. St. Luis: Board of Governors of the Federal Reserve System Working Paper, (579).

Schorr, M. &. (2020). Financiarización y dinámica inversora de las grandes empresas en la Argentina durante el ciclo de gobiernos kirchneristas. *Realidad económica, 49(332)*, 39-50.

Schorr, M., & Wainer, A. (2018). Entre la economía real y la financiarización: estrategias de acumulación del poder económico en la argentina reciente. En M. Schorr, & A. Wainer, *La financiarización del capital: estrategias de acumulación de las grandes empresas en Argentina, Brasil, Francia y Estados Unidos.* Buenos Aires: Futuro Anterior.

Seo, H., Kim, H., & Kim., Y. (2012). Financialization and the Slowdown in Korean Firms' R&D Investment. *Asian economic papers 11*, 35–49.

Servicio Nacional de Minería y Geología de Chile. (2012). *Anuario de la minería de Chile año 2011*. Santiago de Chile: Ministerio de Minería de Chile (SERNAGEOMIN).

Shabbir, M., Hashmi, S. H., & Chaudhary, G. M. (2012). Determinants of corporate cash holdings in Pakistan. *International Journal of Organizational Leadership, 5(1)*, 50.

Shaw, E. (1973). Financial Deepening in Economic Development. *Oxford University Press, New York.*

Shin, H. S., & Zhao, L. (2013). *Firms as surrogate intermediaries: evidence from emerging economies.* Manuscript, Princeton University.

Shin, H. S., & Zhao, L. (2014). Monetary aggregates and global liquidity: evidence from individual firm data from Asia. En J. Aziz, & H. Shin, *Global Shock, Risks, and Asian Financial Reform* (págs. 102-149). Cheltenham, UK: Edward Elgar.

Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of financial economics, 51(2)*, 219-244.

Solorza, M. (2017). Financiarización en países emergentes de Asia y América Latina. En A. Girón, & E. Correa, *Reorganización financiera en Asia y América Latina en el periodo de postcrisis* (págs. 17-48). Mexico D.F.: UNAM.

Solorza, M., & Cetre, M. (2013). La financiarización como teoría de la crisis: un análisis económico en retrospectiva. *Ensayos de economía, 22(42)*, 85-106.

Stiglitz, J. E. (2000). Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World development, 28(6)*, 1075-1086.

Stockhammer, E. (2004). Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics, 28(5)*, 719-741.

Stockhammer, E. (2004). Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics, 28(5)*, 719-741.

Stockhammer, E. (2006). Shareholder value orientation and the investment-profit puzzle. *Journal of Post Keynesian Economics, 28(2)*, 193-215.

Stockhammer, E. (2008). Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime. *Competition & Change, 12(2)*, 184-202.

Stockhammer, E. (2010). *Financialization and the global economy.* Cambridge, MA: Political Economy Research Institute Working Paper-UMASS, 242.

Stockhammer, E. (2012). Financialization, income distribution and the crisis. *Investigación económica*, 39-70.

Stockhammer, E. (2012). Financialización. En J. Toporowski, & J. Michell, *Handbook of critical issues in finance* (págs. 120-126). Cheltenham: Edward Elgar.

Subsecretaría de Agricultura. (2018). *Estimaciones agriculas: jornadas de perspectivas agriculas 2017/18.* Buenos Aires: Ministerio de Agroindustria de Argentina. Disponible en: https://www.agroindustria.gob.ar/sitio/areas/ss_mercados_agropecuarios/jornadas_congresos/_archivos/000101_2017/000104_Perspectivas%20Agr%C3%ADcolas/000109_Estimaciones%20Agr%C3%ADcolas.pdf.

Summers, L. H. (2000). International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures. *The American Economic Review*, 1-16.

Superintendencia de Pensiones de Chile. (2018). *Inversion de los fondos de pensiones. Cuarto trimestre de 2018.* Santiago de Chile, Chile: SPC.

Svirydzenka, K. (2016). *Introducing a new broad-based index of financial development.* Washington, DC.: International Monetary Fund.

Talvi, E. (2014). *Macroeconomic Vulnerabilities in an Uncertain World: One Region, Three Latin Americas.* New York: Bookings Global-CERES Economic and Social Policy in Latin America Initiative.

Talvi, E., & Munyo, I. (2013). *Latin America Macroeconomic Outlook: A Global Perspective: are the Golden Years for Latin America Over?* CERES Economic and Social Policy in Latin America Initiative.

Tellalbasi, I., & Kaya, F. (2013). Financialization of Turkey industry sector. . *International Journal of Financial Research, 4(3)*, 127.

Titman, S. (2002). The Modigliani and Miller theorem and the integration of financial markets. *Financial Management*, 101-115.

Tobin, J. (1965). Money and economic growth. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 671-684.

Toporowski, J. (2016). The crisis of finance in Marxian political economy. *Science & Society, 80(4)*, 515-529.

Toporowski, J., & Tavasci, D. (2010). *Minsky, crisis and development.* Palgrave Macmillan.

Tori, D., & Onaran, Ö. (2018). The effects of financialization on investment: Evidence from firm-level data for the UK. *Cambridge Journal of Economics, 42(5)*, 1393-1416.

Torija Zane, E., & Gottschalk, R. (2018). Patrones financieros y de inversión en América Latina desde la perspectiva del comportamiento empresarial. En M. Abeles, E. Pérez Caldentey, & S. Valdecantos, *Estudios sobre financierización en América Latina.* Santiago de Chile: CEPAL.

Tovar García, E. D. (2012). Financial globalization and financial development in transition countries. . *Economía: teoría y práctica, (36)*, 155-178.

UNCTAD. (2014). *World Investment Report 2014: Investing in the SDGs: An Action Plan.* New York and Genova: United Nations.

van Treeck, T. (2009). A synthetic, stock--flow consistent macroeconomic model of'financialisation'. *Cambridge Journal of Economics, 33(3)*, 467-493.

Villamil, A. P. (2008). The Modigliani-Miller Theorem. En S. N. Durlauf, & L. E. Blume, *The New Palgrave Dictionary of Economics.* Palgrave Macmillan UK.

Weisbrot, M., Johnston, J., & Lefebvre, S. (2014). *The Brazilian Economy in Transition: Macroeconomic Policy, Labor and Inequality.* CEPR working papers.

Weisbrot, M., Ray, R., Montecino, J., & Kozameh, S. (2011). *The Argentine Success Story and its Implications.* CEPR working papers.

Wu, W., Yang, Y., & Zhou, S. (2017). Multinational firms and cash holdings: Evidence from China. *Finance Research Letters, 20*, 184-191.

Zalewski, D. A., & Whalen, C. J. (2010). Financialization and income inequality: a post Keynesian institutionalist analysis. *Journal of Economic Issues, 44(3)*, 757-777.

Zeolla, N. (2017). Nuevas vulnerabilidades de la política monetaria argentina tras la desregulación cambiaria. *Voces del Fenix, Nro 64, agosto de 2017. Online: http://www.vocesenelfenix.com/sites/default/files/pdf/8_26.pdf*, 68-75.