

## Índice

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

C.	El renacimiento de las finanzas internacionales y el proceso de globalización.....	75
D.	El crecimiento inestable bajo la regulación de las finanzas.....	77
E.	Las condiciones de estabilidad dinámica del régimen financierizado y su potencial generalización .....	82
F.	¿Y América Latina? ¿Convergencia o hibridación parcial?.....	86
G.	Conclusión.....	92
	Bibliografía.....	93

### Capítulo III

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

	<i>Pablo Ignacio Chena, María Emilia Buccella, Carolina Bosnic.....</i>	95
	Introducción .....	95
A.	Sobre el concepto de financierización .....	96
B.	Efectos económicos tradicionales.....	100
	1. El canal de la estabilidad-inestabilidad financiera .....	100
	2. El canal del consumo.....	100
	3. El canal distributivo .....	101
	4. El canal de la inversión .....	102
C.	Los efectos de la financierización en el cambio tecnológico....	105
	1. La innovación y el crédito .....	108
	2. Del crédito a la financierización: ¿riesgo o incertidumbre?.....	110
	3. La relación entre el criterio del valor financiero y la innovación.....	112
D.	Evidencia empírica de los efectos de la financierización en la innovación.....	114
	1. El caso de América Latina .....	116
E.	Sobre la financierización y el cambio tecnológico en América Latina .....	118
	1. Las cadenas globales de valor y el cambio tecnológico en América Latina.....	121
	2. La importancia del Estado en la innovación .....	122
F.	Reflexiones finales.....	124
	Bibliografía.....	126
	Anexo III.A1 .....	135
	Anexo III.A2 .....	136
	Anexo III.A3 .....	137
	Anexo III.A4 .....	138

### Capítulo IV

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

	<i>Esteban Pérez Caldentey.....</i>	141
	Introducción .....	141
A.	La política de flexibilización cuantitativa: una visión de conjunto .....	143

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

## Capítulo V

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

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

## Capítulo VI

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

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

## Capítulo VII

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

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

## Capítulo VIII

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

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

## Capítulo IX

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

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

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

## Capítulo X

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

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

## Cuadros

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

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

**Gráficos**

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

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



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

## Diagramas

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