

# CUADERNOS DE ECONOMÍA

ISSN 0121-4772



Facultad de Ciencias Económicas  
Escuela de Economía  
Sede Bogotá



UNIVERSIDAD  
**NACIONAL**  
DE COLOMBIA

## ASESORES EXTERNOS

### COMITÉ CIENTÍFICO

**Ernesto Cárdenas**

Pontificia Universidad Javeriana-Cali

**José Félix Cataño**

Universidad de los Andes

**Philippe De Lombaerde**

NEOMA Business School y UNU-CRIS

**Edith Klimovsky**

Universidad Autónoma Metropolitana de México

**José Manuel Menudo**

Universidad Pablo de Olavide

**Gabriel Misas**

Universidad Nacional de Colombia

**Mauricio Pérez Salazar**

Universidad Externado de Colombia

**Fábio Waltenberg**

Universidade Federal Fluminense de Rio de Janeiro

### EQUIPO EDITORIAL

**Daniela Cárdenas**

**Karen Tatiana Rodríguez**

**María Paula Moreno**

Estudiante auxiliar

**Proceditor Ltda.**

Corrección de estilo, armada electrónica,  
finalización de arte, impresión y acabados  
Tel. 757 9200, Bogotá D. C.

**Gabriela Bautista Rodríguez**

Fotografía de la cubierta

### Indexación, resúmenes o referencias en

#### SCOPUS

**Thomson Reuters Web of Science**

(antiguo ISI)-SciELO Citation Index

**ESCI** (Emerging Sources Citation Index) - Clarivate Analytics

#### EBSCO

**Publindex** - Categoría B - Colciencias

**SciELO** Social Sciences - Brasil

**RePEc** - Research Papers in Economics

**SSRN** - Social Sciences Research Network

**EconLit** - Journal of Economic Literature

**IBSS** - International Bibliography of the Social Sciences

**PAIS International** - CSA Public Affairs Information Service

**CLASE** - Citas Latinoamericanas en Ciencias Sociales y Humanidades

**Latindex** - Sistema regional de información en línea

**HLAS** - Handbook of Latin American Studies

**DOAJ** - Directory of Open Access Journals

**CAPEs** - Portal Brasileiro de Informação Científica

**CIBERA** - Biblioteca Virtual Iberoamericana España / Portugal

**DIALNET** - Hemeroteca Virtual

Ulrich's Directory

**DOTEC** - Documentos Técnicos en Economía - Colombia

**LatAm-Studies** - Estudios Latinoamericanos

**Redalyc**

**Universidad Nacional de Colombia**

Carrera 30 No. 45-03, Edificio 310, primer piso

Correo electrónico: revcuaco\_bog@unal.edu.co

Página web: [www.ceconomia.unal.edu.co](http://www.ceconomia.unal.edu.co)

Teléfono: (571)3165000 ext. 12308, AA. 055051, Bogotá D. C., Colombia

### Cuadernos de Economía Vol. 42 No. 90 - 2023

El material de esta revista puede ser reproducido citando la fuente. El contenido de los artículos es responsabilidad de sus autores y no compromete de ninguna manera a la Escuela de Economía, ni a la Facultad de Ciencias Económicas, ni a la Universidad Nacional de Colombia.

## UNIVERSIDAD NACIONAL DE COLOMBIA

**Rectora**

Dolly Montoya Castaño

**Vicerrector Sede Bogotá**

Jaime Frankly Rodríguez

### FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

**Decana**

Juanita Villaveces

### ESCUELA DE ECONOMÍA

**Directora**

Nancy Milena Hoyos Gómez

### CENTRO DE INVESTIGACIONES PARA EL DESARROLLO

- CID

Karoll Gómez

### DOCTORADO Y MAESTRÍA EN CIENCIAS ECONÓMICAS Y PROGRAMA CURRICULAR DE ECONOMÍA

**Coordinadora**

Olga Lucía Manrique

### CUADERNOS DE ECONOMÍA

**EDITOR**

**Gonzalo Cómbita**

Universidad Nacional de Colombia

### CONSEJO EDITORIAL

**Juan Carlos Córdoba**

Iowa State University

**Liliana Chicaiza**

Universidad Nacional de Colombia

**Paula Herrera Idárraga**

Pontificia Universidad Javeriana

**Juan Miguel Gallego**

Universidad del Rosario

**Mario García**

Universidad Nacional de Colombia

**Iván Hernández**

Universidad de Ibagué

**Iván Montoya**

Universidad Nacional de Colombia, Medellín

**Juan Carlos Moreno Bríd**

Universidad Nacional Autónoma de México

**Manuel Muñoz**

Universidad Nacional de Colombia

**Ömer Özak**

Southern Methodist University

**Marla Ripoll**

Universidad de Pittsburgh

**Juanita Villaveces**

Universidad Nacional de Colombia

Esta obra está bajo una Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-SinDerivadas 2.5 Colombia.

**Usted es libre de:**

Compartir - copiar, distribuir, ejecutar y comunicar públicamente la obra

**Bajo las condiciones siguientes:**

- **Atribución** — Debe reconocer los créditos de la obra de la manera especificada por el autor o el licenciante. Si utiliza parte o la totalidad de esta investigación tiene que especificar la fuente.
- **No Comercial** — No puede utilizar esta obra para fines comerciales.
- **Sin Obras Derivadas** — No se puede alterar, transformar o generar una obra derivada a partir de esta obra.

Los derechos derivados de usos legítimos u otras limitaciones reconocidas por la ley no se ven afectados por lo anterior.



El contenido de los artículos y reseñas publicadas es responsabilidad de los autores y no refleja el punto de vista u opinión de la Escuela de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas o de la Universidad Nacional de Colombia.

*The content of all published articles and reviews does not reflect the official opinion of the Faculty of Economic Sciences at the School of Economics, or those of the Universidad Nacional de Colombia. Responsibility for the information and views expressed in the articles and reviews lies entirely with the author(s).*

# LA GLOBALIZACIÓN DE CAPITAL, LAS CRISIS DEL SIGLO XXI Y EL REZAGO DE AMÉRICA LATINA: ¿QUÉ SIGUE?

---

Noemi Levy Orlik

**Levy Orlik, N. (2023). La globalización de capital, las crisis del siglo XXI y el rezago de América Latina: ¿qué sigue? *Cuadernos de Economía*, 42(90), 487-515.**

El modelo económico dominante sustentado en la globalización e internacionalización del capital se ha vuelto disfuncional y se encuentra en un proceso de reorganización. En este artículo se revisan los conceptos básicos de la era neoliberal y las claves de la organización económica que son la complejidad financiera y las cadenas globales de producción. Este análisis se hará en el contexto latinoamericano mostrando que la especialización productiva asignada a la región mantuvo el atraso tecnológico y la exclusión de las clases populares, lo cual está generando una serie de conflictos sociales y la búsqueda de nuevas formas de producción del capital.

**Palabras clave:** globalización; crisis; América Latina; mercados financieros; cadenas globales de producción.

**JEL:** F65, G01, G15, N26.

---

N. Levy Orlik

Facultad de Economía, UNAM. Ciudad de México, México. Correo electrónico: levy@unam.mx

Sugerencia de citación: Levy Orlik, N. (2023). La globalización de capital, las crisis del siglo XXI y el rezago de América Latina: ¿qué sigue? *Cuadernos de Economía*, 42(90), 487-515. <https://doi.org/10.15446/cuadernos.v42n90.105630>

**Este artículo fue recibido el 3 de noviembre de 2022, ajustado el 23 de marzo de 2023 y su publicación aprobada el 10 de mayo de 2023.**

**Levy Orlik, N. (2023). Capital globalization, the XXI century crises and Latin America backwardness: what's next? *Cuadernos de Economía*, 42(90), 487-515.**

The dominant economic model built on the basis of globalization and internationalization has become dysfunctional and is undergoing a process of reorganization. This paper reviews the basic concepts of the Neoliberal era and the keys elements of the economic organization, which are financial complexity and global value chains. This analysis is done in terms of the Latin American region, showing that the productive specialization assigned to the region again lacked technological innovation and excluded the popular classes, generating a series of social conflicts, on the basis of which new forms of capital production are sought.

**Keywords:** Globalization; crisis; Latin America; financial markets and global production chains.

**JEL:** F65, G01, G15, N26.

## INTRODUCCIÓN

El agotamiento del modelo de industrialización por sustitución de importaciones (ISI) modificó los mecanismos del crecimiento económico y de la distribución del ingreso. La intervención pública directa en la actividad económica y las políticas públicas que garantizan mínimos de bienestar a la población fueron reemplazadas por los mecanismos de mercado. En ese contexto apareció la era neoliberal sustentada en el binomio desregulación-globalización, cuyos principales pilares han sido la complejización de las relaciones financieras y la conformación de cadenas globales de producción (CGP). En este escenario las exportaciones se convirtieron en una de las variables más dinámicas del crecimiento económico.

Estos cambios modificaron la división internacional del trabajo a partir de las supuestas ventajas comparativas de cada país, donde destacan el desarrollo tecnológico, la disponibilidad de materias primas, los apoyos gubernamentales al gran capital, el costo salarial, etcétera.

En estas condiciones se desarrolló el modelo liderado por las exportaciones (MLE) que se caracterizó por el despliegue de la Gran Moderación, la cual descansó sobre la dupla de bajo crecimiento económico y baja inflación en los bienes y servicios, en un entorno de inflación financiera, que garantizó alta liquidez y altos niveles de apalancamiento. La desventaja de los países latinoamericanos es que no pudieron fortalecer sus mercados de capitales ni lograr superávits en sus cuentas corrientes externas.

El objetivo de este trabajo es analizar los efectos del MLE en el periodo de internacionalización de capital en América Latina y plantear las posibles alternativas de desarrollo. Nuestra hipótesis es que en América Latina este modelo tuvo resultados poco satisfactorios por la creciente exacción de ganancias por parte del capital externo que se generó a partir de la alianza entre el capital empresarial rentista doméstico y el gran capital extranjero. Nuevamente, las grandes ausentes del crecimiento económico fueron la innovación tecnológica –a lo cual debe añadirse la debilidad de las instituciones domésticas–, la concentración del ingreso y la exclusión de las clases populares.

En la región se fortaleció la entrada de inversión extranjera de cartera (IEC) sin consolidar el mercado financiero doméstico y creció la inversión extranjera directa (IED) sin lograr superávits en la cuenta corriente que dinamizaran el crecimiento económico, que incluso estuvo acompañado de retrocesos en el grado de industrialización de las economías latinoamericanas. La novedad de la apertura financiera fue la constitución de las grandes empresas de origen latinoamericano que se expandieron al interior de la región (multilatinas) e, inclusive, al resto del mundo, con pocos encadenamientos a los sectores productivos y financieros de origen. Se argumenta aquí que las economías latinoamericanas incrementaron su dependencia al capital internacional debido a que los sectores productivos y financieros más dinámicos se ligaron a los circuitos externos, sin fortalecer los procesos de acumulación domésticos.

Este trabajo se divide en seis secciones. En la segunda sección se analizan los conceptos básicos del paradigma neoliberal que sustentaron los procesos de desregulación, globalización e internacionalización del capital. En la tercera se discuten los principios básicos de la internacionalización que son la maximización del valor de los accionistas y las CGP. En la cuarta sección se analiza la inserción fallida de América Latina en el periodo de internacionalización del capital, seguida por una sección donde se esbozan los principales conflictos del ordenamiento capitalista dominado por la hiperglobalización y las posibles formas de reorganización del capital. En la última sección se presentan las conclusiones.

## **CONCEPTOS BÁSICOS DEL PARADIGMA NEOLIBERAL: DESREGULACIÓN Y GLOBALIZACIÓN**

La caída del sistema Bretton Woods (1971) marcó la crisis del paradigma keynesiano y la emergencia del paradigma neoliberal o neoconservador que se apoyó en los mecanismos de mercado a partir de la libertad individual, bajo el supuesto de que los mercados sin restricciones no pueden estar equivocados o, al menos, la acción colectiva intencional no puede vencerlos (Vercelly, 2017).

Siguiendo a Berlin (1969), la libertad individual tiene dos acepciones, una denominada “positiva”, que se asocia con la realización de los objetivos comunes de los agentes (pleno empleo, igualdad, etcétera); y otra llamada “negativa” que se construye con el levantamiento de “las limitaciones específicas que se imponen a las acciones potenciales o reales” y su objetivo es restringir el poder del leviatán. El liberalismo del siglo XIX resurgió en el siglo XX, destacadamente en los planteamientos de Von Mises, Hayek y Friedman que se opusieron al intervencionismo estatal keynesiano (Vercelly, 2017).

La visión neoliberal se soporta en la noción de que la competencia<sup>1</sup> es la mejor organización de la producción y de la distribución porque permite, en términos paretianos<sup>2</sup>, una distribución óptima de los recursos y, por esa vía, se maximiza la producción. Los supuestos básicos de este planteamiento son la racionalidad de los agentes porque predice el valor futuro de las variables relevantes y excluye, o limita, las expectativas; los mercados son completos porque garantizan el intercambio

---

<sup>1</sup> Hay una larga tradición que postula que los mercados competitivos son eficientes en organizar e implementar la asignación óptima de recursos. Von Mises desarrolló esta idea después de la Revolución de Octubre en Rusia argumentando que un país socialista no puede realizar un cálculo económico racional porque la planificación central no puede sustituir los mecanismos de mercado que fijan un sistema coherente de precios (Vercelly, 2017).

<sup>2</sup> El primer teorema demuestra que el equilibrio de toda economía competitiva es “eficiente en el sentido de Pareto” si nadie puede mejorar su posición sin que alguien empeore. El segundo teorema señala que toda asignación de recursos eficiente en el sentido de Pareto se puede lograr a través de los mecanismos de mercado competitivo, siempre que se elija una distribución inicial apropiada (Vercelly, 2017).

continuo, lo cual implica la presencia de mercados secundarios profundos y mercados de futuros eficientes; no hay externalidades, por consiguiente, el Estado no tiene justificación para intervenir; las transacciones son reversibles, o sea, no hay costos de transacción; no hay bienes públicos y con ello se evita el beneficio de unos sobre otros (*free riders*); hay competencia perfecta porque se logra la plena utilización de los factores productivos, incluido el trabajo; y el modelo opera con maximización de utilidades porque se supone la existencia de riesgos en oposición a la incertidumbre, lo que garantiza un juego de suma cero (Vercelly, 2017).

La corriente neoliberal, aunque reconoce que la competencia perfecta difiere del comportamiento de los mercados en la realidad, sostiene que hay una brecha de mercado (*market gap*) que desde su perspectiva no es relevante. Friedman advierte que “En la ciencia, el realismo de las hipótesis no es importante siempre y cuando el modelo que surge a partir de esas hipótesis predice mejores resultados empíricos que los modelos rivales” (citado en Vercelly, 2017, p. 38). Alternativamente, las brechas de mercado permiten mejorar los modelos económicos (organizaciones) a partir del análisis de los microfundamentos que acompañan a la macroeconomía. En este contexto, los desequilibrios se explican a partir de choques externos generados por políticas económicas supuestamente erróneas; y las crisis se deben enfrentar con mayor desregulación y privatización. En específico, deben sustituirse las libertades positivas que buscan objetivos comunes por la libertad individual de los agentes e instituciones y, por esa vía levantar el máximo posible de restricciones.

Los supuestos del paradigma neoliberal están íntimamente ligados al binomio desregulación-globalización económica que, por un lado, restringe la intervención directa del Estado en la economía y, por otro, empodera al mercado y, a partir de ello se levantan las restricciones al libre movimiento de los factores. Estos dos procesos son parte de un mismo fenómeno porque la desregulación garantiza la libertad de los agentes para maximizar sus objetivos al interior de una economía y la globalización asegura el movimiento de los factores productivos entre economías. Este binomio se construyó con base en la (falsa) dicotomía entre Estado y mercado, que supone el traspaso de poder del primero al segundo, no obstante, esta dicotomía tiene lugar entre el Estado y las empresas privadas, en particular las sociedades públicas (o sociedades anónimas, dominantes en un mercado oligopólico) que involucran a accionistas y administradores. Las sociedades anónimas de carácter público son una reminiscencia del Estado porque existe un poder, el cual, se supone que es elegido por los agentes (accionistas). Para lograr un mercado competitivo, garantizar el movimiento de los factores y empoderar a la empresa por acciones se han desplegado varios cambios estructurales.

En el ámbito financiero, los principales cambios se relacionan con la desmonetización del oro (1971) y la revocación de la ley Glass-Steagall (1999) que desvincularon el dinero de las mercancías y derrumbaron las barreras entre la estructura financiera bancaria y no bancaria, respectivamente. Estos dos cambios marcaron, por un lado, el término de las políticas regulatorias en el ámbito domés-

tico, poniendo fin a las políticas de canalización de crédito al sector productivo y, por otro, garantizaron el libre movimiento del capital privado a nivel internacional, imponiendo el proceso de globalización e internacionalización del capital. A partir de ello se conformó un mercado financiero global, regido por medios de pagos internacionales, que también tuvieron el carácter de ser creados *ex nihilo*. En este ámbito, el acceso a las unidades de cuenta internacionales (dólares) dependió del grado de convertibilidad de las deudas privadas de las diversas monedas en unidades de cuenta internacional (dólares). En el escenario mundial dominaron los flujos de inversión extranjera y destacaron los movimientos de capital de corto plazo (inversión de cartera) e IED (deudas de largo plazo altamente líquidas) que se desplegaron bajo la forma de fusiones y adquisiciones.

Un segundo cambio estructural relevante, en los inicios de 1980, fue el debilitamiento del mercado laboral y de las organizaciones sindicales, impulsado por los gobiernos de Reagan y Thatcher. Con ello se logró reducir los salarios y beneficios contractuales para abaratar los costos de producción, sentándose las bases de la pauperización y precarización de la fuerza de trabajo, descrita como el aplastamiento de la curva de Phillips (Bellofiore *et al.*, 2010). Este cambio estructural afectó al conjunto de las economías desarrolladas y emergentes y a todas las fases de producción, especialmente las de menor contenido tecnológico.

Un tercer cambio estructural fue la eliminación de las políticas keynesianas contracíclicas con el pretexto de controlar la estanflación. A principios de la década del setenta se combinaron procesos inflacionarios con estancamiento económico (estanflación), los cuales se adjudicaron (erróneamente) a la intervención gubernamental en la actividad económica. En este contexto surge la visión de las expectativas racionales (Sargent y Wallace, 1975) que argumentaban que la única vía para alcanzar la estabilidad económica era devolver al mercado las elecciones económicas, revirtiendo las políticas económicas de Keynes, incluyendo las propuestas de Hicks (1937), que se resumieron en “cavar hoyos para posteriormente tapparlos”. En estas condiciones se desplegó un amplio proceso de privatización de los bienes públicos, se desmanteló el Estado de bienestar, cuestionado por el exceso de las acciones colectivas en el mercado y se eliminaron los mecanismos automáticos de gasto público anticíclicos. En el ámbito de la política monetaria, se eliminó el objetivo de estabilidad del crecimiento económico, y el control de la inflación sustituyó al objetivo de alcanzar crecimiento con pleno empleo. A partir de este cambio estructural se impusieron políticas de austeridad fiscal cuyo propósito era eliminar los déficits fiscales, en particular en la cuenta primaria. En estas circunstancias, la demanda descansó fundamentalmente en el dinamismo del gasto privado.

Un cambio adicional de gran relevancia fue la política monetaria estadounidense que fortaleció su centro financiero a través del *Greenspan put* (Bernanke, 2005). El banco central de Estados Unidos generó una política monetaria en extremo proactiva en limitar la caída de los precios de los títulos del mercado accionario, sin imponer techos, lo cual fue caracterizado como “asimetría monetaria” (Verce-

lly, 2017, p. 151). En los hechos, el sistema de Reserva Federal (FED) actuó como un seguro, similar a una opción, para evitar pérdidas financieras en el mercado accionario, lo que alentó la inflación en el mercado financiero. Ello preparó el terreno para la maximización del valor accionario y generó una redistribución de las ganancias en favor de los dueños de capital, cuyo principal resultado fue una gran concentración del ingreso.

## **LOS FUNDAMENTOS DE LA INTERNACIONALIZACIÓN ECONÓMICA: LA MAXIMIZACIÓN DEL VALOR DE LOS ACCIONISTAS Y LAS CADENAS GLOBALES DE PRODUCCIÓN**

El proceso de globalización de la era neoliberal se construyó a partir del consenso de que el libre comercio es un elemento central del crecimiento económico con la particularidad de que en el periodo de desregulación y globalización se volvió asociar a la teoría de las “ventajas comparativas”, lo que implicó la especialización productiva de las diferentes regiones y economías, desplegando un proceso de desindustrialización en América Latina. En la era neoliberal, los límites de los mercados reales y sus fallas se adjudicaron a la interferencia de los reguladores y supervisores públicos en los procesos de mercado (Vercelly, 2017).

En el periodo de desregulación-globalización se fortalecieron las grandes corporaciones multinacionales, con crecientes conexiones al mercado de capitales, y la organización de las CGP. El resultado fue la maximización del capital accionario y la minimización de los costos de producción. Este arreglo operó en un entorno de internacionalización del capital abarcando los países desarrollados y emergentes. Estos últimos, por primera vez en la historia, se volvieron exportadores de capital sin perder su posición subordinada frente a los países desarrollados. En este apartado se analiza el significado y efectos de la maximización del valor de los accionistas y de las cadenas globales de valor.

### **Principio de maximización de valor de los accionistas**

En el periodo de Bretton Woods dominó una fuerte regulación de la actividad productiva y accionaria que robusteció a la empresa chandleriana, cuyas ganancias provienen de la actividad productiva y las innovaciones tecnológicas. En ese periodo los intereses del capital productivo se empoderaron frente al capital financiero basados en una organización productiva de “crecer y retener”.

A mediados de 1960, este proceso se interrumpió, a causa de la crisis industrial de los países desarrollados que se mediatizó a través de la activación del mercado financiero, vía fusiones y adquisiciones, muchas veces forzadas, que fortalecieron

las ganancias del gran capital como resultado de actividades financieras; originándose el proceso de maximización del valor financiero.

La activación del mercado financiero conllevó un aumento de la emisión de acciones y bonos, independiente del proceso de financiamiento de la producción u obtención de liquidez para los activos ilíquidos. La emisión de los títulos financieros tuvo como objetivo incrementar el valor financiero de las empresas para garantizar el control corporativo de estas instituciones o adquirirlas vía compras forzadas, independientemente del gasto productivo. La contraparte de este proceso fue la consolidación de los inversionistas institucionales donde destacan los bancos de inversión y una gran variedad de fondos ligados a las pensiones y a los seguros, combinados con las actividades de tesorería de las empresas (Seccareccia, 2012; Toporowski, 1993) que se convirtieron en las principales demandantes de los títulos financieros. Los fondos institucionales se fortalecieron con el desmantelamiento del Estado de bienestar que provocó la privatización de los servicios de educación, salud, provisión de vivienda, etcétera.

El resultado de este proceso fue una creciente emisión de acciones comunes y títulos de renta variable, por encima de las necesidades de la actividad comercial y productiva (Toporowski, 2012); y una gran rotación de los instrumentos financieros, además de una acelerada innovación financiera, políticas monetarias activas y crecientes operaciones de cobertura que volvieron a activar los mercados financieros, regresando la complejización financiera a las relaciones sociales de producción capitalista (Toporowski, 2013).

El proceso de inflación financiera del siglo XXI fue diferente al que tuvo lugar en los inicios del siglo XX. En las primeras décadas del siglo XX el aumento de los precios fue originado por los promotores de las grandes corporaciones que vendieron acciones en exceso, generando lo que se denominó dilución de acciones (*watering down*) para incrementar sus comisiones, provocando la caída de los dividendos y la posible pérdida de control de las empresas (Kalecki, 1977).

Mientras, la inflación financiera del siglo XXI se generó gracias a la ampliación de actividades financieras (Minsky, 2008) que crearon una gran variedad de contratos, sobre la base de diferentes subyacentes, incluidos contratos para cubrir riesgo por impago de créditos (*credit default swaps*). El resultado de estos arreglos financieros fue una creciente inestabilidad financiera y una gran especulación. En palabras de Minsky:

La demanda especulativa fundamental de dinero gira en torno a la medida en que se piden préstamos para financiar posiciones de bienes cuyo precio está sujeto a variación; tanto como las condiciones de los préstamos en dinero, esos precios esperados de los bienes constituyen los determinantes de la demanda especulativa de dinero (1975, p. 85).

Este proceso desplegó ciclos económicos, donde el auge fue dominado por aumentos en los precios de los títulos financieros y creciente endeudamiento para

acceder a mayores ganancias financieras en un contexto de crecimiento económico, seguido por periodos de desaceleración económica, menores expectativas y el crecimiento menos acelerado en los precios de los títulos, lo cual puede provocar incumplimiento de los compromisos de pagos, pudiéndose desplegar procesos de deflación financiera y recesión económica. En este escenario destaca la crisis financiera global (CFG) del 2008 que culminó con una profunda recesión económica.

El periodo de internacionalización del capital se acompañó de la complejización de las relaciones financieras, bajo la dirección del capital financiero que desplazó al capital productivo (Russell, 2008), y cuya máxima expresión fue la creciente actividad de tesorería en las corporaciones no financieras. En este contexto, la competencia se desplazó del mercado “real” al mercado de capitales, y las innovaciones productivas fueron sustituidas por la ingeniería financiera, base de la “teoría de la agencia”, cuyo objetivo es la generación de flujos de efectivo para beneficiar en primer lugar y en mayor medida a los dueños de capital (Erturk, 2020). En esta visión teórica se fusionan los intereses de los dueños del capital y los administradores de las empresas para maximizar el valor financiero de la corporación, generándose un proceso de confluencia entre dueños de capital y administradores (Crotty, 1990), contrapuesto con la visión de confrontación, planteada por Keynes (1986). La complejización financiera sobrevivió varias crisis a lo largo del periodo de globalización e internacionalización, porque las corporaciones no financieras están compuestas por un portafolio de subunidades líquidas, en continua reestructuración, para maximizar el precio de los títulos, que sustituyó a la organización corporativa basada en una mezcla de activos ilíquidos cuyo fin es el crecimiento de largo plazo (Crotty, 2003).

En esta discusión destaca el fortalecimiento de las grandes corporaciones no financieras y sus operaciones en el mercado de capitales, cuyos antecedentes datan de finales del siglo XIX (Berle y Means, 1933) y se fortalecen en la era de la globalización a partir de procesos de innovación financiera mucho más complejos (Minsky, 2008). El principal resultado de este proceso ha sido la creciente sobrecapitalización<sup>3</sup> de las empresas que facilitó el acceso a las ganancias financieras, altamente inestables por las variaciones de los precios de los títulos financieros. La complejización de las relaciones financieras y el peso excesivo de las ganancias financieras en las ganancias totales, se han vuelto disfuncionales a la operación del sistema capitalista, evidenciados por las sucesivas crisis de los países emergentes en la década del noventa y las diferentes crisis en los países desa-

---

<sup>3</sup> Sobrecapitalización es cuando las empresas emiten fondos de inversión y acciones comunes mayores a los requeridos para la operación de las actividades productivas y comerciales de una empresa, lo cual provoca que el mercado de capitales se vuelva menos eficiente. Si las empresas no tienen oportunidades de inversión que generen ganancias, tiene lugar un proceso de sobrecapitalización, lo que implica la presencia de capital en exceso que no se distribuye de manera eficiente. Se añade que si las empresas están sobrecapitalizadas tienen menos presión en la distribución de su capital en los usos más eficientes (Toporowski, 2013).

rollados del siglo XXI, incluida la CFG del 2008 y las dos grandes recesiones económicas globales (2008 y 2020).

La valorización de capital no es sostenible en el largo plazo porque se agotan las crecientes ganancias en un contexto de reducido gasto de inversión productiva. Entre mediados de 1980 y mediados de 1990, los fondos de pensiones fueron los responsables del exceso neto de capital en el mercado de capitales, encargado de la inflación en el mercado financiero. En el segundo quinquenio de 1990, se activaron los títulos relacionados con la industria de alta tecnología lo que provocó, en el 2001, la crisis dot.com, la cual fue sustituida por el sector hipotecario, responsable de la CFG del 2008. Después se activaron los mercados de *commodities* y de divisas y, nuevamente se regresó al mercado de capitales a la luz de la normalización de la política monetaria de los países desarrollados, esta vez bajo el dominio de la industria que administra activos (Haldane, 2014). Esta forma de obtención de ganancias financieras solo es funcional en condiciones de reducidas tasas de interés, por lo que se espera una nueva reorganización del sistema financiero.

## Las cadenas globales de producción

Las CGP o redes globales de producción se construyeron sobre la base de “romper el proceso de producción y distribuirlo en varias locaciones geográficas, dependiendo de costos, logísticas y la política [...] proceso descrito como la ‘partición de la cadena de valor’, ‘desintegración global’, *offshoring* y la globalización de la producción” (Milberg, 2008, p. 424).

La partición de la producción en varios espacios geográficos incrementó el comercio mundial de acuerdo con las ventajas comparativas de cada país. Los países desarrollados poseedores de innovación tecnológica y desarrollo en el campo de conocimiento retuvieron los servicios y las fases de producción tecnológicamente más complejas, desplazando la manufactura hacia economías en desarrollo y emergentes. Específicamente, Estados Unidos retuvo los servicios generados del desarrollo de conocimientos complejos, provocando un fuerte desempleo en la manufactura. Los países desarrollados de Europa y Japón se especializaron en el diseño de los bienes de capital y la construcción de procesos más complejos, ocupando el segundo estrato de las CGP. El sudeste de Asia y después China se insertaron en principio a las CGP en las fases de producción de menor complejidad tecnológica, sin embargo, ello se hizo en un ambiente de procesos dinámicos de aprendizaje, con un gran avance tecnológico, particularmente en China, lo cual permitió que escalaran a los estratos de mayor requerimiento tecnológico en el transcurso del tiempo, ocasionando una disputa tecnológica entre China y Estados Unidos. América Latina se insertó en las CGP vía bienes primarios y procesos de ensamblaje, con bajos niveles de inversión productiva y reducida intervención pública en los procesos económicos, esto impidió modificar en el tiempo su posición en las CGP, ocupando los estratos de producción con menor valor agregado.

Las CGP ampliaron las brechas entre países desarrollados y en desarrollo, notoriamente en América Latina y aumentaron la desigualdad en la distribución del ingreso entre países desarrollados y emergentes y, al interior de cada bloque y de cada economía. En estas condiciones las mayores ventajas comparativas fueron captadas por los países desarrollados que retuvieron el control de las corporaciones multinacionales, acortándose las ventajas de acuerdo con la especialización tecnológica de cada economía en las CGP. Milberg (2008) muestra que la producción ultramar (*offshoring*) incrementó los rendimientos de las grandes corporaciones estadounidenses con respecto al resto del mundo vía importación de insumos de bajos precios<sup>4</sup> y, a su vez, logró disminuir el costo de los bienes salariales y, por ese camino, abaratar el costo de la fuerza de trabajo de las economías desarrolladas.

Las CGP también modificaron las estructuras de mercado y ello permitió la extracción de crecientes ganancias por parte de las corporaciones internacionales. Por un lado, las matrices de estas corporaciones operaron como oligopsonistas al controlar la demanda de los estratos inferiores de las CGP vía contención de los precios y, por otro, abarataron los costos de producción, lo cual fue considerado como un aumento de la productividad independientemente de la inversión productiva. Y, por el otro lado, los productores de materias primas, incluido el ensamblaje de la manufactura, se convirtieron en tomadores de precios. Ello creó un ambiente de fuerte competencia entre las economías que integraron los menores estratos de las CGP. Esta competencia mermó los costos salariales y obligó a los gobiernos a ofrecer mejores condiciones a las multinacionales, incluidas subvenciones y exenciones de impuestos, construcción de infraestructura, etcétera. Los gobiernos desplegaron este tipo de políticas para ampliar las exportaciones.

Los resultados de la globalización productiva fueron desiguales. Los países emergentes del sudeste de Asia, encabezados por China, con grandes avances tecnológicos, lograron superávits en sus cuentas corrientes externas, gracias a crecientes gastos de inversión productiva, los cuales en conjunto generaron altas tasas de crecimiento económico. América Latina continuó operando con cuentas corrientes externas deficitarias y su posición deudora obligó a la región a desplegar políticas extremadamente favorables a los intereses de la inversión extranjera. Regresó así la especialización en materias primas, en América del Sur, y Centroamérica se especializó en los procesos de ensamblaje de bienes finales de la manufactura.

Este proceso fue acompañado de crecientes márgenes en la tasa de interés entre países emergentes y desarrollados, con tipos de cambios estables (sobreevaluados) para atraer inversión extranjera de corto plazo y políticas tendientes a mantener reducidos los costos salariales, con políticas laxas respecto al medioambiente y

---

<sup>4</sup> Milberg (2008) muestra que la reducción de los precios de las importaciones estadounidenses fue mayor en aquellos sectores donde las cadenas de oferta globales estaban más desarrolladas, específicamente en los sectores de telecomunicaciones (aparatos de sonido, reproducción y equipo, equipo de computadores y maquinaria de oficina).

políticas fiscales procíclicas que garantizaran la primacía de las grandes empresas. Ello ocasionó una combinación de ganancias rápidas sin innovación tecnológica.

Una de las grandes diferencias entre el sudeste de Asia y América Latina es la posición de estas regiones en la cuenta corriente externa. En la primera región, el superávit en la cuenta corriente fue significativo, lo que permitió que operaran con relativa autonomía en su política económica, limitando el grado de globalización de sus sistemas financieros y productivos, con gran presencia de los mercados financieros domésticos y la obligación de las multinacionales de transferir tecnología (Chang y Grabel, 2004; Stallings y Studart, 2005). En este contexto tuvieron mayor libertad en utilizar su política fiscal para promover la innovación tecnológica, desarrollar programas de infraestructura y garantizar altos niveles de inversión pública. Mientras, las economías latinoamericanas se mantuvieron como deudoras por déficits estructurales en sus cuentas corrientes, aumentando su dependencia externa en flujos financieros internacionales para equilibrar sus cuentas externas. Este proceso obligó a la región a desplegar políticas agresivas de privatización económica, reducción del gasto público, específicamente equilibrios fiscales e incluso superávits en la cuenta primaria, junto con políticas monetarias tendientes a incrementar la valorización del capital internacional (altas reservas internacionales, tipo de cambio sobrevaluado y tasas de interés superiores a los países desarrollados).

A manera de síntesis, uno de los grandes cambios que motivaron la organización productiva basada en las CGP fue sustituir el modelo “originar y retener” por el de “empequeñecer y redistribuir”. Este proceso simplificó la contribución del trabajo en la producción y disminuyó el crecimiento de la productividad, que se volvió dependiente de salarios bajos, desplazando la inversión productiva a segundo plano y convirtiendo a las exportaciones en la variable dinámica del crecimiento económico. La recirculación de las ganancias al sector productivo se redujo y las ganancias especulativas tuvieron una alta participación en las ganancias totales. Esto provocó una gran concentración de ingresos entre regiones y al interior de los países; favoreciendo los intereses del gran capital al interior de las economías y a nivel global.

## **LA INTERNACIONALIZACIÓN DEL CAPITAL EN AMÉRICA LATINA: INSERCIÓN FALLIDA Y DEPENDIENTE**

Los países latinoamericanos en el periodo de internacionalización<sup>5</sup> del capital tuvieron dos grandes desventajas respecto a las economías desarrolladas.

---

<sup>5</sup> La internacionalización del capital supone la presencia de exportación de capitales. En los países emergentes este proceso tuvo lugar con la oligopolización de las estructuras productivas que erigió empresas públicas que exportan capital hacia el resto del mundo, lo cual en América Latina ocurrió a través de la creación de multilaterales y de la extranjerización de los bancos, que inició

Primera, su inserción a las CGP fue estática, explicada a partir de la inserción subordinada al entorno internacional en los estratos más simples de producción y, segunda, el sistema financiero se mantuvo débil sin lograr incrementar su profundidad y amplitud, pese a la apertura del mercado de capitales y a la creciente presencia de las corporaciones multinacionales y de origen latinoamericano que, por primera vez en la historia de la región, exportaron capital al resto del mundo, incluidos los países desarrollados.

La debilidad de la posición latinoamericana en el contexto de la globalización e internacionalización de capital se explica, en parte, por las fallas del proceso de ISI que solo abarcó los bienes de consumo finales, excluyendo los bienes de mayor complejidad tecnológica como son los insumos intermedios y de capital. Además, los sectores productivos más dinámicos fueron liderados por el capital extranjero, que operó con tecnologías obsoletas, en desuso en los países desarrollados por los grandes avances tecnológicos del periodo. Este proceso fue acompañado de altos costos en los bienes salariales, dominados por los rentistas domésticos (terratenientes). A diferencia del sudeste asiático, la ISI latinoamericana descansó sobre salarios reducidos, mercados internos pequeños, limitado desarrollo tecnológico; con fuertes desequilibrios de la cuenta corriente externa y fuerte dependencia financiera. Las grandes limitantes del proceso de ISI es que no se sustentó en una clase empresarial dinámica o progresista (Kaldor, 1959) y se excluyó a las clases populares (Marini, 1972).

La organización de los consorcios empresariales asiáticos en grupos económicos tipo *zaibatsu* y *keiretsu* (Amsden, 1989) no sucedió en América Latina, lo cual limitó el desarrollo del sistema financiero de la región, y no logró conformarse una organización bancaria sustentada en el mercado de capitales (Zysman, 1983). El sector público se concentró en políticas de subsidio al sector privado, exención de impuestos a las grandes empresas, sin exigir desarrollos tecnológicos (Levy, 2010; Mántey, 2010). La industrialización descansó sobre subvenciones para importar bienes de capital, baja recaudación fiscal y crecientes gastos públicos en infraestructura con apoyos financieros al sector privado vía líneas crediticias de bajos costos, sin exigir la recirculación del excedente a la producción. El resultado de la ISI fue un crecimiento económico acelerado, con exigua participación de la inversión privada y crecientes ganancias del sector privado no recirculadas a la producción. Siguiendo a Kaldor (1959), la industrialización no se construyó sobre una clase empresarial progresista, lo que provocó que las ganancias capitalistas no se canalizaran a la reinversión productiva, desviándose a bienes suntuarios, generalmente de origen importado, con grandes fugas al multiplicador del ingreso. Ello limitó las potencialidades del crecimiento endógeno y sostenido. Estas condiciones se traspasaron –y profundizaron– al MLE, porque las clases

---

después de la crisis financiera mexicana de 1994 y se profundizó en la siguiente con la alianza de las bolsas de valores de diferentes países.

dominantes mantuvieron su carácter rentista y no estuvieron dispuestas a correr riesgos para aumentar sus ganancias.

El MLE impuesto en el periodo de la globalización regresó a la especialización de las materias primas de inicios del siglo XX e incluyó la manufactura ensamblada caracterizada por su bajo valor agregado. El aparato productivo continuó dependiendo de la inversión extranjera, con menor inversión productiva y un traspaso tecnológico aún más reducido. A lo anterior se suma un insuficiente desarrollo del sistema financiero pese a la globalización financiera, lo cual refleja una alianza de clases todavía más fuerte entre el gran capital internacional y los rentistas nacionales, con la diferencia de que los terratenientes fueron sustituidos por los capitalistas empresariales. En este periodo se conformaron grupos empresariales de capital latinoamericano que, al contrario de los países desarrollados, no operaron a través de sus centros financieros de origen, sino que alimentaron los centros financieros internacionales, con la particularidad de que las empresas multinacionales de la región operaron al margen de los mercados financieros latinoamericanos.

A fin de discutir el proceso de internacionalización de capital se revisan los indicadores relevantes de la apertura económica, la especialización productiva y sus efectos sobre el sector financiero. Ello se hará a partir del análisis de seis países, donde se incluyen los más grandes de la región, Brasil y México, seguidos por Argentina y Colombia, y economías más pequeñas como las de Chile y Perú.

### **Apertura comercial y formación bruta de capital**

La apertura comercial de los países de la región medida a través del coeficiente de exportaciones más importaciones entre PIB indica que Chile y México tienen los coeficientes más altos, siguen Perú y Argentina y, los niveles más bajos se encuentran en Colombia y Brasil, con fuertes variaciones en Argentina, Chile, México y Perú. Un elemento importante es que pese a la adopción del MLE y la apertura comercial no se alcanzaron equilibrios o superávits de la cuenta corriente externa, por el contrario, se mantuvieron los déficits estructurales, altamente sensibles a los términos de intercambio de los bienes primarios (véase tabla 1).

Otro elemento relevante del proceso de globalización fue el reducido gasto de formación bruta de capital fijo. Incluso, en casi todas las economías, este índice fue menor que el coeficiente de las exportaciones. El cociente entre la formación bruta de capital fijo respecto a PIB y las exportaciones de bienes y servicios respecto a PIB es inferior a la unidad en México, Chile y Perú, mientras en Colombia, Brasil y Argentina (con excepción de la primera década del siglo XXI) tuvo valores mayores a la unidad, sin que estos fueran significativamente diferentes a la unidad (véase tabla 1). El perfil exportador de todos los países de la región descansó sobre bienes primarios, con excepción de México, que se especializó en los bienes finales de manufactura. Así, América Latina se insertó a la economía mundial a través de la reprimarización de sus economías y procesos de maquilas, sin alcanzar

los estratos altos de las cadenas de valor. Una primera conclusión es que la apertura comercial no fue funcional en las economías latinoamericanas.

**Tabla 1.**

Indicadores de la cuenta comercial, cuenta corriente e inversión productiva

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
	Apertura comercial (X+M/PIB)					
2000-04	36,67	25,18	63,62	32,40	50,02	36,67
2005-09	51,16	24,42	73,42	35,74	56,36	51,16
2010-14	50,68	23,27	67,25	36,92	63,83	50,68
2015-20	46,36	26,72	56,83	35,45	76,79	46,36
Media	46,22	24,90	65,28	35,13	61,75	46,22
CV	0,06	0,01	0,10	0,02	0,10	0,06
	Superávit o déficit de la cuenta corriente a PIB					
2000-04	0,70	- 1,43	0,01	- 0,63	- 1,62	- 1,66
2005-09	2,12	- 0,44	1,59	- 2,23	- 0,93	- 0,06
2010-14	- 1,16	- 3,45	- 1,11	- 3,54	- 1,53	- 3,56
2015-20	- 2,84	- 2,24	- 2,24	- 4,43	- 1,13	- 1,75
Media	- 0,29	- 1,89	- 0,44	- 2,71	- 1,30	- 1,76
	Coeficiente de FBKF/PIB a X/PIB					
2000-04	0,88	1,34	0,62	0,81	0,69	0,97
2005-09	0,94	1,39	0,53	1,02	0,80	0,72
2010-14	1,17	1,86	0,68	1,41	0,76	0,94
2015-20	1,29	1,17	0,77	1,77	0,57	0,89

*Nota:* X: exportaciones, M: importaciones, PIB: producto interno Bruto, FBKF: formación bruta de capital fijo, CV: coeficiente de variación.

Fuente: elaboración propia con base en datos de Cepal y Banco Mundial.

## La complejización financiera y las grandes empresas

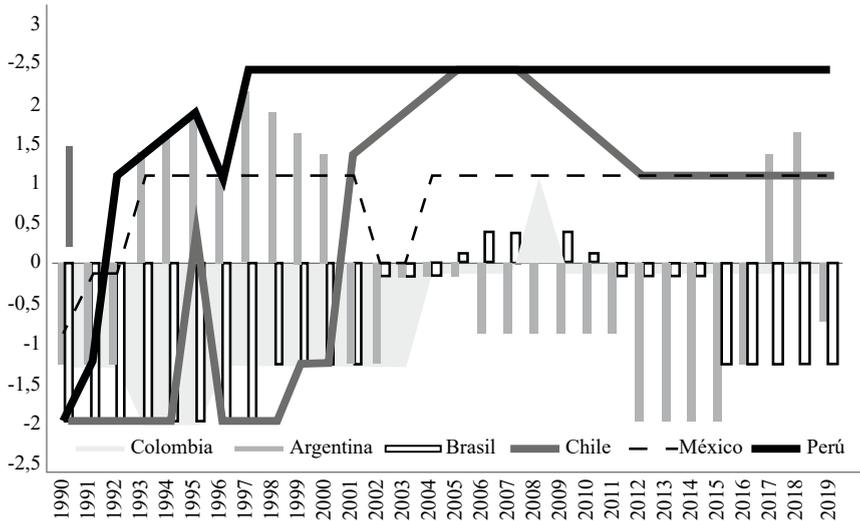
La apertura financiera de las economías latinoamericanas ocurrió a inicios de la última década del siglo XX y se profundizó en los primeros años del siglo XXI. El índice Chinn-Ito<sup>6</sup> muestra altos niveles de apertura en Perú, Chile y México

<sup>6</sup> El índice Chinn-Ito (KAOPEN) mide el grado de apertura de la cuenta de capital de un país. Este índice fue propuesto por Chinn e Ito en el 2006 y codifica las restricciones a las transacciones financieras transfronterizas que se reportan en el informe anual del FMI de régimen cambiario y restricciones cambiarias. Los signos negativos indican poca apertura financiera, la cual aumenta cuando son positivos.

y menor intensidad en Brasil y Colombia. El comportamiento es diferente en Argentina, en tanto la mayor apertura ocurrió en los años noventa, se revierte posteriormente y, en el 2016, vuelve a aumentar, con el gobierno de Macri (véase figura 1).

**Figura 1.**

Apertura financiera medida por el índice Chinn-Ito



*Nota:* apertura financiera señalizada por números positivos.

Fuente: [http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito\\_website.htm](http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm)

Al revisar la cuenta financiera, entre el 2000 y el 2020, se observan valores negativos en todas las economías analizadas. Ello señala flujos netos hacia las economías de la región, incluso por encima de los déficits de la cuenta corriente. El exceso neto de capitales extranjeros fue notorio en México y Perú. En términos de composición de los flujos, dominó la IED y de cartera que desplazó al rubro de “otra inversión”<sup>7</sup>. Los países con mayor recepción de flujos netos de IED en orden de prelación fueron Perú, Chile, Brasil, Colombia y México. Con baja participación de Argentina. Y los países que captaron más flujos de corto plazo, vía IEC fueron México, Brasil, Colombia, Perú y Argentina, destacándose la economía chilena por tener una posición superavitaria (véase figura 2a). El comportamiento de estas variables deja claro que la apertura del mercado de capitales generó un exceso de liquidez en moneda internacional, comandado por la IED, con gran presencia en Chile, mientras en México se explicó por la IEC.

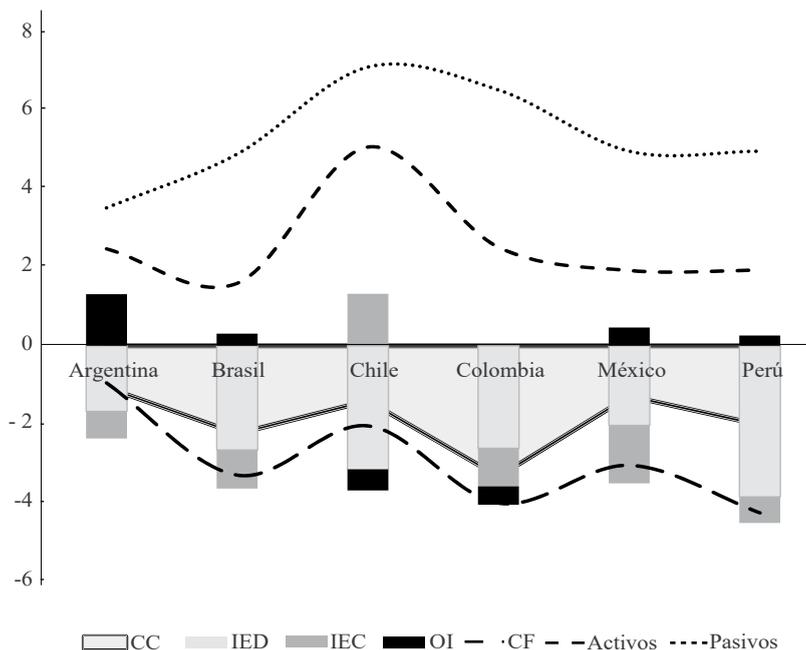
<sup>7</sup> Son operaciones o posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos y cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

Una descripción más detallada de los flujos externos en términos brutos (véase figura 2b) muestra que Chile tiene más pasivos por concepto de IED, seguido por Perú, Colombia, Brasil, México y Argentina en el último lugar. En términos de exportación de capitales por IED (activos) también destaca Chile, seguido en alejados lugares por Colombia, México y Perú. A su vez, Chile es el mayor receptor de flujos de corto plazo (IEC pasivos), seguido muy de cerca por México, con importantes avances de Colombia y Perú, y posiciones reducidas en Brasil y Perú, y especialmente, Argentina. Los activos de corto plazo por concepto de IEC son liderados por Chile, con posiciones alejadas de Colombia, Perú y México.

De acuerdo con lo anterior se puede afirmar que en las primeras dos décadas del siglo XXI la apertura financiera se explica por el gran influjo de capitales hacia la región, liderado por la IED en casi todos los países, con gran participación en México de la IEC. En este recuento sobresale la gran apertura de Perú que es una economía relativamente pequeña y, obviamente el caso chileno y mexicano. Brasil y Colombia no transitaron por ese proceso, aunque son importantes receptores de IED. Y Argentina se distingue por los drásticos cambios frente a la apertura.

**Figura 2a.**

Cuenta corriente a PIB y principales indicadores de la cuenta financiera, en términos netos, promedios 2000-2020

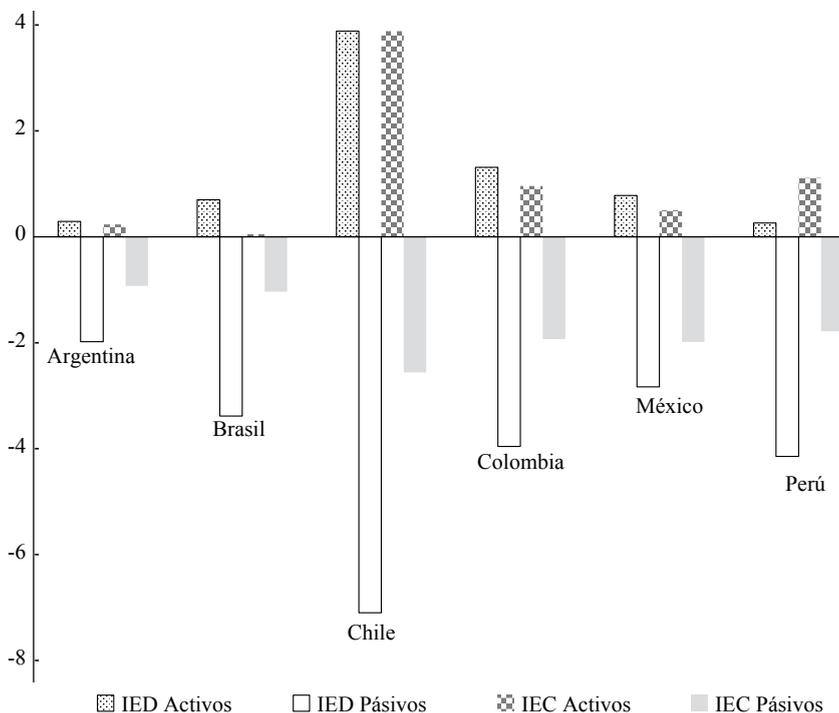


La fuerte presencia de IED no coincide con el proceso de consolidación de la gran empresa que cotiza en los mercados de valores. El ranking internacional que

mide el tamaño de las empresas a través de su valor de capitalización de mercado indica que las empresas más grandes que cotizan en las bolsas de valores de la región se concentraron en tres países, reportándose 63 corporaciones en Brasil, 23 en México y 19 en Chile. En Brasil y México alrededor del 20% de las corporaciones se encuentran entre las primeras 1000 a nivel mundial (con 13 y 5 empresas de total, respectivamente) y Chile solo cuenta con dos empresas en ese grupo. En el siguiente rango (1000 a 2000) se sitúa el 43,5% de las empresas mexicanas, el 27% de las empresas brasileñas (17 empresas) y el 15,8% de las chilenas. En el rango 2000 a 3000 se sitúan el 19% de las empresas brasileñas (12 empresas), 26,3% de las chilenas y 13% de las mexicanas. Por su parte, en el rango 3000 a 4000 se registran gran parte de las empresas chilenas (36,8%) (véase figura 3). De lo anterior se deduce que en México se concentran las corporaciones de mayor tamaño, Brasil tiene una estructura más diversificada y en Chile dominan las corporaciones medianas.

### Figura 2b.

Cuenta corriente a PIB y principales indicadores de la cuenta financiera, en términos brutos, promedios 2000-2020

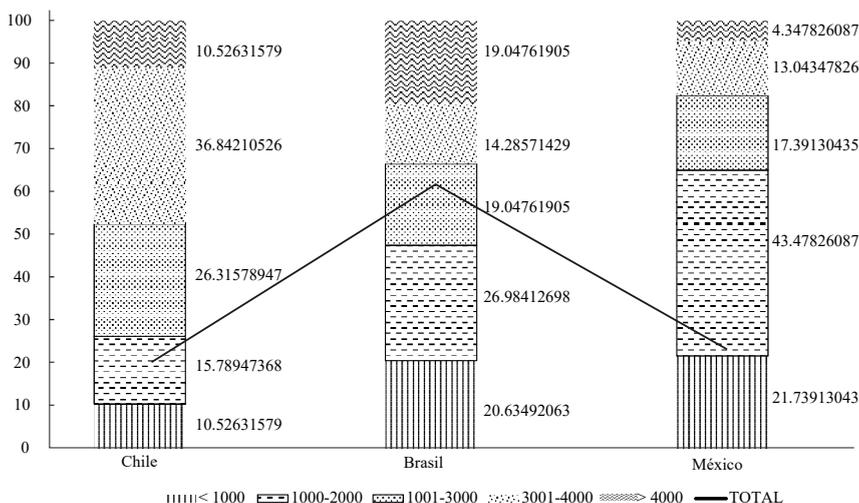


Nota: IED: inversión extranjera directa; IEC: inversión extranjera de cartera.

Fuente: elaboración propia con base en datos del FMI.

**Figura 3.**

Número de grandes empresas de América Latina medidas por el valor capitalización



Fuente: elaboración propia con base en <https://companiesmarketcap.com/chile/largest-companies-in-chile-by-market-cap/>

La composición y la tendencia del mercado de capitales de los países analizados muestran que Chile alcanzó el mayor valor de capitalización respecto al PIB, seguido por Brasil, Colombia, Perú y México. Brasil es el mercado de capitales más dinámico, medido a partir de la rotación de las acciones con respecto a su valor de capitalización, seguido por México, Chile y Colombia. A su vez, Brasil tiene el mayor número de empresas listadas con 364, seguido por Chile y Perú y en un tercer lugar se encuentran México y Colombia (véase tabla 2). Podemos entonces concluir que la activación del mercado de capitales ha sido diferente. En Chile se explica por una gran cantidad de empresas listadas que son de tamaño medio, con presencia significativa de empresas extranjeras (12% del total); en Brasil dicha dinámica se explica por la mayor rotación de las acciones generada también por un gran número de empresas que utilizan el mercado de capitales doméstico para obtener liquidez. Perú, que ha sido la sorpresa de la región en términos de la activación de su mercado de capitales, se explica por la fuerte presencia de empresas extranjeras. Los mercados de capitales colombiano y especialmente mexicano son los más reducidos. Ello se debe al fortalecimiento de los circuitos productivos y financieros externos, al margen de los espacios internos; y, como se señaló, a que la activación fue muy baja en Argentina, por el cambio de paradigmas económicos en las últimas décadas.

El mercado de bonos medido con respecto al PIB de cada país no es muy dinámico (véase tabla 3). Destaca la actividad del mercado de bonos doméstico brasileño y

chileno, ambos explicados por la emisión de bonos gubernamentales y de instituciones financieras. También se observa que en las demás economías aumentó la emisión de bonos gubernamentales, lo que implicó la sustitución de bonos internacionales por domésticos.

**Tabla 2.**

Mercado de capitales

	2000-04	2005-09	2010-14	2015-20	2000-20	2000-04	2005-09	2010-14	2015-20	2000-20
	Argentina					Brasil				
Cap. de Merc/PIB	19,5	18,1	10,1	11,0	14,7	36,8	66,1	48,5	49,2	49,2
Rotación	13,3	7,6	4,8	6,6	8,1	34,3	54,3	71,3	79,5	59,2
Empresas listadas	115,0	107,8	104,4	98,2	106,4	400,6	368,8	359,0	336,8	364,9
Domésticas	111,4	103,0	98,6	93,2	101,6	nd	nd	nd	nd	nd
Extranjeras	3,6	4,8	5,8	4,2	4,6	nd	nd	nd	nd	nd
	Chile					Colombia				
Cap. de Merc/PIB	92,1	110,7	113,1	83,2	100,3	nd	43,1	59,0	36,0	45,8
Rotación	8,4	18,0	14,7	15,3	14,4	nd	19,7	11,9	11,8	14,2
Empresas listadas	247,2	241,4	264,4	293,8	263,2	103,8	91,6	80,6	69,0	85,4
Domésticas	246,4	238,8	227,6	208,5	229,3	103,8	91,6	76,2	66,8	83,8
Extranjeras	0,8	2,6	36,8	85,3	34,0	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2
	México					Perú				
Cap. de Merc/PIB	17,3	32,2	39,8	34,0	30,7	21,9	47,1	50,1	41,2	40,0
Rotación	29,4	26,8	25,9	23,8	26,3	10,2	8,6	4,3	2,9	6,4
Empresas listadas	166,6	135,8	136,8	144,8	146,0	227,0	231,2	262,6	241,0	240,5
Domésticas	162,8	131,4	131,6	138,8	141,0	199,6	193,2	207,6	208,5	202,5
Extranjeras	3,8	4,4	5,2	6,0	4,9	27,4	38,0	55,0	32,5	38,0

Nota: Cap. de Merc/PIB: valor de capitalización de mercado a PIB.

Fuente: elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional.

**Tabla 3.**  
Mercado de bonos respecto al PIB

	2000-04	2005-09	2010-14	2015-20	2000-20	2000-04	2005-09	2010-14	2015-20	2000-20
	Argentina*					Brasil				
B: Corp. Finan.	1,3	4,4	3,6	4,8	3,5	1,7	3,2	5,7	5,8	4,1
2: Gobierno Gral.	0,0	4,1	13,1	16,9	8,5	11,0	19,7	24,5	30,3	21,4
Total doméstico	1,3	8,4	16,7	21,7	12,0	47,0	62,4	54,2	73,0	59,2
J: Corp. No Finan.	5,8	2,1	1,0	2,4	2,8	59,7	85,4	84,3	109,1	84,6
B: Corp. Finan.	1,5	1,4	0,6	0,5	1,0	2,2	1,0	1,3	1,9	1,6
2: Gobierno Gral.	51,9	19,0	8,7	13,4	23,2	2,2	1,3	2,3	2,1	2,0
Total internacional	59,2	22,5	10,3	16,4	27,1	9,8	4,3	2,2	2,7	4,7
	Chile					Colombia				
A. Corp. financieras	25,3	26,0	25,6	33,0	27,5					
J: Corp. No Finan.	4,4	9,8	10,5	8,5	8,3	0,3	0,3	0,6	0,5	0,4
2: Gobierno Gral.	4,4	6,0	11,2	20,4	10,5	21,1	25,1	23,8	29,1	24,8
Total doméstico	34,1	41,9	47,3	61,9	46,3	21,3	20,0	24,3	29,6	23,8
J: Corp. No Finan.	9,8	5,9	8,6	17,6	10,5	0,5	0,8	2,0	5,1	2,1
B: Corp. Finan.	1,9	1,3	3,5	4,7	2,9	0,5	0,1	1,4	3,4	1,3
2: Gobierno Gral.	2,7	1,8	1,9	5,0	2,8	10,7	8,0	5,8	9,5	8,5

(Continúa)

	2000-04	2005-09	2010-14	2015-20	2000-20	2000-04	2005-09	2010-14	2015-20	2000-20
Total internacional	14,5	9,0	13,9	27,3	16,2	11,7	9,0	9,2	18,0	12,0
	México					Perú				
J: Corp. No finan.	0,0	2,8	3,4	3,6	2,5	0,0	4,2	5,8	6,3	4,1
B: Corp. Finan	0,0	8,4	13,2	13,1	8,7	0,0	2,1	2,1	2,1	1,6
2: Gobierno Gral.	0,0	17,2	26,6	30,9	18,7	0,0	3,5	6,7	12,8	5,8
Total doméstico	0,0	28,4	43,3	47,7	29,8	0,0	9,7	14,6	21,3	11,4
J: Corp. No Finan.	2,3	2,1	6,2	13,3	6,0	0,2	0,4	2,7	6,7	2,5
B: Corp. Finan.	0,4	0,4	1,1	2,9	1,2	0,3	1,2	4,4	6,7	3,1
2: Gobierno Gral.	6,5	4,4	4,2	6,1	5,3	8,2	8,6	8,0	12,0	9,2
Total internacional	9,3	6,9	11,5	22,2	12,5	8,7	10,2	15,1	25,4	14,8

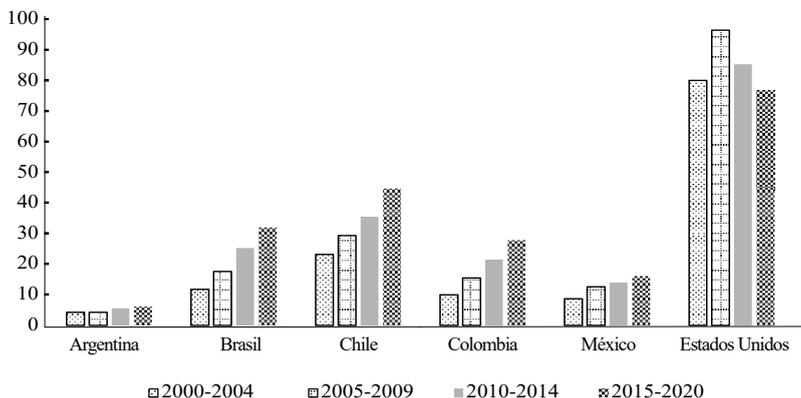
Fuente: elaboración propia con datos de Bank of International Settlements, cuadro C3

La emisión de bonos en el mercado internacional fue también relativamente reducida. Los países con mayor emisión de bonos en el mercado internacional en comparación con el mercado doméstico son Argentina y Perú. Otro elemento importante es que después del 2015 incrementaron los bonos emitidos por las corporaciones no financieras en el mercado internacional, ello fue notorio en Chile, México y Perú. Este proceso indica un cambio de estrategia de financiamiento de la gran empresa, a partir de la reversión de las políticas monetarias acomodaticias de Estados Unidos, lo cual es altamente riesgoso para sus economías, en tanto dependen del tipo de cambio y condiciones externas para mantener el dinamismo de dicho mercado.

Por último, la evolución de los créditos bancarios indica que en América Latina los créditos a la vivienda y al consumo, así como a personas físicas con actividad empresarial (sector informal) son poco significativos; por su parte, las corporaciones no financieras, con excepción de México, tuvieron mayor acceso a los créditos, aunque muy debajo del volumen de recursos que se canaliza en la economía estadounidense (véanse figuras 4a y 4b).

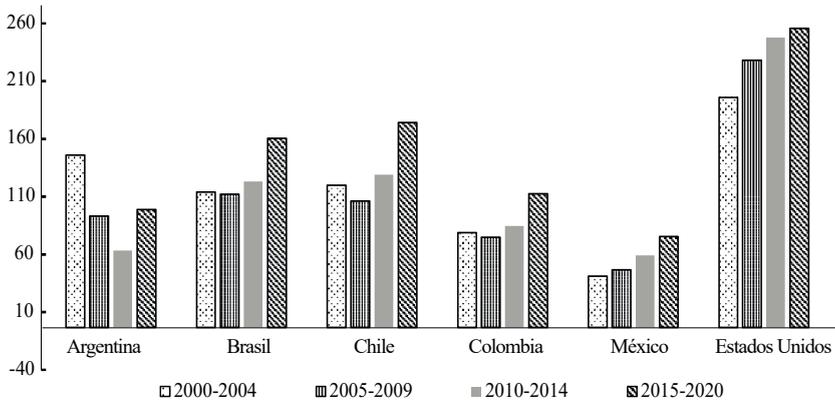
Así pues, los grandes volúmenes de entrada de inversión extranjera no lograron fortalecer el mercado de valores ni al mercado de bonos y las corporaciones no financieras multinacionales y multilatinas no fueron muy activas en los mercados financieros domésticos. Los créditos fueron relativamente reducidos, muy por debajo de los emitidos en Estados Unidos, que tiene una organización financiera basada en el mercado de capitales, que garantiza liquidez a las hojas de balance. Entonces, la globalización financiera tampoco fue funcional al crecimiento económico de los países analizados.

**Figura 4a.**  
Crédito a las familias y personas físicas con actividad empresarial



**Figura 4b.**

Crédito al sector no financiero, valor de mercado como porcentaje del PIB



Fuente: elaboración propia con información de BIS. <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>

## ¿QUÉ SIGUE?

La CFG del 2008 mostró los límites de la globalización y de la internacionalización del capital y, de manera más destacada el agotamiento del MLE y, aunque la economía estadounidense se recuperó y en el 2014 revirtió la política monetaria acomodaticia, no se resolvieron los conflictos del modelo de acumulación sustentado en la ideología neoliberal. En la segunda mitad del 2010 emergieron de nuevo los signos de agotamiento del modelo de globalización, cuyas principales expresiones fueron el Brexit y el triunfo de Trump, con la consigna *America First*, con claros signos de inestabilidad financiera en Estados Unidos durante el 2019.

La crisis sanitaria por la pandemia de coronavirus evidenció el conflicto geopolítico entre Occidente (liderado por Estados Unidos) y China, cuyo resultado ha sido la relocalización de las CGP desde China y las zonas de influencia de esa economía a los territorios próximos a las matrices de las transnacionales, especialmente de Estados Unidos. Se desplegó la “estrategia de proximidad” (*nearshoring*) para limitar la expansión china y, por esa vía, mermar su liderazgo. Habría indicios de que la hiperglobalización de las primeras dos décadas del siglo XXI se está transformando en una regionalización. Estados Unidos tiene un claro liderazgo en América Latina, con mayor influencia en Centroamérica, en tanto China tiene una gran inversión y comercio en el sur del continente. Europa está alineada a Estados Unidos; y China domina Asia, aunque aparecen fuertes disputas, al menos en Hong Kong.

Un evento adicional que profundiza el reordenamiento mundial es la guerra europea iniciada por la invasión de Rusia a Ucrania. Occidente –encabezado por Estados Unidos– apoya a Ucrania, a fin de debilitar a Rusia, que se alinea con China y podría convertirse en la fuente de suministros de materias primas y alimentos a la región asiática, mientras que Europa se debilita por su gran dependencia de energéticos y alimentos de la zona de conflicto.

El resultado de la guerra geopolítica entre China y Estados Unidos y la guerra europea definirá si Estados Unidos retiene el liderazgo mundial regresando a un mundo unipolar o si se transita a un mundo multipolar donde el poder sería compartido con China. Definitivamente la pospandemia abrió una nueva era y el mundo se encuentra en un proceso de transición, dominado por una inflación internacional acelerada en los precios de los bienes y servicios y la posibilidad de una recesión económica. Hay un regreso a la década de los sesenta, donde tuvo lugar la primera estanflación, que marcó el fin del periodo de regulación, e inició el periodo de globalización, regido por los principios de la era neoliberal.

Se advierte que la reestructuración del capitalismo mundial es acelerada por políticas monetarias restrictivas. El aumento de las tasas de interés objetivo en Estados Unidos a lo largo del 2022 tiene como objetivo ralentizar el gasto, operando como choque de demanda, para que las grandes corporaciones occidentales no pierdan su participación de mercado. Así, la política monetaria restrictiva, acompañada por la disminución de apoyos fiscales tiene como propósito fortalecer el mercado de capital estadounidense (Wall Street) y contraer el crecimiento económico, respectivamente. La apuesta de Estados Unidos es una recesión moderada que fortalezca los intereses del gran capital internacional y debilite a China, abriéndose la posibilidad de alinear a Rusia con Estados Unidos para debilitar las fuentes de materias primas y alimentos de la economía china.

América Latina y el Caribe se engarzan a la crisis de reestructuración del capitalismo global a través de dos vías; por un lado, América Central, donde destaca México, verá incrementada su participación en las CGP, a partir de la estrategia de proximidad, lo cual abre una ventana para mejorar las condiciones de inserción internacional de esos países, en especial mediante transferencias tecnológicas, si los países de la región logran negociar con las multinacionales. Por otro, América del Sur puede volverse proveedor de alimentos y materias primas a Estados Unidos y Europa y, verse obligada a mermar su comercio con China, o bien, puede optar por industrializar sus materias primas.

Esta solución no es muy funcional al desarrollo económico latinoamericano porque aumenta la concentración y la centralización del capital, con mayor concentración del ingreso y la riqueza entre países desarrollados y emergentes, al interior de cada bloque y a nivel de países, lo cual genera revueltas sociales o migraciones masivas y poco controladas hacia países con mayor desarrollo.

Un escenario diferente sería fortalecer las economías emergentes alrededor del grupo BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica), para crear un bloque alter-

nativo a los países desarrollados liderados por Estados Unidos y avanzar en sinergias tecnológicas y centros financieros vía CGP regionales, con financiamiento regional e integración de empresas locales (pymes). Se advierte que en este proceso es esencial la inserción de las economías de la región vía política pública en la actividad económica, para incrementar la productividad y los salarios. Esta opción deberá descansar sobre crecientes innovaciones tecnológicas y mayor redistribución del ingreso, asegurando que los excedentes regresen a las economías de la región y, por esa ruta, fortalecer la opción de la industrialización.

## CONCLUSIONES

La ideología neoliberal cambió radicalmente la organización del modelo de producción dominante. El modelo de ISI fue sustituido por el MLE, lo que implicó el retiro del Estado de la actividad productiva y, a su vez, el dominio de la ideología neoliberal sentó las bases de la globalización e internacionalización del capital. La libertad y los intereses individuales desplazaron la política económica organizada destinada a ampliar los niveles de bienestar común. El supuesto central de este planteamiento es que todos los agentes/países son iguales y, en ese contexto, la flexibilidad de los precios distribuye de la forma más eficiente los recursos productivos, lo cual conlleva una remuneración justa de los factores productivos.

Los pilares del modelo neoliberal fueron la maximización del valor de los accionistas y las CGP que, por un lado, activaron los mercados financieros y, por otro, a las exportaciones, que se convirtieron en la variable más dinámica del crecimiento económico. El resultado de este modelo fue un crecimiento económico muy moderado con progresivo endeudamiento, lo que benefició al gran capital, porque encontró dos caminos para incrementar sus ganancias: la inflación en el mercado financiero y el abaratamiento del costo de trabajo, cuyo mayor logro fue controlar la inflación en los bienes y servicios. La combinación de crecientes precios en el sector financiero y precios controlados en el sector productivo provocó bajos niveles de crecimiento económico. Ello dio lugar a la era de la Gran Moderación y, a la luz de la CFG del 2008 y la crisis sanitaria del 2000 pareciera que este modelo estaría agotándose.

La situación en América Latina fue más compleja porque cambiaron las formas de organización de la producción sin modificarse la histórica alianza entre los rentistas domésticos y el capital extranjero. Este último retuvo el dominio del sector productivo que se extendió al sector financiero y los terratenientes fueron sustituidos por rentistas empresariales, esto se evidenció en la especialización productiva de los países de la región. Ello implicó exportar materias primas e incluso manufactura, con bajo valor agregado, cuyo objetivo fue apropiarse de ganancias rápidas, sin asumir los riesgos de la innovación. Un reflejo de esto son los déficits estructurales de la cuenta corriente, incluida la cuenta comercial de bienes y servicios, lo que indica una fallida inserción de los países de la región al entorno internacional.

En el ámbito financiero los resultados no son mejores. El gran influjo neto de capitales hacia la región, por encima de las capacidades de absorción de las economías, complejizó las relaciones financieras, pero ello tuvo lugar al margen de los mercados financieros domésticos. Las grandes corporaciones de origen latinoamericano no operaron a través de los mercados financieros domésticos, en tanto el objetivo de su internacionalización fue la inserción en los centros financieros de los países desarrollados. Los significativos volúmenes de IED no consiguieron ensanchar ni profundizar el mercado de valores y la entrada de flujos de corto plazo no amplió significativamente el mercado de bonos porque dichos recursos se canalizaron a las reservas internacionales de los bancos centrales y fueron sujetos a operaciones de esterilización con grandes ganancias para el sector bancario (Domínguez y Levy, 2022). A este proceso se agrega una paradoja adicional que, pese al exceso de liquidez en moneda internacional en los países analizados, se incrementó la emisión de bonos en el mercado internacional de las corporaciones no financieras.

La globalización de las economías de la región pese a alcanzar altos índices de apertura no ha sido exitosa a nivel productivo y financiero, por consiguiente, este proceso se debe repensar en dos ámbitos. El primero y, más importante, es lograr una correlación de fuerzas en favor del desarrollo de las fuerzas productivas nacionales lideradas por los intereses de las clases domésticas, lo cual implica la inclusión de las clases populares. Segundo, este proceso debe modificar el comportamiento de los diferentes poderes del Estado, imponiendo al capital internacional y doméstico la necesidad de operar a través de las instituciones domésticas y romperse la posición subordinada del capital doméstico con el capital internacional.

El futuro dependerá de muchos factores, con la única certeza de que los tiempos de la hiperglobalización llegaron a su fin. Habrá globalización por regiones, sin definirse aún si el mundo regresará a la unipolaridad o se compartirá el poder mundial entre Estados Unidos y China. En cualquiera de los casos la inserción internacional de América Latina puede mejorar obteniendo mayores ventajas para la región centroamericana en la reordenación de las CGP; y el sur del continente, en el proceso de reorganizar el comercio de las materias primas, puede abrirse una etapa de industrialización. Alternativamente pueden reunificarse los países emergentes alrededor de los BRICS y crear sinergias productivas y financieras en el camino hacia la industrialización de esas economías.

## RECONOCIMIENTOS

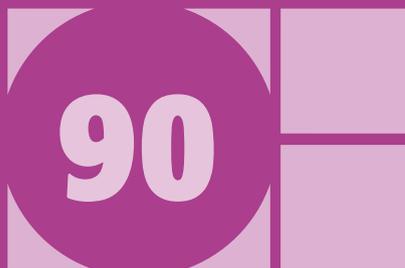
Este trabajo es producto directo del Proyecto Papiit UNAM IN 303823.

## REFERENCIAS

1. Amsden, A. (1989). *Asia's Next Giant: South Korea and Late Industrialization*. Oxford University Press.

2. Bellofiore, R., Garibaldi, F., & Halevi, J. (2010). The global crisis and the crisis of European neomercantilism. *Socialist Register*, (47), 121-140.
3. Berle, A., & Means, G. (1933). *The Modern Corporation And the Private Property*. Macmillan.
4. Berlin, I. (1969). Two concepts of liberty. En I. Berlin (Ed.), *Four Essays on Liberty* (pp. 118-172). Oxford University Press.
5. Bernanke, B. (2005). *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*. Virginia Association of Economists.
6. Chang, H.-J., & Grabel, I. (2004). *Reclaiming Development*. Zed Book.
7. Chinn, M. D., & Ito, H. (2006). What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions. *Journal of Development Economics*, 81(1), 163-192.
8. Crotty, J. (1990). Owner-management conflict and financial theories of investment instability: a critical assessment of Keynes, Tobin, and Minsky. *Journal of Post Keynesian Economics*, (12), 519-542.
9. 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.
10. Domínguez, C., & Levy, N. (2022). Política monetaria en países en desarrollo y economías abiertas: de la administración de activos a pasivos. El caso mexicano. *Economía Unam*, 19(55), 109-130.
11. Erturk, I. (2020). Shareholder and corporate financialization. En P. Mader, D. Mertens & N. Van der Zwan (Eds.), *Routledge International Handbook of Financialization* (pp. 43-54) Routledge Taylor & Francis Group.
12. Haldane, A. G. (2014). The age of asset management? Speech given at the London Business School. 4 de abril.
13. Hicks, J. (1937). Mr. Keynes and the “classics”, a suggested interpretation. *Econometrica*, 5(2), 147-215.
14. Kaldor, N. (1959). Problemas económicos de Chile. *El Trimestre Económico*, 26(102), 170-221.
15. Kalecki, M. (1977). *Ensayos escogidos sobre la dinámica capitalista 1933-1970*. Fondo de Cultura Económica.
16. Keynes, J. M. (1986). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. FCE.
17. Levy, N. (2010). Comparación del periodo de “sustitución de importaciones” y el “secundario exportador”. En G. Mántey & N. Levy (Eds.), *Cincuenta años de políticas financieras para el desarrollo en México, 1958-2008* (pp. 1-30). Plaza y Valdés.
18. Mántey, M. G. (2010). Políticas financieras en México: ¿qué hemos aprendido de 1958 a 2008? En G. Mántey & N. Levy (Eds.), *Cincuenta años de políticas financieras para el desarrollo en México, 1958-2008* (pp. 1-30). Plaza y Valdés.

19. Marini, R. M. (1972). Dialéctica de la dependencia. *Sociedad y Desarrollo*, 1(enero-marzo), 1-47. <http://biblioteca.clacso.edu.ar/ar/libros/secret/critico/marini/capitulos/04dialectica2.pdf>
20. Milberg, W. (2008). Shifting sources and uses of profits: sustaining US financialization with global value chains. *Economy and Society*, 37(3), 420-451.
21. Minsky, H. (1975). *John Maynard Keynes*. Macmillan.
22. Minsky, H. (2008). *Securitization, preface and afterword de L. R. Wray* (Policy Note). The Economic Institute.
23. Russell, E. (2008). *New Deal Banking Reforms and Keynesian Welfare Capitalism*. Routledge.
24. Sargent, T., & Wallace, N. (1975). "Rational" expectations, the optimal monetary instrument, and the optimal money supply rule. *Journal of Political Economy*, 83(2), 241-254.
25. Seccareccia, M. (2012). Financialization and the transformation of commercial banking: understanding the recent Canadian experience before and during the international financial crisis. *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(2), 277-300.
26. Stallings, B., & Studart, R. (2005). *Financiamiento para el desarrollo. América Latina desde una perspectiva comparada*. Cepal.
27. Toporowski, J. (1993). *The Economics of Financial Markets and the 1987 Crash*. Edward Elgar.
28. Toporowski, J. (2012). Overcapitalisation. En J. Toporowski & J. Michell (Eds.), *Handbook of Critical Issues in Finance* (pp. 270-273). Edward Elgar.
29. Toporowski, J. (2013). El neologismo como una innovación teórica en la economía: el caso de la financiarización. En N. Levy & T. López (Eds.), *Financiarización y modelo de acumulación. Aportes desde países en desarrollo* (pp. 31-46). Facultad de Economía, UNAM.
30. Vercelly, A. (2017). *Crisis and sustainability. The delusion of free market* Palgrave Macmillan.
31. Zysman, J. (1983). *Governments, Markets and Growth. Financial Systems and the Politics of Industrial Growth*. Cornell University Press.



# CUADERNOS DE ECONOMÍA

ISSN 0121-4772

## ARTÍCULOS

- ALEJANDRO MÁRQUEZ-VELÁZQUEZ  
Growth and the real exchange rate: The role of technology 403
- ALVARO LALANNE  
Measuring upstreamness and downstreamness based on exports 429
- KARLA FLORES-ZARUR Y WILLIAM OLVERA-LÓPEZ  
Una aplicación de juegos de señales para el análisis del intercambio de información en una cadena de suministro 465
- NOEMI LEVY ORLIK  
La globalización de capital, las crisis del siglo XXI y el rezago de América Latina: ¿qué sigue? 487
- JAVIER ROZO BONILLA Y ALEJANDRA SÁNCHEZ VÁSQUEZ  
*Greenium* en Colombia: estudio de caso del mercado de bonos verdes a partir de un modelo estructural de dos factores 517
- GERMÁN SÁNCHEZ-PÉREZ, JORGE E. SÁENZ-CASTRO Y LUZ AYDÉE HIGUERA-CÁRDENAS  
Crecimiento multisectorial colombiano, 1975-2016 549
- JOSÉ MAURICIO GIL LEÓN Y JHANCARLOS GUTIÉRREZ AYALA  
El comercio interindustrial e intraindustrial de un producto agrícola: una evaluación de la papa en Colombia, 1992-2019 573
- OMAR CASTILLO NÚÑEZ  
La respuesta de la oferta de yuca al precio en los departamentos de Córdoba y Sucre, Colombia: una regresión cointegrante, 1976-2019 603
- ELMER SÁNCHEZ DÁVILA  
The Peruvian mining boom and dutch disease. Empirical evidence from 2003 to 2020 629
- FACUNDO BARRERA INSUA Y DEBORAH NOGUERA  
Determinantes salariales intersectoriales en la Argentina: un modelo de análisis para las dinámicas desiguales del capital y el trabajo 651
- JOSÉ CARLOS ESPINOZA  
Crecimiento económico y alternancia política en México a nivel estatal 677
- JONATHAN ANDREY BARRANDEY CHAVIRA  
La disminución de la participación del trabajo en el ingreso en México, 2004-2019 695
- AMÉRICA IVONNE ZAMORA TORRES Y RENÉ AUGUSTO MARÍN-LEYVA  
Análisis econométrico de las aduanas en México: una estimación de Hausman-Taylor y Amemiya-MaCurdy 723

ISSN 0121-4772

