

4/ La Dimensión internacional de la financierización en economías subdesarrolladas

Pablo G. Bortz¹ y Annina Kaltenbrunner²

1. Introducción³

La literatura sobre las características y expresiones definitorias de los procesos de financierización, hasta ahora, se ha enfocado principalmente en sus aspectos domésticos identificados en el contexto de países desarrollados. Existen análisis detallados de los cambios en las prácticas y relaciones financieras de los agentes económicos, incluyendo el aumento en el poder relativo de los accionistas frente a los cuadros gerenciales; la mayor importancia de las ganancias de capital, pagos de dividendos e intereses como fuentes de ingresos; y el cortoplacismo y la inversión especulativa como factores influyentes en corporaciones no financieras.

Estos análisis tienen dos características llamativas. Por un lado, adoptaron un estudio amplio, pero al mismo tiempo detallado de las interacciones financieras entre diferentes sectores de una economía, como los bancos, bancos centrales, corporaciones no financieras (CNF), rentistas y hogares (por ejemplo Lapavistas, 2014). Estas características son derivadas del comportamiento típicamente observado en economías anglosajonas.

Por el otro lado, estos análisis están basados sobre desarrollos dentro de economías domésticas y sobre decisiones a escala nacional. Incluso aquellos

1 CONICET – MDE-CEED, Instituto de Altos Estudios Sociales, Universidad de San Martín. Email: pablo**bortz**@yahoo.com

2 Profesora Adjunta, Leeds University Business School, UK. Email: a.kaltenbrunner@leeds.ac.uk

3 Este capítulo está elaborado en base a los argumentos y datos presentados en Bortz y Kaltenbrunner (2018). El capítulo es una versión de dicho trabajo, modificada en distintos aspectos.

trabajos que abordan la financiarización en economías subdesarrolladas (ESs) han adoptado mayoritariamente una visión de economía cerrada y han analizado las características domésticas de la financiarización observadas en países desarrollados. Hasta el momento, muy pocos trabajos se han enfocado en la naturaleza distintivamente internacional de la financiarización en ESs.⁴ Aquellos que lo han hecho, han llamado la atención principalmente a su naturaleza cuantitativa, puntualizando el reciente auge en los flujos financieros internacionales (Tyson y McKinley, 2014; Stockhammer 2010). Sin embargo, ha habido un descuido relativo de los cambios cualitativos que han ocurrido en el sistema financiero internacional desde los años setenta, cambios que hablan acerca de la diferente integración de las ESs dentro de los mercados financieros mundiales, con repercusiones globales y domésticas. Al fin y al cabo, se puede afirmar que las finanzas internacionales nacieron alrededor de la época de las Cruzadas. ¿Es acaso el proceso de financiarización una mera cuestión de volumen?

Este capítulo trata de llenar esa brecha. Argumentamos que no sólo hemos visto procesos distintivos de financiarización doméstica, sino que también han cambiado los mercados financieros internacionales y la forma en que estos se relacionan con los agentes económicos en años recientes. Estos cambios van más allá de un simple aumento en los flujos internacionales de capital, sino que conllevan modificaciones importantes en el tipo de actores, instrumentos y dominancia de mercado en las relaciones financieras internacionales. Más aún, en línea con la creciente literatura sobre financiarización subordinada, este trabajo muestra cómo se han moldeado estos cambios y como ellos mismos han exacerbado la posición subordinada de las ESs en el sistema económico y financiero internacional, y por ende contribuido a exacerbar el desarrollo internacional desigual.

La estructura de este capítulo es la siguiente. La sección dos reseñará la literatura sobre financiarización, con el foco puesto en las ESs. La sección tres examina los cambios cuantitativos y cualitativos en los intercambios transfronterizos de las ESs, tanto en términos de actores como instrumentos. Usando estos “hechos estilizados”, la sección cuarta trata de destilar cuales son los rasgos distintivos de los procesos de financiarización en ESs, vistos desde una perspectiva internacional. Se muestra a continuación como esta financiarización internacional perpetúa la posición subordinada de las ESs en la economía internacional. La sección sexta concluye el capítulo, con algunas alternativas

4 Algunos trabajos han destacado el rol conductor de la economía internacional para el proceso de financiarización en ESs (Powell, 2013; Kaltenbrunner y Paineira, 2017). A diferencia de esta literatura, nosotros nos enfocamos en las características manifiestamente internacionales de la financiarización en ESs.

de política económica para lidiar con las relaciones financieras crecientemente complejizadas entre actores en ESs y el sistema financiero internacional.

2. Agregando “internacional” a “financierización”

Las cambiantes relaciones financieras y prácticas de los agentes económicos en el capitalismo de hoy en día, un fenómeno usualmente denominado “financiarización”, ha recibido considerable atención en los años recientes, tanto en la literatura académica como en el debate político. Los fenómenos estudiados, particularmente en países desarrollados, incluyen la tenencia creciente de activos financieros y fondeo en el mercado financiero de grandes CNFs (Orhangazi, 2008; Stockhammer, 2004); la importancia de la creación de valor para los accionistas (Lazonick y O’Sullivan, 2000); el creciente involucramiento de los hogares en relaciones predatorias de endeudamiento (Aalbers, 2008; Montgomerie, 2009; Dymski, 2010); el cambiante patrón de ingresos de los bancos, de préstamos y depósitos a tasas y comisiones (Erturk y Solari, 2007; dos Santos, 2009); el auge en el fondeo bancario a través del mercado en vez de depósitos (Lapavistas, 2009) y la financiarización de la vida cotidiana (Langley, 2008).

Fenómenos similares han sido identificados en ESs (ver Bonizzi (2013) y Karwowski y Stockhammer (2016) para reseñas). Por ejemplo, Rether (2010), Powell (2013), Akkemik y Özen (2014), y Correa et al. (2012) muestran el creciente involucramiento de las CNFs de países emergentes en los mercados financieros (internacionales). Kalinowski y Cho (2009) y Seo et al (2012) destacan la importancia de la creación de valor para accionistas en Corea del Sur. Gabor (2010) y Karacimen (2016) apuntan a la rápida integración de los hogares en ESs a los mercados de créditos a través de préstamos para consumo y/o hipotecarios. Finalmente, algunos autores han notado la modificación en el comportamiento de los bancos en ESs, que han sustituido fondeo en el mercado de capitales en lugar de depósitos de hogares (Painceira, 2011; dos Santos, 2009).

Un factor en común en toda esta literatura, a pesar de su énfasis en distintos fenómenos y visiones disciplinarias, es la noción que estos procesos tienen implicancias fundamentales para la acumulación de capital, tanto en su magnitud como en su estructura. Por ejemplo, Stockhammer (2004), Orhangazi (2008) y Demir (2009) muestran los efectos negativos de la financiarización para la inversión (privada) y la acumulación de capital. Correa et al (2012), Levy-Orlik (2012) y Powell (2013) discuten las diferentes implicancias para las compañías que tiene la financiarización, de acuerdo a su tamaño, sector y competitividad internacional. Incluso, y relacionado a estos hallazgos, se ha argumentado que las finanzas (y la financiarización) ha sido el principal catalizador para exa-

cerbar el proceso de desarrollo desigual (Sokol, 2017, Pike y Pollard, 2010). Esto es válido tanto al nivel micro como al nivel macroeconómico. Sobre el nivel micro, la financiarización tiene implicancias perjudiciales para salarios, distribución del ingreso, la provisión de servicios sociales, etcétera. A nivel meso y macroeconómico la integración diferencial y la relación con el sistema financiero exacerba los desarrollos económicos entre regiones y países (Kaltenbrunner y Paineira, 2017).

Otra característica, un tanto sorprendente, de esta literatura es su foco sobre economías nacionales tanto en lo que respecta a los motores de la financiarización como a sus manifestaciones distintivas. Christophers (2012), French et al (2011) y Montgomerie (2008) claman por un lente internacional más explícito en el análisis de la financiarización, y por mayor conjunción entre la literatura sobre financiarización y la literatura sobre globalización financiera. Los motores de la financiarización han sido mayormente localizados en desarrollos económicos nacionales, tanto en el estancamiento del capitalismo tardío, la decreciente tasa de ganancia y la consecuente retracción de la demanda (Arrighi, 1994; Brenner, 2004; Magdoff y Sweezy, 1972); o en los proyectos desregulatorios de los gobiernos que han desatado las fuerzas de las finanzas y llevado a un aumento exponencial en los mercados financieros y en los actores financieros (Aglietta y Breton 2001; Boyer, 2000; Duménil y Lévy, 2004; Orhangazi, 2008; Stockhammer, 2004).⁵ Más recientemente, en el contexto de la ESs, algunos autores apuntaron explícitamente al rol líder de la integración financiera internacional y de mercados financieros internacionales en moldear los fenómenos de financiarización en ESs (Basualdo, 2010; Becker et al., 2010; Lapavistas, 2014; Paineira, 2011; Powell, 2013). Más aún, varios de estos autores apuntan a la naturaleza subordinada de esta integración financiera y las implicancias importantes que tiene para el exacerbamiento del desarrollo desigual.

En lo que refiere a los elementos característicos de la financiarización en sí, en la literatura hay una sorprendentemente escasa discusión de los aspectos internacionales. Cuando son siquiera mencionados, se asocian frecuentemente a la globalización financiera, que es a su vez equiparada con un aumento en los flujos internacionales transfronterizos (Karwowski y Stockhammer, 2017; Stockhammer, 2010; Tyson y McKinley, 2014). Esto, sin embargo, genera preguntas acerca de la originalidad y peculiaridad del proceso. Por un lado, varios

5 Cabe mencionar como excepción los intentos recientes de la Escuela de la Monthly Review para ubicar su teoría de la financiarización dentro del contexto de la internacionalización de la acumulación. Aquí, los excedentes económicos de los oligopolios internacionales encuentran un destino en países emergentes a través de su integración en la producción capitalista de un ejército de *reserve global* (Powell, 2013).

autores argumentaron que nos encontramos en una segunda o incluso tercera ola de globalización (por ejemplo Hirst et al., 2009). Por el otro lado, tratar a la financiarización internacional como una mera dimensión cuantitativa equivale a ignorar los cruciales cambios cuantitativos en los mercados financieros enfatizados por la literatura sobre financiarización. De hecho, la financierización va mucho más allá de un mero aumento en las operaciones financieras, implicando importantes cambios en la forma en que operan las finanzas y en como los agentes se relacionan a ellas. Algunos estudios usan explícitamente el término “financiarización internacional” (Bonizzi, 2017; García-Arias, 2015; Kaltenbrunner, 2010). Para Kaltenbrunner, ésta se refiere al aumento en el volumen de negocios de corto plazo en los mercados financieros internacionales. Bonizzi (2017) discute las fuerzas del “Keynesianismo privatizado” que empujó a inversores internacionales (institucionales) hacia ESs. Este artículo contribuye a esta literatura al presentar un análisis más sistemático de los aspectos internacionales de la financiarización en las ESs.⁶

3. Describiendo la financiarización internacional

El aumento cuantitativo en los activos y pasivos externos de las ESs está extensamente documentado, así como su reflejo en los flujos financieros globales (ver por ejemplo Akyüz, 2014; UNCTAD, 2015). De acuerdo con las Estadísticas de Balanza de Pagos del FMI,⁷ entre el 2008 y el 2015 los activos externos de las ESs aumentaron un 56,7%, mientras que los pasivos externos aumentaron un 70,7% (comparado a un aumento en las economías desarrolladas del 23 y 22%, respectivamente). La tabla 1 muestra el aumento tanto en las entradas de capital (por parte de no-residentes) como en las salidas (por parte de residentes) hacia y desde ESs, como porcentaje del PBI. La tabla muestra que las entradas y salidas de capital crecieron de un 3,52 y 2,22% PBI en 1976-85 hasta más del 6 y casi 8% respectivamente en 2006-2015. Además, muestra los importantes cambios estructurales en la composición de esos flujos.

6 Nuestro análisis de estos cambios cualitativos en la relación entre las ESs y los mercados financieros internacionales genera la pregunta acerca de cómo se relacionan estos cambios con los fenómenos domésticos de la financiarización, o sea la economía política de la financiarización internacional. Kaltenbrunner y Paineira (2017) dieron un primer paso en esta dirección al mostrar como la cambiante naturaleza de la integración financiera de Brasil incentivó la financiarización de hogares, bancos y CNFs. Es necesario más investigación sobre los canales concretos de esta transmisión.

7 La tabla 1 fue construida con datos de esta página: <<http://data.imf.org/regular.aspx?key=60961513>>.

Tabla 1: Entradas y salidas hacia/desde economías en desarrollo y en transición (Porcentaje del PBI)

	1976-1985	1986-1995	1996-2005	2006-2015
Entradas de Capital	3.52	3.11	3.90	6.13
Pasivos de IED	0.56	1.08	2.86	3.68
Pasivos de cartera	0.15	0.88	1.02	1.08
Pas. Deriv. Fin.	0.00	-0.01	-0.17	-0.65
Pas. Otras Inv.	2.81	1.16	0.19	2.02
Salidas de Capital	2.22	1.47	5.04	7.84
Activos de IED	0.04	0.20	0.75	1.51
Act. de cartera	0.37	0.18	1.03	0.29
Act. Deriv. Fin.	0.00	-0.01	-0.23	0.91
Act. Otras Inv.	1.25	0.24	1.25	2.76
Cambios en reservas	0.57	0.86	2.24	5.41

Fuente: Elaboración de los autores basados en las Estadísticas de Balanza de Pagos del FMI.

En primer lugar, ha habido un aumento relativo en los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED), tanto en entradas como en salidas, particularmente de países latinoamericanos y asiáticos, con destino a países desarrollados y otras ESs (UNCTAD, 2014). Aunque parecen reflejar un aumento en los flujos de capitales de largo plazo, estos números deben ser tomados con cuidado.⁸ Andreff (2015) muestra el papel sustancial de paraísos fiscales como estaciones intermedias en las salidas de IED desde los países del “BRIC”, tanto en rutas “round-tripping” (particularmente para las salidas de IED chinas y rusas) como “trans-tripping” (IED brasileras e indias).⁹

En segundo término, en relación al componente de deuda de los flujos de capitales, ha habido un notorio aumento en los flujos de deuda de cartera en

8 Una aclaración a tener en cuenta es que las entradas de IED incluyen ganancias retenidas de compañías extranjeras. Los números de IED también incluyen adquisiciones de cartera que superan el límite del 10% de propiedad, una barrera baja para firmas pequeñas de ESs.

9 Un ejemplo de IED *round-tripping* sería, digamos, una compañía china comprando otra empresa extranjera, para luego reinvertir el mismo capital devuelta en China. *Trans-tripping* se refiere a una empresa comprando una compañía extranjera para luego reinvertir en un tercer país.

relación a los préstamos bancarios (aunque estos últimos aun representan la mayor parte de la deuda externa de ESs) (Avdjiev et al, 2014; Bortz, 2016; Chui et al, 2016).¹⁰ En términos generales, Kaltenbrunner y Paineira (2015) muestran que los inversores externos están más expuestos a un conjunto cada vez más complejo de activos de ESs denominados en moneda doméstica, como acciones, derivados locales y monedas, como en el notorio fenómeno de “carry-trade”.¹¹ Estos activos han sido relativamente de corto plazo, sujetos a compraventa y expectativas de ganancias de capital de largo plazo, más que en inversiones de largo.

De hecho, las transacciones en los activos internacionales más líquidos (o sea, las monedas) aumentaron a tasas exponenciales. Si bien el dólar todavía retiene su posición predominante, participando en 88% de todas las transacciones, muchas monedas de ESs han aumentado su participación en las transacciones de monedas. La tabla 2 refleja estos desarrollos y muestra la naturaleza financiera de este auge, usando datos del BIP y de UNCTAD. Los datos muestran que el intercambio de monedas de ESs creció mucho más que la magnitud implicada por la evolución de su participación en el comercio global de bienes y servicios.

Tabla 2: Participación en el mercado de monedas relativa a participación en comercio externo

	1998	2001	2004	2007	2010	2013
Brasil	100	207	106	141	213	353
Chile	100	235	133	88	140	291
Colombia	NA	100	134	169	267	246
Corea	100	529	662	681	812	603
Filipinas	NA	100	117	431	640	551
India	100	216	241	389	392	375
Indonesia	100	64	170	177	197	222

10 Más recientemente, los préstamos bancarios transfronterizos se redujeron a causa de cambios regulatorios, principalmente en Europa. (Rodrigues Bastos et al., 2015).

11 “Carry trade” se refiere al acto de endeudarse en una moneda (usualmente el dólar estadounidense) e invertir en algún activo financiero de corto plazo en una ESs para ganar el diferencial de tasas de interés, esperando movimientos favorables en el tipo de cambio para multiplicar la rentabilidad en dólares. Los riesgos se relacionan con efectos retroalimentadores sobre el tipo de cambio, la madurez de corto plazo de las inversiones, los riesgos de renovación y el eventual impacto de fugas significativas de capital, que pueden absorber reservas internacionales tan necesarias en tiempos de estrés.

Malasia	100	179	131	358	748	1218
México	100	152	256	321	310	606
Rusia	100	98	147	138	160	263
Sudáfrica	100	253	177	211	158	288
Tailandia	100	103	134	125	108	177
Turquía	NA	100	247	400	1666	2774

Fuente: Elaboración propia en base a Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Markets del BIP, y en la base de datos de UNCTAD. Índice base 1998=100, excepto para Colombia, Filipinas y Turquía.

Del otro lado, los tradicionales inversores en ESs (como bancos y fondos especiales) han sido acompañados de un amplio espectro de nuevos actores, incluyendo inversores institucionales (fondos mutuales, de pensión y de seguros) y nuevos tipos de inversores de fondos mutuales como fondos de inversión cotizados y fondos de cobertura (Aron et al, 2010; Jones, 2012; Yuk, 2012). Dado el gran tamaño de estos inversores financieros, siquiera un pequeño rediseño en la composición de sus carteras puede tener un impacto sustancial sobre los flujos de capitales a ESs, en relación a sus tamaños. Más aún, estos actores diferentes tienen diversas estrategias de inversión y patrones de fondeo, aumentando sustancialmente la complejidad de las inversiones foráneas.

Adicionalmente al mayor espectro de inversores financieros internacionales involucrados en un conjunto cada vez más complejo de activos en monedas domésticas, la financiarización internacional de las ESs también se caracterizó por el mayor involucramiento de los actores económicos domésticos en los mercados financieros internacionales. En particular, las CNFs de ESs han aumentado significativamente su exposición financiera (internacional), principalmente en moneda extranjera (usualmente el dólar) y a través de emisiones de bonos de subsidiarias en el exterior (derivando parte de los fondos obtenidos a sus casas matrices) (Tarashev et al., 2016: 7). Si bien esto está parcialmente relacionado a sus estrategias de internacionalización (ver arriba el argumento sobre la IED), gran parte de estos fondos han sido obtenidos a fin de involucrarse en especulación financiera en sus mercados domésticos, por ejemplo en derivados locales (Bruno y Shin, 2015; Chung et al., 2014). El resultado ha sido un sustancial aumento en tenencias de activos financieros de corto plazo, similar a lo observado en CNFs de países avanzados.

En lo referido a las operaciones internacionales de instituciones financieras de ESs, la tabla 1 muestra el aumento en los activos de “otras inversiones”

(principalmente préstamos bancarios y depósitos) desde 2003. Los bancos de ESs se han expandido internacionalmente, en parte para acompañar el aumento en las salidas de IED, en parte ofreciendo a sus clientes domésticos ricos nuevas oportunidades de inversión en el exterior, y en parte por su propia cuenta (WEF, 2012: 47-54). Pero el componente más dinámico de salidas de capitales en los últimos 20 años han sido las acumulaciones de reservas por parte de los bancos centrales. Entre los motivos para dicha política están los deseos de evitar amplias fluctuaciones en el tipo de cambio nominal (Bar-Ilan y Marion, 2009) y la percepción de la necesidad de aumentar los acervos de activos internacionales líquidos como medida preventiva ante eventuales ataques especulativos (Bastourre et al., 2009; Ghosh et al., 2012; Paineira, 2012; UNCTAD, 2015).¹² Fuertes entradas de corto plazo, sin (o con mínimos) controles de capital, exponen a las ESs a corridas hacia las principales monedas internacionales. En ese sentido, la acumulación de reservas refleja la naturaleza subordinada y dependiente de la financiarización internacional en ESs. Ese es el tema de la próxima sección.

4. Implicancias de subordinación financiera y monetaria

La subordinación financiera tiene implicancias importantes. En primer lugar, si bien los flujos de capital están crecientemente denominados en moneda doméstica (reduciendo el ‘pecado original’, ver Eichengreen et al., 2003), dichos flujos fueron muy volátiles, y predominantemente determinados por la política monetaria de Estados Unidos y las percepciones globales de riesgo (ver Ahmed y Zlate, 2013; Kaltenbrunner y Paineira, 2015, entre otros). Esto se debe a la creciente presencia de bancos extranjeros y otros inversores no-bancarios en los mercados financieros de ESs. La mayor participación de inversores externos en activos de ESs significó que cualquier cambio en las condiciones de financiamiento en sus casas matrices, o un endurecimiento de las percepciones de riesgo puede tener un impacto directo no solo en los precios de los activos domésticos, sino también en sus tipos de cambio y/o sus reservas, transmitiendo los choques a la economía doméstica. Esta volatilidad está potenciada por el hecho de que no se aumentó la deuda pública externa de las ESs, y que muchos de estos flujos estuvieron atraídos por expectativas de ganancias de capital y cambiarias, lo que las vuelve muy susceptibles a cambios en los retornos esperados y las primas de riesgo. En línea con el capítulo 12 de la *Teoría General*, estas expectativas

12 La política de acumulación de reservas ha sido atacada por Bibow (2011) y Patnaik (2007), entre otros. Bortz (2016) y Bussière et al. (2015) proveen evidencia y argumentos a su favor.

(formadas bajo incertidumbre radical) están principalmente determinadas por factores (inter)subjetivos como convenciones sociales, “caprichos y novedades” que pueden dar lugar a cambios significativos en los precios de los activos, sin relación alguna a las condiciones económicas domésticas.

Dada la menor posición en la jerarquía internacional de divisas, los inversores son reacios a comprometer fondos de largo plazo en activos de ESs. Además, grandes proporciones de esas inversiones siguen siendo financiadas en monedas de países avanzados (principalmente el dólar estadounidense). Esto significa que cualquier cambio en el mercado internacional y en las condiciones de financiamiento pueden dar lugar a una reversión de los flujos de capitales, independientemente de las condiciones en las ESs. Con mercados y actores financieros integrados a los mercados internacionales, la ‘frontera financiera’ entre el mercado doméstico y el externo es cada vez más porosa, por lo que el aislamiento no es factible.¹³ En el caso de inversiones en moneda doméstica por parte de inversores internacionales, el consiguiente descalce de monedas en sus hojas de balance aumenta la sensibilidad de sus inversiones a cambios (esperados) en los tipos de cambio, contribuyendo aún más a la volatilidad de los flujos de capitales.

En segundo lugar, y relacionado al primero, su posición inferior en la jerarquía internacional de divisas y la posición dominante del dólar fuerza las ESs a ofrecer mayores tasas de interés. Esto, ligado a la sustancial volatilidad cambiaria, convierte a los activos y monedas de las ESs en blancos predilectos para operaciones inestables de *carry-trade*, tanto por inversores internacionales como domésticos. Como se dijera previamente, altas tasas de interés junto con laxas condiciones de crédito en mercados internacionales y menores percepciones de riesgo, estimulan a grandes CNFs a endeudarse afuera por vía de títulos denominados en dólares para involucrarse en actividades especulativas de *carry-trade*, con su impacto en las condiciones financieras en ESs, lo que puede ser denominado una ‘enfermedad financiera holandesa’ (Bortz, 2016; Botta et al., 2014).

En contraste, divisas en el tope de la jerarquía pueden permitirse mantener bajas tasas de interés, particularmente en tiempos de crisis. Aunque en principio esas tasas más bajas podrían estimular la inversión y el crecimiento, puede que no sea el caso si no van acompañadas de un conjunto de políticas más amplio. En este caso, con baja demanda y bajos retornos en sus países de origen, los capitales financieros se mueven a ESs, como lo hicieron con posterioridad a la

13 La apelación de Keynes a que ‘las finanzas sean primariamente nacionales’ (1933/1982: 236) es más difícil de lograr en estas condiciones.

crisis financiera global. El limitado tamaño de los mercados de capital de las ESs hace que estas entradas se comporten como un ‘pez grande en un estanque pequeño’ (Haldane, 2011). Al mismo tiempo, mientras reciben capital, las ESs pueden tener la presión para mantener sus tasas por dos motivos. Primero, una relajación monetaria doméstica (o un endurecimiento de las condiciones internacionales) puede disparar salidas proporcionales a (o mayores que) las entradas que reciben. En segundo lugar, grandes depreciaciones reducen el valor de sus activos domésticos, bajando su posición relativa en la jerarquía y facilitando la adquisición de activos domésticos (como compañías) por parte del capital extranjero. Esta es otra expresión de la jerarquía de monedas que constriñe a los gobiernos de ESs.

El tercer punto para notar, como se mencionó anteriormente, es que las CNF de ESs han replicado las prácticas de CNF de países avanzados cuando aumentaban su endeudamiento externo. Sin embargo, en contraste con países desarrollados que tienen mercados domésticos de capital relativamente grandes y líquidos, este endeudamiento tuvo lugar en centros financieros ‘off-shore’ y en moneda externa. Esto expone a estas compañías no solo a riesgos cambiarios sustanciales sino también a las reglas y regulaciones de los mercados financieros internacionales. El hecho de que este endeudamiento haya sido (parcialmente) obtenido a través de filiales en el exterior no atenúa la obligación de la casa matriz en cuanto al repago de la deuda.

Finalmente, cabe notar que ha habido una amplia acumulación de reservas de efectivo, tanto por parte de actores privados como bancos centrales. Mientras que las tenencias de efectivo en los países desarrollados estuvieron motivadas por el intento de generar ganancias financieras y satisfacer las presiones de los accionistas, una motivación importante en las ESs ha sido la defensa contra la incertidumbre macroeconómica (Akkemik y Özen, 2014). La necesidad de protegerse de volatilidad macroeconómica y (principalmente) cambiaria ha sido también un factor importante del creciente involucramiento de las CNFs en los mercados de derivados¹⁴ (Farhi y Borghi, 2009).¹⁵

14 De acuerdo a datos del Banco Internacional de Pagos, el volumen diario promedio transado en los mercados de derivados de 33 ESs sumó un 300% entre abril de 2001 y abril de 2010, alcanzando los 1,2 billones de dólares (6,2% del PBI). Esto se compara a unos 12,8 billones en las economías avanzadas (36% del PBI) (Mihaljek y Packer, 2010).

15 Aunque los factores ‘externos’ han sido muy importantes para las ESs, cabe notar que las manifestaciones precisas de los fenómenos de financiarización observados han sido moldeadas fundamentalmente por las condiciones históricas e institucionales

5. Subordinación y desarrollo desigual

La posición global de las ESs no solo sirvió para moldear las experiencias de financiarización de esos países. Las características de la financiarización internacional contribuyeron, al mismo tiempo, a reforzar esta subordinación y consecuentemente a profundizar la divergencia del desarrollo. La volatilidad de los precios de activos domésticos y de variables macroeconómicas claves, como el tipo de cambio y la tasa de interés, pesan mucho en las decisiones de inversión productivas. Más aún, las características de los patrones de comportamiento del tipo de cambio en monedas usadas para *carry-trade* (con períodos sostenidos de apreciación seguidos por abruptas depreciaciones) tienen un efecto negativo, primero sobre la competitividad y luego sobre balances vulnerables si los movimientos son grandes e inesperados (las propias vulnerabilidades de los balances siendo ellas mismas las resultantes del período precedente de apreciación, como consecuencia de riesgo moral y posiciones cambiarias especulativas).

De modo similar, y análogamente al argumento para países desarrollados, el creciente apalancamiento y las grandes tenencias de efectivo e inversiones en activos financieros de CNFs en ESs pueden desviar fondos de inversiones productivas reales (Demir, 2008, 2009). El hecho de que el *número* de prestatarios no haya aumentado (aunque sí los montos obtenidos) no afecta la validez de este argumento (IMF, 2015). Las CNFs que se endeudan en el exterior son grandes compañías que representan una proporción sustancial de la inversión productiva en sus economías domésticas, es decir, son sistémicamente importantes a escala nacional. Cualquier revés en las condiciones financieras externas tiene ahora un nuevo canal de transmisión a la economía doméstica al influenciar las decisiones de inversión de grandes CNFs. De hecho, en los últimos años se han deteriorado los indicadores de solvencia, exposición cambiaria y de rentabilidad de CNFs que se endeudan en el exterior (ibid.: 91-92). Y al igual que la pila de efectivo de CNFs dedicada a inversión especulativa, las masivas acumulaciones de reservas de los bancos centrales de ESs representan una gran fuente de recursos ‘improductivos’ invertidos en Letras del Tesoro de EE.UU. en vez de en oportunidades de inversión doméstica (Cruz y Walters, 2008).

Más aún, la financiarización no solo impacta sobre el nivel de la inversión productiva, sino también sobre su estructura, y por consiguiente sobre la

específicas de cada país. También es importante resaltar el rol de los capitals de ESs que quisieron aprovechar este procesos de financiarización e internacionalización.

distribución del ingreso.¹⁶ El auge de sectores como la explotación de recursos naturales, construcción, finanzas y bienes raíces (sectores donde se han endeudado en el exterior grandes compañías privadas de ESs) ha llevado a una desindustrialización prematura (Benigno et al., 2015; Bortz, 2017) y a caídas en la participación asalariada en muchas ESs (Furceri y Loungani, 2015). Esto es la otra cara de la ‘enfermedad holandesa financiera’.

Además de las implicancias para la economía ‘real’, se puede argumentar que la financierización internacional también cementa la jerarquía internacional de monedas existente y la posición subordinada de las ESs en ella (Braga, 1998, Tavares, 1985). Mientras que el rol del dólar estadounidense como la más importante moneda de fondeo le da una sustancial estabilidad en su valor, es el caso opuesto para monedas de inversión financierizadas que enfrentan presiones depreciatorias latentes y la gran y abrupta pérdida de valor potencial durante períodos de agitación en los mercados (Kaltenbrunner, 2015).¹⁷ Estas presiones latentes hacen que los inversores (internacionales) sean reticentes a comprometer fondos de largo plazo en esas monedas o incluso a usarlas como moneda de fondeo, consolidando sus posiciones subordinadas en la jerarquía monetaria internacional.

6. Principios, ejes y medidas de política económica

Este capítulo argumenta que, en contraposición a la mayoría de las discusiones en la literatura, los aspectos internacionales de la financierización son mayores que un mero aumento en los flujos internacionales de capital; más bien, la financierización internacional está caracterizada por cambios cualitativos distintivos en la relación de los agentes económicos con los mercados financieros internacionales. Más aún, en el caso de las ESs, afirmamos que estos cambios cualitativos no son simplemente olas de innovaciones financieras que arrasan con las ESs, sino que son moldeados fundamentalmente por la posición subordinada de las

16 La estructura productiva cambia debido al auge de sectores no-transables ligados al crecimiento de las finanzas (construcción, servicios financieros, etcétera) e inversiones ligadas a *commodities*. La distribución del ingreso cambia debido al aumento en los precios de activos (inmobiliarios, activos financieros), la caída en la producción industrial, y el cambio en el poder de negociación de los trabajadores, que deprime el crecimiento de los salarios.

17 Esta es una de las principales razones por las cuales los residentes ricos de ESs invierten en mercados financieros avanzados: pueden tomar ventajas de las abruptas depreciaciones de la moneda. La integración financiera provee nuevos instrumentos para canalizar esta fuga de capitales.

ESs en el sistema monetario internacional. Debido a ello, el impacto de estos cambios cualitativos es más intenso, más volátil y, frecuentemente, totalmente independiente de las condiciones económicas domésticas. La pregunta que queda por formular es qué pueden hacer las ESs para afrontar esta nueva realidad de los mercados financieros internacionales y la subordinación monetaria. Minsky (1975) definía una economía como una relación de hojas de balance. ¿Cuáles son las implicancias de política cuando más y más de estas relaciones son con entidades/instituciones/individuos extranjeros (Bonizzi, 2017)? ¿Cuáles son los desafíos e instrumentos disponibles para los gobiernos cuando se complejizan cada vez más los canales a través de los cuales se desarrollan estas relaciones?

Esta sección postula unos principios que deberían guiar la respuesta de la política económica ante los impactos de la financiarización internacional. Asimismo, los instrumentos y medidas específicas recomendadas en este trabajo son agrupados en ejes específicos de acuerdo a la dimensión que a la que se vinculan (frente financiero internacional, doméstico, y política macroeconómica más extendida).

Los cambios ocurridos en los últimos tiempos, caracterizados como parte del proceso de financiarización internacional, pueden ser someramente resumidos como la creciente complejización de la interacción entre los agentes económicos domésticos y los mercados financieros de capitales, con nuevos actores y nuevos instrumentos. En este marco, las autoridades deberían seguir ciertos criterios o principios como marco de encuadre a la hora de delinear las respuestas de política.

Enfoque holístico: la integración de nuevos actores económicos a los mercados financieros internacionales implica que medidas tradicionales de exposición cambiaria (como deuda pública externa o crédito denominado en moneda extranjera) no son suficientes. Hay nuevos prestatarios (hogares, firmas) e inversores financieros (fondos de pensión, de cobertura) que afrontan descalce de monedas. Hay una multiplicidad de nuevas interacciones que debe ser tenida en cuenta a la hora de evaluar los impactos de las distintas medidas. Una visión holística de todos los sectores es tan importante como una mirada a hojas de balance sectoriales (Al-Saffar et al., 2013).

Enfoque integral: Las nuevas modalidades de inserción internacional, particularmente de CNFs, pone en discusión las medidas tradicionales de balances agregados de un país como indicadores de fragilidad financiera. Un ejemplo se refiere al endeudamiento externo privado. Los registros usuales bajo el criterio de residencia pueden omitir uno de los procesos característicos mencionados previamente, el endeudamiento de las subsidiarias extranjeras de CNFs de

ESs. Un abordaje en términos de nacionalidad puede ayudar a evaluar mejor los riesgos potenciales para la economía (Chui et al 2016). De forma más general, es importante una mirada a las actividades de los agentes *más allá* de las fronteras nacionales.

Enfoque específico: si bien puede resultar obvio, igual hay que señalar necesidad de atender a los desarrollos específicos de ciertos actores, sectores e instrumentos y la lógica que los guía. De igual modo, el análisis debe incluir el peso que ciertos agentes tienen de por sí, las compañías sistemáticamente importantes a nivel nacional.

Enfoque dinámico: las incesantes innovaciones financieras, y la probada habilidad de los mercados financieros para desarrollar productos que saltan las barreras impuestas por las autoridades refuerzan la necesidad de adoptar un enfoque dinámico a la hora de diseñar e implementar las medidas requeridas. No nos referimos solamente a la adopción de políticas contracíclicas, o que se apliquen según la situación del ciclo económico. También es importante una revisión y actualización de las mismas según los distintos desarrollos que se susciten en los mercados internacionales (Gabel 2012).

Con este marco como guía, los gobiernos de ESs tienen distintos instrumentos a su disposición para lidiar, atenuar y/o revertir los impactos de la financiarización internacional. Para facilitar la exposición hemos decidido agruparlos en tres ejes arbitrarios, sin negar el posible solapamiento entre los mismos, en línea con los principios de holismo e integralidad definidos anteriormente. Esta enumeración tampoco pretende ser exhaustiva, habiendo muchas otras medidas que se pueden (y en ciertos casos deben) implementar de forma complementaria a las aquí mencionadas.

El aspecto más inmediato que deberían abordar las autoridades al lidiar con la financiarización internacional se refiere justamente al plano del financiamiento externo. Los controles de capital son usualmente propuestos para frenar las entradas masivas y las salidas abruptas de capitales financieros, otorgando mayor espacio de política para los gobiernos de ESs. Sin embargo, como dijimos, los mercados financieros permanentemente tratan de saltar dichas barreras, volviéndolas ineficientes, y a veces inefectivas. Esto no significa, sin embargo, que los controles de capital no deban jugar ningún rol significativo. Por el contrario, la evidencia indica que pueden resultar de suma importancia, particularmente cuando están orientados a objetivos específicos. Desincentivar flujos de capitales específicos (como flujos de cartera, ver Ahmed y Zlate, 2013; Korinek, 2018); atenuar el impacto de las entradas sobre sectores particulares (Jara y Olaberría, 2013) y orientar los flujos hacia activos de más largo plazo

(Baumann y Gallagher, 2012), son todos objetivos valiosos y factibles bajo un diseño apropiado de las medidas.

Una medida plausible en ese sentido puede ser la implementación de un impuesto reembolsable sobre el endeudamiento privado externo. Por ejemplo, CNFs (y sus afiliadas) que se endeuden en mercados internacionales, deberían pagar una tasa que se reembolsaría si prueban que los fondos obtenidos fueron usados para expandir la capacidad productiva, idealmente para impulsar las exportaciones. La refinanciación de deuda doméstica a través del endeudamiento externo debería estar severamente penalizada, aún si se realizase en mejores condiciones de costos y madurez. De igual modo, la deuda pública de carácter externo tiene que estar primordialmente destinada a financiar proyectos prioritarios (como ser de infraestructura) que requieran importaciones sustanciales.

Más aún, el riesgo de volatilidad cambiaria y de capitales permanece aun cuando los nacionales de ESs denominan su deuda externa en moneda doméstica, con el riesgo trasladado al inversor externo. Por ende, a fin de evitar el riesgo de fondeo de estas operaciones (y para estimular el fondeo en monedas y mercados de ESs) sugerimos implementar este impuesto incluso sobre las operaciones de inversores extranjeros operando en mercados financieros de ESs.

La adopción de líneas de swaps con países centrales cuyos bancos privados actúen en los mercados financieros de ESs también podría ser una línea interesante para explorar, siendo que ya se implementaron en distintos países durante la crisis del 2008 (UNCTAD, 2015: 67-70).

Las actividades de los bancos extranjeros en los mercados domésticos afectan lógicamente al plano financiero doméstico, aún con implicancias sobre el frente externo. Las prácticas bancarias transfronterizas plantean fuertes desafíos. El enfoque del marco regulatorio internacional de Basilea III que se impuso sobre ESs (sin tener en cuenta sus características específicas, ver al respecto UNCTAD, 2015, capítulo 4) desincentiva la expansión del crédito para propósitos productivos, al requerir mayor capital para préstamos y proyectos supuestamente más riesgosos. Sin embargo, Basilea III le da a las ESs cierto espacio para lidiar con una de las mencionadas características del proceso de financiarización: justamente la presencia de bancos internacionales, no solo vía préstamos de sus casas matrices, sino también a través de las actividades de sus subsidiarias. Regular la relación entre estas filiales y sus casas matrices reduciría la exposición de ESs a shocks internacionales de liquidez.

Otro aspecto a mencionar se refiere al préstamo doméstico en moneda extranjera. El mismo solo debería estar disponible para prestatarios con ingresos en esa moneda, o sea, exportadores. Los importadores deberían buscar formas alternativas de obtener divisas, salvo en el caso de importaciones específicas

necesarias para objetivos de políticas de desarrollo. Demás está decir que el crédito en moneda extranjera a hogares y otros agentes que no tengan ingresos por divisas debería estar prohibido o severamente penalizado. Esta medida, que limita las posibilidades de los bancos de expandir sus *activos* en moneda externa, desincentivará la expansión de sus *pasivos* en la misma moneda. De igual modo, la adopción de políticas macroprudenciales debería reforzar la solidez de los activos del sector financiero, sin resentir las posibilidades de financiamiento para la economía doméstica.

La eventual falta de crédito privado puede ser solucionada en el plano doméstico vía el crédito público. La idea primaria sería cubrir con la expansión de la banca pública las eventuales restricciones al financiamiento de sectores productivos que puedan surgir de la implementación de restricciones al endeudamiento externo. Esto se puede lograr tanto vía bancos especializados (bancos de desarrollo, industriales, agrícolas, etcétera) como a través de créditos del gobierno. También se pueden implementar políticas de segmentación de tasas para sectores o propósitos específicos. Un ejemplo importante podría ser una fuerte presencia de bancos públicos en el mercado del crédito hipotecario, junto con proyectos significativos de construcción de viviendas por parte del Estado.

De igual forma, es importante desarrollar instrumentos de ahorro en moneda doméstica que resulten atractivos para los inversores nacionales, a fin de contrarrestar la fuga de capitales. Estas medidas referidas a la *composición de la cartera de los ahorristas* no deben ser confundidas con medidas de impulso directo al ahorro, el cual está determinado principalmente por los niveles de inversión, actividad, y por la distribución del ingreso.

Finalmente, dado que el concepto de apalancamiento es *relativo* ya que hace referencia a un cociente, es clave que las autoridades se enfoquen no sólo en la dinámica del endeudamiento de los distintos sectores, sino también en la evolución de sus ingresos. Una política de sostenimiento de la actividad y el empleo, por ejemplo vía la política fiscal, es muy importante a fin de robustecer la solidez de los balances de firmas y hogares y robustecer las posibilidades de crecimiento en momentos de tensión cambiaria (Bortz y Zeolla, 2017).

Referencias bibliográficas

- AALBERS, M.B. (2008) “The Financialization of Home and the Mortgage Market Crisis”. *Competition & Change*, 12 (2), 148-166.
- AGLIETTA, M. y BRETON, R. (2001) “Financial Systems, Corporate Control and Capital Accumulation”. *Economy and Society*, 30 (4), 433-66.

- AHMED, S. y ZLATE, A. (2013) “Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?” *International Finance Discussion Papers* n° 1081. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve.
- AKKEMIK, K.A. y ÖZEN, S. (2014) “Macroeconomic and Institutional Determinants of Financialisation of Non-financial Firms: Case Study of Turkey”. *Socio-Economic Review*, 12 (1), 71-98.
- AKYÜZ, Y. (2014) “Internationalization of Finance and Changing Vulnerabilities in Emerging and Developing Economies”. *Discussion Paper* n° 217. Ginebra: UNCTAD.
- AL-SAFFAR, Y.; RIDINGER, W. y WHITAKER, S. (2013) “The Role of External Balance Sheets in the Financial Crises”. *Financial Stability Paper* n° 24. Londres: Bank of England.
- ANDREFF, W. (2015) “Outward Foreign Direct Investment from BRIC Countries: Comparing Strategies of Brazilian, Russian, Indian and Chinese Multinational Companies”. *The European Journal of Comparative Economics*, 12 (2), 79-131.
- ARON, J.; LEAPE, J. y THOMAS, L. (2010) “Portfolio and Capital Markets in South Africa”. Trabajo presentado en la Conferencia CSAE 2010, Economic Development in Africa, Oxford (21-23 de marzo).
- ARRIGHI, G. (1994) *The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of our Times*. London: Verso.
- AVDJIEV, S.; CHUI, M. y SHIN, H.S. (2014) “Non-financial Corporations from Emerging Market Economies and Capital Inflows”. *BIS Quarterly Review*. December, 67-77.
- BAR-ILAN, A. y MARION, N. (2009) “A Macroeconomic Perspective on Reserve Accumulation”. *Review of International Economics*, 17 (4), 802-823.
- BASTOURRE, D.; CARRERA, J. y IBARLUCÍA, J. (2009) “What Is Driving Reserve Accumulation”. *Review of International Economics*, 17 (4), 861-77.
- BASUALDO, E. (2010) *Estudios de Historia Económica Argentina*. Buenos Aires: Editorial Siglo XXI.
- BAUMANN, B. y GALLAGHER, K. (2012) “Navigating Capital Flows in Brazil and Chile”. *Initiative for Policy Dialogue Working Paper Series*. New York: Columbia University.
- BECKER, J.; JÄGER, J.; LEUBOLT, B. y WEISSENBACHER, R. (2010) “Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective”. *Competition & Change*, 14 (3-4), 225-247.

- BENIGNO, G.; CONVERSE, N. y FORNARO, L. (2015) “Large Capital Inflows, Sectoral Allocation, and Economic Performance”. *International Financial Discussion Paper* n° 1132. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve.
- BIBOW, J. (2011) “Permanent and Selective Capital Account Management Regimes as an Alternative to Self-insurance Strategies in Emerging-market Economies”. *Working Paper* n° 683. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.
- BONIZZI, B. (2013) “Financialization in Developing and Emerging Countries”. *International Journal of Political Economy*, 42 (4), 83-107.
- BONIZZI, B. (2017) “International Financialisation, Developing Countries and the Contradictions of Privatised Keynesianism”. *Economic and Political Studies*, 5 (1), 21-40.
- BORTZ, P.G. (2016) *Inequality, Growth and ‘Hot Money’*. Cheltenham: Edward Elgar.
- BORTZ, P.G. (2017) “Flujos de Capital y Endeudamiento Externo: Algunas Reflexiones para el Caso Latinoamericano”. En: ABELES, M. y VALDECANTOS, S. (eds), *Estudios sobre Financiarización en América Latina* (pp. 295-321). Santiago de Chile: CEPAL.
- BORTZ, P.G. y KALTENBRUNNER, A. (2018) “The International Dimension of Financialization in Developing and Emerging Economies”. *Development and Change*, 49 (2), 375-393.
- BORTZ, P.G. y ZEOLLA, N.H. (2017) “El Rol de la Política Fiscal en Episodios de Crisis Cambiarias. Un Estudio para Países Emergentes”. En: Médici, F. (ed), *Discusiones Sobre el Tipo de Cambio*. Moreno: UNM Editora.
- BOTTA, A.; GODIN, A. y MISSAGLIA, M. (2014) “Finance, Foreign (Direct) Investment and Dutch Disease: The Case of Colombia”. *DEM Working Paper Series* n° 90 (09-14). Pavia: Università di Pavia.
- BOYER, R. (2000) “Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis”. *Economy and Society*, 29 (1), 111-45.
- BRAGA, J. (1998) “Financeirização Global: o Padrão sistêmico de Riqueza do Capitalismo Contemporâneo”. En: Tavares, M.D.C. y Fiori, J.L. (eds), *Poder e Dinheiro: uma Economia Política da Globalização* (pp. 195-243). Petropolis: Editora Vozes.
- BRENNER, R. (2004) “New Boom or New Bubble”. *New Left Review*, 25 (1), 57-102.
- BRUNO, V. y SHIN, H.S. (2015) “Global Dollar Credit and Carry Trades: A Firm-level Analysis”. *BIS Working Papers* n° 510. Basilea: Bank for International Settlements.

- BUSSIÈRE, M.; CHENG, G.; CHINN, M. y LISACK, N. (2015) *For a Few Dollars More: Reserves and Growth in Times of Crises*. Working Paper n° 550. París: Banque de France.
- CHRISTOPHERS, B. (2012) “Anaemic Geographies of Financialisation”. *New Political Economy*, 17 (3), 271-91.
- CHUI, M.; KURUC, E. y TURNER, P. (2016) “A New Dimension to Currency Mismatches in the Emerging Markets: Non-financial Companies”. *BIS Working Papers* n° 550. Basilea: Bank for International Settlements.
- CHUNG, K.; LEE, LOUKOIANOVA, E.; PARK, H. y SHIN, H.S. (2014) “Global Liquidity through the Lens of Monetary Aggregates”. *Working Paper* n° 14/9. Washington, DC: International Monetary Fund.
- CORREA, E.; VIDAL, G. y MARSHALL, W. (2012) “Financialization in Mexico: Trajectory and Limits”. *Journal of Post Keynesian Economics*, 35 (2), 255-75.
- CRUZ, M. y WALTERS, B. (2008) “Is the Accumulation of International Reserves Good for Development?” *Cambridge Journal of Economics*, 32 (5), 665-681.
- DEMIR, F. (2008) “Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets”. *Journal of Development Economics*, 88 (2), 314-24.
- DEMIR, F. (2009) “Capital Market Imperfections and Financialisation of Real Sectors in Emerging Markets: Private Investment and Cash Flow Relationship Revisited”. *World Development*, 37 (5), 953-64.
- DUMÉNIL, G. y LÉVY, D. (2004) *Capital Resurgent: Roots of the Neoliberal Revolution*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- DYMSKI, G. (2010) “Why the Subprime Crisis is Different? A Minskyian Approach”. *Cambridge Journal of Economics*, 34 (2), 239-255.
- EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R. y PANIZZA, U. (2003) “Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters”. *NBER Working Paper* n° 10036. Cambridge, MA: National Bureau for Economic Research.
- ERTURK, I. y SOLARI, S. (2007) “Banks as Continuous Reinvention”. *New Political Economy*, 12(3), 369-388.
- FARHI, M. y BORGHI, R.A.Z. (2009) “Operações com Derivativos Financeiros das Corporações de Economias Emergentes no Ciclo Recente”. *Estudos Avançados*, 23 (66), 169-188.
- FRENCH, S.; LEYSHON, A. y WAINWRIGHT, T. (2011) “Financializing Space, Spacing Financialization”. *Progress in Human Geography*, 35 (6), 1-22.

- FURCERI, D. y LOUNGANI, P. (2015) “Capital Account Liberalization and Inequality”. *IMF Working Paper* n° 15/243. Washington DC: International Monetary Fund.
- GABOR, D. (2010) *Central Banking and Financialization. A Romanian Account of how Eastern Europe Became Subprime*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- GARCÍA-ARIAS, J. (2015) “International Financialization and the Systemic Approach to International Financing for Development”. *Global Policy*, 6 (1), 24-33.
- GHOSH, A.; OSTRY, J. y TSANGARIDES, C. (2012) “Shifting Motives: Explaining the Buildup in Official Reserves in Emerging Markets since the 1980s”. *IMF Working Paper* n° 12/34. Washington DC: International Monetary Fund.
- GRABEL, I. (2012) “Dynamic Capital Regulations, IMF Irrelevance and the Crisis”. En: GALLAGHER, K.P.; GRIFFITH-JONES, S. y OCAMPO, J.A (eds), *Regulating Capital Flows for Long-Run Development* (pp. 59-69). Boston, MA: Frederick S. Pardee Center for the Study of Longer Range Development, Boston University.
- HALDANE, A. (2011) “The Big Fish Small Pond Problem”. Discurso en la Conferencia Annual del Institute for New Economic Thinking, Bretton Woods, NH (9 de abril).
- HIRST, P.Q.; THOMPSON, G.; BROMLEY, S. y PRESS, P. (2009) *Globalization in Question* (3rd edn). Cambridge: Polity.
- IMF (2015) *Global Financial Stability Report, October 2015. Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges: Risks Rotating to Emerging Markets*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- JARA, A. y OLABERRÍA, E. (2013) *Are All Capital Inflows Associated with Booms in House Prices? An Empirical Evaluation*. Working Paper n° 696. Santiago: Banco Central de Chile.
- JONES, S. (2012) “Macro Funds Seek Succour in Emerging Markets”. *Financial Times* 24 de Octubre. Doi: <www.ft.com/cms/s/0/406cec70-1ddb-11e2-8e1d-00144feabdc0.html#axzz2AIFqcC3Z>.
- KALINOWSKI, T. y CHO, H. (2009) “The Political Economy of Financial Liberalization in South Korea: State, Big Business, and Foreign Investors”. *Asian Survey*, 49 (2), 221-242.
- KALTENBRUNNER, A. (2010) “International Financialization and Depreciation: Brazil in the International Financial Crisis”. *Competition & Change*, 14 (3-4), 296-323.
- KALTENBRUNNER, A. (2015) “A Post Keynesian Framework of Exchange Rate Determination: A Minskyan Approach”. *Journal of Post Keynesian Economics*, 38 (3), 426-448.

- KALTENBRUNNER, A. y PAINCEIRA, J.P. (2015) "Developing Countries Changing Nature of Financial Integration and New Forms of External Vulnerability: The Brazilian Experience". *Cambridge Journal of Economics*, 39 (5), 1281-1306.
- KALTENBRUNNER, A. y PAINCEIRA, J.P. (2017) "Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience". *New Political Economy*, pp. 1-24. Disponible en: <<http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/13563467.2017.1349089>>.
- KARACIMEN, E. (2016) "Consumer Credit as an Aspect of Everyday Life of Workers in Developing Countries: Evidence from Turkey". *Review of Radical Political Economics*, 48 (2), 252-68.
- KARWOWSKI, E. y STOCKHAMMER, E. (2017) "Financialisation in Emerging Economies: A Systematic Overview and Comparison with Anglo-Saxon Economies". *Economic and Political Studies*, 5 (1), 60-86.
- KEYNES, J.M. (1933/1982) "National Self-sufficiency". En: Moggridge, D. (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XXI: Activities 1931-1939. World Crises and Policies in Britain and America* (pp. 233-46). Cambridge: Cambridge University Press.
- KORINEK, A. (2018) "Regulating capital flows to emerging markets: An externality view". *Journal of International Economics*, 111 (3), 61-80.
- LANGLEY, P. (2008) *The Everyday Life of Global Finance: Saving and Borrowing in Anglo-America*. Oxford: Oxford University Press.
- LAPAVITSAS, C. (2009) "Financialisation, or the Search for Profits in the Sphere of Circulation". *Research on Money and Finance Discussion Paper* 10. Londres: School of Oriental and African Studies.
- LAPAVITSAS, C. (2014) *Profiting without Producing: How Finance Exploits Us All*. Londres: Verso Books.
- LAZONICK, W. y O'SULLIVAN, M. (2000) "Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance". *Economy and Society*, 29 (1), 13-35.
- LEVY-ORLIK, N. (2012) "Effects of Financialization on the Structure of Production and Non-financial Private Enterprises: The Case of Mexico". *Journal of Post Keynesian Economics*, 35 (2), 235-254.
- MAGDOFF, H. y SWEETZ, P. (1972) *The Dynamics of US Capitalism*. New York: Monthly Review Press.
- MIHALJEK, D. y PACKER, F. (2010) "Derivatives in Emerging Markets". *BIS Quarterly Review*. December, 43-58.
- MINSKY, H. (1975) *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press.

- MONTGOMERIE, J. (2008) “Bridging the Critical Divide: Global Finance, Financialisation and Contemporary Capitalism”. *Contemporary Politics*, 14 (3), 233-252.
- MONTGOMERIE, J. (2009) “The Pursuit of (Past) Happiness? Middle-class Indebtedness and American Financialisation”. *New Political Economy*, 14 (1), 1-24.
- ORHANGAZI, O. (2008) “Financialization and Capital Accumulation in the Non-financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation of the US Economy, 1973–2004”. *Cambridge Journal of Economics*, 32 (6), 863-886.
- PAINCEIRA, J.P. (2011) “Central Banking in Middle Income Countries in the Course of Financialisation: A Study with Special Reference to Brazil and Korea”. PhD dissertation, University of London.
- PAINCEIRA, J.P. (2012) “Developing Countries in the Era of Financialisation: From Deficit-accumulation to Reserve-accumulation”. En: LAPAVISTAS, C. (ed.) *Financialisation in Crisis*, pp. 185-215. Leiden: Brill.
- PATNAIK, P. (2007) “Financial Crisis, Reserve Accumulation and Capital Flows”. *Economic and Political Weekly*, 42 (50), 45-51.
- PIKE, A. y POLLARD, J. (2010). “Economic Geographies of Financialization”. *Economic Geography*, 86 (1), 29-51.
- POWELL, J. (2013) “Subordinate Financialisation: A Study of Mexico and its Non-Financial Corporations”. PhD dissertation, SOAS, University of London.
- RETHEL, L. (2010). Financialisation and the Malaysian Political Economy. *Globalizations*, 7(4), 489–506.
- RODRIGUES BASTOS, F.; KAMIL, H. y SUTTON, B. (2015) “Corporate Financing Trends and Balance Sheet Risks in Latin America: Taking stock of The Bon(d)anza”. *IMF Working Paper* n° 15/10. Washington, DC: International Monetary Fund.
- SANTOS, DOS, P. (2009) “On the Content of Banking in Contemporary Capitalism”. *Historical Materialism*, 17 (2), 180-213.
- SEO, H.J.; KIM, H.S. y KIM, Y.C. (2012) “Financialization and the Slowdown in Korean Firms R&D Investment”. *Asian Economic Papers*, 11 (3), 35-49.
- SOKOL, M. (2017) “Financialisation, Financial Chains and Uneven Geographical Development: Towards a Research Agenda”. *Research in International Business and Finance*, 39 (B), 678-685.
- STOCKHAMMER, E. (2004) “Financialisation and the Slowdown of Accumulation”. *Cambridge Journal of Economics*, 28 (5), 719-741.
- STOCKHAMMER, E. (2010) “Financialization and the Global Economy”. *Political Economy Research Institute Working Paper* n° 242. Amherst, MA: University of Massachusetts, Amherst.

- TARASHEV, N.; AVDJIEV, S. y COHEN, B. (2016) "International Capital Flows and Financial Vulnerabilities in Emerging Market Economies: Analysis and Data Gaps". Notas aportadas al G20 International Financial Architecture Working Group, BIS, Basilea (Junio).
- TAVARES, M.D.C. (1985) "A retomada da hegemonia americana". *Revista de Economia Política*, 5 (2), 5-16.
- TYSON, J. y MCKINLEY, T. (2014) "Financialization and the Developing World: Mapping the Issues". *FESSUD Working Paper* n° 38. Leeds: Leeds University Business School on behalf of FESSUD.
- UNCTAD (2014) *World Investment Report*. Ginebra: UNCTAD.
- UNCTAD (2015) *Trade and Development Report*. Ginebra: UNCTAD.
- WEF (2012) *Financial Development Report 2012*. New York: World Economic Forum.
- YUK, P. (2012) "The Rising of Emerging Markets EFTs". *Financial Times* 18 de Octubre. <<http://blogs.ft.com/beyond-brics/2012/10/18/the-rise-and-rise-of-emerging-markets-etfs/#axzz2A7uCHIKR>>.