

## **Financiarización en la periferia latinoamericana: *Deuda, commodities y acumulación de reservas***

*Financialization in the Latin American periphery:  
Debt, commodities and foreign reserve accumulation*

**Por Cecilia Allami\* y Alan Cibils\*\***

**Fecha de Recepción:** 01 de febrero de 2017.

**Fecha de Aceptación:** 06 de abril de 2017.

### **RESUMEN**

El fin del sistema de Bretton Woods marcó, a comienzos de la década de 1970, el inicio de una serie de profundas transformaciones en las economías nacionales y la economía mundial. Las regulaciones financieras nacionales e internacionales se fueron desmantelando para favorecer la desregulación y liberalización financiera. Uno de los resultados de este proceso es lo que los economistas heterodoxos y otros científicos sociales han denominado “financiarización”. Sin embargo, a pesar de la creciente bibliografía sobre el tema, no existe una

única definición del concepto; por el contrario, han surgido una serie de definiciones que podemos considerar complementarias sobre la financiarización. Adicionalmente, la mayoría de los trabajos sobre el tema se focalizan casi exclusivamente en los países industrializados. Sin embargo, el tema de la financiarización en países periféricos ha comenzado a tener mayor difusión. Este trabajo tiene dos objetivos. El primero es ofrecer un panorama general de los principales desarrollos de la literatura sobre financiarización en países periféricos. El segundo objetivo es proveer algunas coordenadas

---

\* Licenciada en Economía por la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires (UBA). Magíster en Ciencia Política y Sociología por la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO) Argentina y Doctoranda en Ciencias Sociales en la Facultad de Ciencias Sociales de la Universidad de Buenos Aires (UBA). Investigadora y docente concursada con dedicación exclusiva del Área Economía Política del Instituto de Industria de la Universidad Nacional de General Sarmiento (UNGS). Correo electrónico: callami@ungs.edu.ar

\*\* Doctor en Economía por la American University de Washington, DC, Estados Unidos. Magister en Economía, Magister en Sociología y Bachelor of Arts en Sociología por la misma Universidad. Investigador-docente y Coordinador de Investigación del Área de Economía Política del Instituto de Industria de la Universidad Nacional de General Sarmiento (UNGS). Correo electrónico: acibils@ungs.edu.ar

para el debate en países de la periferia latinoamericana. Específicamente, y tomando como referencia los procesos de reprimarización y renovada dependencia sobre las exportaciones primarias que se dieron a partir de mediados de la década de 1980, nos focalizamos en los vínculos entre tres aspectos centrales de este proceso de financiarización: los mercados de *commodities*, la los ciclos de endeudamiento y la acumulación de reservas.

**Palabras clave:** *Financiarización, América Latina, Deuda, Reprimarización, Reservas Internacionales.*

## ABSTRACT

Following the demise of the Bretton Woods system at the beginning of the 1970s, a series of profound transformations in both national and international economic spheres occurred. Financial regulations were dismantled over time and replaced by financial deregulation and liberalization. One of the results of this process is what heterodox economists and other social scientists have termed “financialization.” However, in spite of a rapidly growing body of writings on the topic, there are multiple, if sometimes overlapping or complementary, definitions of the term. Furthermore, most of the early work on financialization has focused on industrialized countries. In recent years, however, the issue of financialization in periphery countries has increasingly become the focus of academic research. This article has two objectives. First, we offer a general view the main developments in periphery financialization research. Second, we offer some reference points for the debate on these issues in the Latin American periphery. Specifically, we focus on the process of re-primarization and renewed dependence on primary sector exports that took place since the 1980s and the links between commodity markets, debt cycles and foreign reserve accumulation.

**Keywords:** *Financialization, Latin America, Debt, Re-primarization, International Reserves.*

## 1. Introducción

El fin del sistema monetario internacional de Bretton Woods marcó, a comienzos de los años setenta, el inicio de una serie de profundas transformaciones en las economías nacionales y la economía mundial. Las políticas keynesianas de estímulo a la demanda y el llamado Estado de Bienestar —así como las políticas de industrialización por sustitución de importaciones en la periferia— fueron desplazados por un nuevo paradigma. Las regulaciones financieras tanto nacionales como internacionales y los controles de capitales fueron progresivamente desmantelados y sustituidos por la desregulación y liberalización financiera. Esto generó un proceso de creciente integración comercial y financiera, y, con ello, de un incremento exponencial en los flujos internacionales de capitales, la volatilidad, inestabilidad y crisis económicas.

Uno de los resultados de este proceso de desregulación e integración es lo que los economistas heterodoxos y otros científicos sociales han denominado “financiarización”. Desde la década del noventa, este concepto se ha utilizado con creciente frecuencia en publicaciones de Economía Política; además, ha sido un tema estudiado en otras ramas de las ciencias sociales, enriqueciendo y ampliando los debates (Engelen 2008). Sin embargo, a pesar de la creciente bibliografía sobre el tema, no existe una única ni general definición del concepto; por el contrario, han surgido una serie de definiciones que podemos considerar complementarias sobre la financiarización. Dore señala que “la financiarización es un poco como la globalización —una palabra conveniente para un conjunto de cambios estructurales en las eco-

nomías industrializadas—” (2008: 1097)<sup>1</sup>. La observación de Dore apunta a un tema adicional vinculado a este concepto: la mayoría de los trabajos originales sobre el tema están enfocados casi exclusivamente en los países industrializados y en los efectos del capital financiero y su creciente hegemonía en las estructuras económicas de los países centrales. Sin embargo, una línea de las investigaciones más recientes se ha centrado en el impacto de la financiarización en los países periféricos, las formas diferentes que toma y los distintos canales a través de los cuales opera. Aún así, no existe una definición general de financiarización en países periféricos, debido a la gran variedad de formas que dicho fenómeno toma dependiendo del grado de desarrollo de los sectores productivos y financieros y las formas particulares de inserción internacional de distintos países y regiones.

Teniendo en cuenta estas consideraciones, ¿cuál es el impacto de las diferentes formas de la financiarización en las perspectivas de desarrollo de la periferia? Y, particularmente, ¿cuáles son algunas de las manifestaciones de la financiarización en la periferia latinoamericana?

Este trabajo tiene dos objetivos. El primero es ofrecer un panorama general de los principales desarrollos de la literatura sobre financiarización en países periféricos. El segundo objetivo es proveer algunas coordenadas para el debate en países de la periferia latinoamericana. Específicamente, y tomando como referencia los procesos de reprimarización y renovada dependencia sobre las exportaciones primarias que se dieron a partir de mediados de la década de 1980, nos focalizamos en los vínculos entre tres aspectos centrales de este proceso de financiarización: los ciclos de endeudamiento externo, los mercados de *commodities* y la acumulación de reservas

internacionales. En el apartado siguiente, presentamos una variedad de definiciones de financiarización usadas en los países centrales para describir la hegemonía del capital financiero. A continuación, en el apartado 3, consideramos las diferentes formas que la financiarización ha tomado en la periferia de acuerdo a una amplia variedad de trabajos sobre el tema. En el apartado 4 consideramos los temas específicos vinculados a la acumulación de reservas, la financiarización en los mercados de *commodities* y la deuda. El trabajo concluye con algunas reflexiones preliminares acerca del impacto de la financiarización en las perspectivas de desarrollo de la periferia.

## 2. Financiarización: definición y debates<sup>2</sup>

De acuerdo a Foster (2007), el término “financiarización” se usó por primera vez en 1993<sup>3</sup>; desde entonces, se ha utilizado cada

1 Traducción de los autores.

2 Esta sección está basada en Cibils y Allami (2013).

3 De acuerdo a Foster, Kevin Phillips fue el primero en usar el término financiarización en su libro *Boiling Point* (1993) y un año después dedicó un capítulo de su libro *Arrogant Capital* (1994) a la financiarización de los Estados Unidos, definiendo a la financiarización como una divergencia prolongada entre la economía real y el sector financiero. En 1994, Giovanni Arrighi utilizó el concepto en un análisis de la transición de la hegemonía internacional en *The Long Twentieth Century*. Según Engelen (2008), las primeras publicaciones académicas en utilizar el término “financiarización” datan de 1999, mientras que Montgomerie y Williams (2009) marcan la génesis de la literatura en el año 2000.

vez con mayor frecuencia<sup>4</sup>. En términos generales, se lo utiliza para señalar la creciente hegemonía del capital financiero en detrimento del capital industrial desde el fin del sistema de Bretton Woods. La definición más citada es la de Epstein: “La financiarización es el rol creciente de los incentivos financieros, mercados financieros, actores financieros e instituciones financieras en la operatoria de las economías locales e internacionales” (2005: 3)<sup>5</sup>.

Epstein (2015) clasifica la creciente literatura sobre financiarización en tres categorías. La primera pone el foco en clarificar la definición de financiarización con el propósito de determinar si es una nueva fase del desarrollo capitalista o un nuevo régimen de acumulación. La segunda categoría se focaliza en los efectos de la financiarización, con el objetivo de determinar, a través de un modelo teórico y análisis empírico, el impacto de la financiarización en la inversión productiva, los salarios, la distribución del ingreso y las crisis. Finalmente, la tercera categoría se orienta a determinar cuáles son las políticas necesarias para frenar o morigerar los efectos de la financiarización e incrementar los márgenes de política para implementar políticas macroeconómicas progresistas.

Van der Zwan (2014) desarrolla otra clasificación de la literatura, identificando tres aproximaciones al concepto de financiarización. La primera es la definición del

regulacionismo francés, que entiende a la financiarización como un nuevo régimen de acumulación. Este grupo incluye no sólo regulacionistas sino también post-keynesianos y economistas políticos radicales. Estos analizan la emergencia de un régimen de acumulación liderado o dominado por la finanzas como respuesta a la caída de la productividad a fines de la década del sesenta (Boyer, 2000). La segunda aproximación identifica a la financiarización con la emergencia de la valorización accionaria (*share-holder value*) como principal objetivo del comportamiento corporativo. En otras palabras, este grupo de autores plantea que el principal objetivo de las corporaciones financiarizadas es generar dividendos a sus accionistas, impulsando cambios significativos en el comportamiento corporativo y en los horizontes de inversión (Aglietta 2000, Crotty 2002). Finalmente, una tercera aproximación se focaliza en la financiarización de la vida cotidiana; las investigaciones que siguen esta línea cuestionan las políticas que tienen como objetivo incluir a todos los sectores de la sociedad en la esfera financiera, especialmente a los sectores de bajos ingresos.

Krippner (2005) ha identificado cuatro definiciones diferentes de financiarización utilizadas en la literatura. En primer lugar, la financiarización es a veces considerada para describir el dominio que la valorización accionaria tiene en la dirección de las corporaciones no financieras<sup>6</sup>. En segundo lugar, algunos usan el término para referirse al creciente rol de los mercados de capitales en los mercados financieros, desplazando a bancos y a otras instituciones financieras<sup>7</sup>. En tercer lugar, otros toman el concepto de capital financiero de Hilferding para destacar

---

4 Por ejemplo, Chesnais (1999), Crotty (2002, 2005), Demir (2007), Epstein (2002, 2005, 2015), Kotz (2008), Krippner (2005), Llapavitsas (2009a, 2009b, 2009c), Orhangazi (2007), Palley (2007), Skott y Ryoo (2007), Stockhammer (2004) y Van der Zwan (2014), entre otros.

5 Traducción de los autores. Véase también Epstein (2002), Palley (2007) y Kotz (2008).

---

6 Véase por ejemplo, Crotty (2002, 2005).

7 Véase Ertürk y Özgür (2009) y Pollin (1995), entre otros.

el creciente poder financiero y económico de los capitalistas financieros o rentistas<sup>8</sup>. Finalmente, algunos usan el término para referirse a la explosión de operaciones financieras y la innovación en los mercados financieros que ha tenido lugar desde mediados de la década de 1980. Krippner plantea que esas definiciones y la mayor parte de la literatura sobre financiarización están centradas en la actividad económica, lo que muchas veces torna difícil determinar la existencia de un proceso de financiarización. Basándose en el trabajo de Arrighi (1994), Krippner argumenta que la financiarización es un “patrón de acumulación en el cual la búsqueda de ganancias ocurre de manera creciente a través de canales financieros, en detrimento del comercio y la producción” (2005: 181)<sup>9</sup>. En otras palabras, es necesario estudiar la evolución de la generación de ganancias sectoriales y los cambios en su composición a lo largo del tiempo para comprender acabadamente el proceso de financiarización.

En algunos casos, la financiarización se define de forma tal que combina elementos de todas las definiciones antes señaladas. Por ejemplo, Lapavitsas (2013) la describe como una transformación sistémica de las economías capitalistas que tiene tres características centrales. En primer lugar, se ha alterado la relación entre las grandes corporaciones no financieras y los bancos, debido a que las primeras han pasado a priorizar la financiación interna y el financiamiento externo en mercados financieros. En segundo lugar, y como consecuencia de lo anterior, los bancos han reducido su actividad tradicional de intermediación financieros dedicándose crecientemente a las inversiones y servicios financieros. A la vez, en términos de préstamos y manejo de activos financieros, pasa-

ron a tener mayor peso los individuos que las corporaciones. En tercer lugar, y vinculado a esto último, muchos individuos han ingresado en el sistema financiero, tomando préstamos y teniendo activos financieros. Los estancados salarios reales y la retirada del Estado en la provisión de salud, educación y seguridad social han facilitado la financiarización de los ingresos individuales (Lapavitsas, 2013: 70-71).

La mayoría de los trabajos empíricos sobre financiarización pueden en sentido amplio clasificarse en dos grupos: microeconómicos y macroeconómicos. Las investigaciones que abordan la financiarización desde una óptica microeconómica incluyen estudios sobre la actividad de las grandes corporaciones industriales, utilizando información de los balances de las empresas para identificar las maneras en las cuales la inversión y el crecimiento se ven impactadas por las firmas que asignan fondos a activos financieros en vez de a la inversión productiva. Ejemplos de estas conductas se encuentran en los trabajos de Orhangazi (2007) sobre la financiarización en la economía de los Estados Unidos, el de Demir (2007) sobre una muestra de países periféricos, el trabajo de Plihon y Miotti's (2001) sobre la relación entre financiarización y las crisis bancarias y los trabajos de Stockhammer (2004, 2006, 2008) sobre el impacto de la financiarización de las empresas sobre la acumulación.

Los trabajos macroeconómicos utilizan información sectorial, financiera y macroeconómica agregada para investigar los mecanismos de la financiarización, integrando estrategias de un amplio número de actores económicos. Estos trabajos se pueden clasificar de acuerdo a las distintas escuelas de pensamiento económica en la cual se inscriben los autores: regulacionistas (Boyer 1999, 2000), post-keynesianos (Palley, 2007) y radicales (Krippner 2005, Epstein 2002, 2005, Lapavitsas 2009a, 2009b).

---

8 Véase Epstein (2002) y Demir (2007).

9 Traducción de los autores.

¿Cuál ha sido el impacto de la financiarización? En términos generales, la financiarización ha transformado la actividad de los sistemas económicos tanto a nivel micro como macroeconómico. Sus impactos principales ha sido: 1) elevar la importancia del sector financiero en relación al sector real; 2) transferir los ingresos desde el sector real al sector financiero y 3) incrementar la inequidad del ingreso y contribuir al estancamiento de los salarios (Palley, 2007: 2).

A pesar de la gran cantidad de trabajos sobre financiarización, existen preguntas clave que no tienen una única ni definitiva respuesta sino que están abiertas a interpretaciones diversas<sup>10</sup>. Por ejemplo, ¿cuándo comienza la financiarización? La mayoría de los autores marca el inicio de este proceso a principios de la década de 1970, debido a las transformaciones en la economía capitalista<sup>11</sup>; otros postulan que este proceso se inicia durante la década de 1980<sup>12</sup>, mientras que un último grupo afirma que es un proceso de largo plazo inherente al desarrollo de las relaciones de mercado<sup>13</sup>.

Esto nos lleva a la pregunta sobre las causas de la financiarización: ¿este proceso se inició debido a la liberalización de los mercados financieros en los ochentas o es la consecuencia de la reducción de las ganancias y el estancamiento de la economía real? ¿Es la financiarización un resultado de la desregulación en la esfera financiera o de los profundos problemas estructurales de la economía real en el capitalismo contemporáneo?<sup>14</sup> Finalmente,

¿cuál es la relación entre financiarización, globalización y neoliberalismo?

En la literatura, la financiarización es frecuentemente presentada como una segunda etapa de liberalización financiera que se inicia con el fin del sistema de Bretton Woods. Según Epstein (2015: 5), este tema aún no tiene una respuesta unánime; inclusive, afirma, como estos fenómenos surgen todos aproximadamente en el mismo momento, tal vez sea imposible saldar este debate.

### 3. La financiarización en países periféricos

La mayoría de los trabajos sobre financiarización se han focalizado en los países centrales. Lo mismo se observa en los trabajos empíricos, en los cuales, salvo algunas excepciones, las investigaciones se han centrado en Europa y en los Estados Unidos. El rol hegemónico de este último país y su amplia disponibilidad de datos pueden ser factores que dan cuenta de este fenómeno, al menos en parte.

El estudio de la financiarización en los países periféricos es más reciente y mucho más variado en cuanto a su enfoque. La financiarización parece tener distintos efectos en distintos países, especialmente cuando comparamos países centrales y periféricos. Según el análisis de Palley (2007) en base a la información de los Estados Unidos, la financiarización opera a través de tres canales: en primer lugar, cambios en la estructura y operatoria de los mercados financieros; en segundo lugar, cambios en el comportamiento de las corporaciones no financieras y, en tercer lugar, cambios en la política económica.

¿Cómo afectan estos cambios de los países centrales a la periferia? ¿Cuáles son los canales de transmisión? ¿La financiarización se manifiesta de la misma manera en la periferia que en el centro? ¿Existen distintas variedades de financiarización en la periferia?

---

10 Estas preguntas son formuladas por Epstein (2015).

11 Lapavitsas (2008, 2011).

12 Sawyer (2013).

13 Vercelli (2013).

14 Véase también Lapavitsas (2013).

Todas estas preguntas han sido consideradas por los científicos sociales que trabajan este campo de estudio. Algunos han investigado el rango de canales a través de los cuales la financiarización impacta en la periferia<sup>15</sup>; otros han indagado en temas específicos como la financiarización de las microfinanzas<sup>16</sup> o en los efectos de la liberalización de la cuenta capital y los flujos de capitales, mientras que otros han examinado cómo opera el proceso de financiarización en algunos países periféricos en particular<sup>17</sup>.

Según Bonizzi (2014: 85)<sup>18</sup>, la financiarización no es “un proceso lineal y toma diferentes formas en los países en desarrollo *vis-à-vis* las economías desarrolladas, así como formas específicas en los distintos países”. El trabajo de Bonizzi identifica un número de diferentes manifestaciones de la financiarización en países periféricos, siendo el primero las decisiones de inversión de las corporaciones no financieras, las cuales cada vez favorecen más a la inversión en activos financieros sobre la inversión productiva. Las investigaciones que se centran en este aspecto de la financiarización usan información de

las empresas para rastrear sus decisiones de inversión. Demir (2007, 2009) utiliza información de la Argentina, México y Turquía y concluye que se ha dado una profundización de la financiarización utilizando este enfoque.

Un segundo enfoque sobre la financiarización en la periferia, relacionado con el anterior, estudia cómo la disponibilidad de altos retornos en inversiones financieras de corto plazo resultó en una caída en la inversión productiva y de su participación en el PBI<sup>19</sup>. Los activos financieros con altos retornos son en general el resultado de políticas monetarias de metas de inflación o de emisión de deuda por parte de los gobiernos. En otras palabras, la política macroeconómica puede contribuir de manera importante a la financiarización, impactando negativamente en el crecimiento y la sustentabilidad macroeconómicas.

Un tercer enfoque de la financiarización en la periferia se centra en la transformación del sistema bancario y del sector financiero en general. De acuerdo a un estudio sobre los grandes bancos transnacionales (Dos Santos, 2009), las ganancias de los bancos se generan cada vez más por préstamos al consumo, por inversiones financieras y por servicios. Por lo tanto, según Dos Santos, las ganancias de los bancos se han desplazado desde la esfera de la producción a la esfera de la circulación; en este sentido, las ganancias de los capitalistas han dejado de ser la principal fuente de las ganancias del sector financiero, habiéndose desplazado hacia los salarios de los trabajadores (Lapavistas, 2009a). Debido a la profundización de la globalización y transnacionalización financieras desde principios de la década

---

15 Por ejemplo, Bonizzi (2014), Becker, *et. al.* (2010), Lapavistas (2009).

16 Véase Aitken (2013), Bond (2013) Mader (2013, 2014), Soderberg (2013), entre otros.

17 Por ejemplo, Levy-Orlik (2013) para México; Marois (2011) para un estudio comparativo de la financiarización en Turquía y México; Karacimen (2014) para Turquía; Cibils y Allami (2013) para Argentina; Kaltenbrunner (2010) y Araújo, *et. al.* (2012) para el caso de Brasil; Rethel (2010), Liang (2010), Carol y Jarvis (2014) para varios países asiáticos; y O’Riain (2012), Gambarotto, *et. al.* (2015), y Gabor (2011) para estudios comparativos de países europeos periféricos.

18 Traducción de los autores.

---

19 Véase Bonizzi (2014: 89-90) para referencias de distintos estudios de caso de países periféricos que utilizan este enfoque.

de 1990, los sistemas bancarios de los países periféricos se han extranjerizado o bien han adoptado comportamientos de la banca internacional<sup>20</sup>. Esto ha profundizado el impacto sobre los sistemas bancarios de la periferia y sobre el comportamiento financiero de los hogares y el endeudamiento<sup>21</sup>. Un aspecto particularmente innovador de la financiarización ha sido la incorporación de los hogares más empobrecidos en el sistema financiero a través de políticas de “inclusión financiera” y las microfinanzas<sup>22</sup>.

Desde el fin de Bretton Woods, y especialmente desde la década del noventa, la desregulación de los mercados de capitales nacionales e internacionales ha generado un incremento masivo de los flujos internacionales de capital, contribuyendo a la volatilidad e inestabilidad de la economía mundial y especialmente de las economías de los países en desarrollo. Los flujos financieros buscan alta rentabilidad y bajo riesgo. Los mercados de bajo riesgo –principalmente los Estados Unidos y Europa– no son en general tan rentables como los países de la periferia o “mercados emergentes”, en los cuales las altas tasas de interés compiten para atraer capitales extranjeros. Los capitales que son atraídos a estos mercados son en general de corto plazo, y la salida de capitales se produ-

ce fácilmente por eventos locales o externos, en general con efectos devastadores sobre la economía periférica. Según Lapavitsas (2009b), los vínculos entre la financiarización en los países en desarrollo y la financiarización internacional que impacta sobre estos países es consecuencia, en gran parte, de estos flujos de capital.

Becker, *et. al.* (2010: 228) identifican dos formas de financiarización: por un lado, está aquella basada en el rápido crecimiento de lo que denominan un segundo circuito de capital ficticio, principalmente *securities* y activos cuya rentabilidad depende de tasas de interés elevadas. La segunda forma de financiarización está relacionada a una característica clave de los países periféricos: la dependencia de las divisas y, por lo tanto, de los ingresos de capitales. Las políticas que buscan atraer estos capitales pueden incluir tipos de cambio apreciados o sobrevaluados combinados con altas tasas de interés, lo cual permite que los bancos se apropien de una considerable porción de la ganancia, promoviendo la especulación financiera por sobre la actividad productiva.

Levy-Orlik (2013b: 206) analiza los efectos de la caída de Bretton Woods sobre la globalización productiva y financiera e investiga los que considera son los tres aspectos centrales de la financiarización: una nueva organización de la producción, una nueva forma de apropiación del excedente y un cambio en el comportamiento de los agentes económicos. La transnacionalización de la producción y la consecuente escisión entre la oferta y la demanda ha generado un crecimiento en los desequilibrios al interior de países y regiones. Los países centrales tienen el rol de proveedores de liquidez y demandantes de bienes y servicios, generando déficits de cuenta corriente y superávits de cuenta capital estructurales. Los países periféricos han adoptado políticas de promoción de exportaciones pero no siempre lo-

---

20 Véase Tonveronachi (2006) para un caso de estudio del sistema bancario en la Argentina en los noventas.

21 Bonizzi (2014: 89-93) cita diversos estudios de caso de países periféricos para documentar las diferencias en las distintas formas de financiarización resultantes de las transformaciones en los sistemas financieros. Véase también Cibils y Allami (2013) para el caso de la Argentina.

22 Aitken (2013), Bond (2013), Mader (2013, 2014), Soderberg (2013).

gran mantener superávits de cuenta y tienen dificultades para atraer capitales y, por lo tanto, para equilibrar su sector externo. En consecuencia, estos países están obligados a ofrecer altos retornos y a mantener salarios reales reprimidos<sup>23</sup> con el objetivo de competir (Levy-Orlik, 2013a: 109-110). Esta característica estructural de la globalización ha generado una profundización de la financiarización en la periferia, especialmente en América Latina<sup>24</sup>.

#### 4. Deuda, *commodities* y acumulación de reservas

Uno de los problemas centrales a resolver en el proceso de desarrollo de los países periféricos es la llamada restricción externa, es decir la obtención de divisas necesarias para importar los bienes de capital e insumos necesarios para motorizar un proceso de industrialización. Los autores cepalinos escribieron extensamente sobre esta cuestión, proponiendo como solución la industrialización por sustitución de importaciones. Sin embargo, esta estrategia no logró el objetivo de reducir el problema de la restricción externa, como se hizo evidente con las crisis recurrentes de balance de pagos.

A partir del fin del sistema de Bretton Woods, se abandonaron las políticas dirigistas, sustituyéndolas por políticas de desregulación y apertura de los mercados. De este modo, y gracias al creciente aumento de flujos internacionales de capitales, era posible cubrir temporariamente la necesidad de divisa con endeudamiento externo. Sin embargo,

la cuestión estructural de fondo quedó sin solucionarse y al problema recurrente del estrangulamiento externo se sumó el problema de crisis cíclicas de deuda.

Las políticas aperturistas tuvieron otros efectos sobre la periferia latinoamericana: una marcada y sostenida desindustrialización y reprimarización de las exportaciones, dando renovada relevancia al problema de los términos de intercambio sobre el que Raúl Prebisch y Hans Singer habían escrito a mediados del siglo pasado. Esta reprimarización estuvo acompañada de una mayor integración entre mercados de los *commodities* que la región exporta y los mercados financieros del norte. De este modo, los ciclos financieros de los países centrales pasaron a impactar directamente sobre la periferia latinoamericana a través de los precios de los *commodities*, los flujos de capitales y, consecuentemente, la posibilidad de endeudarse. La solución temporaria fue acumular reservas internacionales en épocas de precios altos, aunque no sin costos para los países periféricos.

En los siguientes apartados, presentamos una breve discusión sobre cada una de estas cuestiones.

##### 4.1. Financiarización y deuda

Quizás una de las características salientes del período post Bretton Woods, especialmente desde la década de 1990, sean las recurrentes crisis financieras y crisis de endeudamiento, tanto privado como público, en países periféricos. Sin embargo, las causas de las crisis fueron mutando a medida que se profundizaba la financiarización en los mercados financieros centrales.

El sustento teórico para la liberalización financiera se puede encontrar en los trabajos de

23 Becker, *et. al.* (2010) señala que la represión de los salarios reales a menudo genera un incremento en el endeudamiento de los hogares, profundizando la financiarización.

24 Véase también Cibils y Pinazo (2016) para un estudio complementario de las transformaciones productivas en la periferia.

McKinnon y Shaw, ambos de 1973<sup>25</sup>. Posteriormente, y utilizando los postulados de McKinnon y Shaw sobre la necesidad de eliminar la “represión financiera” y liberalizar las finanzas (nacional e internacional), Cooper y Sachs (1984) elaboraron los fundamentos teóricos ortodoxos para avalar el endeudamiento externo en el nuevo contexto de mayor libertad de flujos de capitales.

Según estos autores, el endeudamiento externo tendría dos ventajas. La primera es que los países en desarrollo podrían financiar su desarrollo con ahorro externo<sup>26</sup>. Esto supliría la falta local de ahorro y podría también hacerlo a costos menores. El vínculo entre sostenibilidad de deuda externa y desarrollo económico lo proveería la cuenta corriente. Es decir, el superávit comercial sería el indicador de la sostenibilidad de la deuda. La segunda ventaja es que la oferta de fondos externos permitiría “suavizar” el consumo local, en períodos de baja de actividad, según el enfoque intertemporal de la cuenta corriente, que ve al balance de pagos como determinado por decisiones de inversión y ahorro previsoras (*forward looking*).

La teoría que esbozan Cooper y Sachs tiene implicancias fuertes y problemáticas: si un país periférico toma deuda externa, está o financiando su desarrollo o “suavizando” consumo, por lo que la acumulación de deuda externa no debería ser causa de preocupación. Las múltiples crisis de endeudamiento

que se produjeron en el período post Bretton Woods, y el desempeño en el mejor de los casos errático de la inversión, resultó en fuertes cuestionamientos a esta teoría. Por otra parte, carece de sentido focalizarse en la cuenta corriente, cuando los principales desbalances se producen a través de la cuenta de capital<sup>27</sup>.

Desde el punto de vista empírico, la globalización financiera presenta un desafío importante a estos puntos de vista debido a una serie de regularidades que caracterizan al período. En primer lugar, los flujos financieros internacionales en décadas recientes son mucho mayores que los valores netos. En segundo lugar, la acumulación de activos financieros internacionales ha resultado en un incremento del peso de las ganancias y pérdidas de capital en la posición de inversión internacional tanto pública como privada. Finalmente, en tercer lugar, los países periféricos han acumulado activos además de deudas (privadas y públicas), por ejemplo la acumulación de reservas por parte de los bancos centrales.

Según Salama (2006), en la década de 1980, las crisis de deuda se explican por la magnitud del servicio de la deuda externa y la obligación de pagarlo con recursos propios (superávit comercial). Sin embargo, a partir de la década de 1990, las crisis pasan a originarse en la fuerte desregulación y liberalización financiera y la gran magnitud y volatilidad de los flujos de capitales a que dieron origen. En ambas décadas, el desarrollo financiero es responsabilidad del Estado, aún cuando los regímenes de crecimiento fuesen divergentes.

Para Salama, la relación finanzas-Estado en los países latinoamericanos se modificó

---

25 Ver Cibils y Allami (2010) para una discusión crítica sobre los postulados de McKinnon y Shaw.

26 Cohen y Sachs incurren el mismo error conceptual que McKinnon y Shaw, es decir, que la inversión productiva se financia con ahorro. Como se ha señalado desde distintas corrientes heterodoxas, la inversión se financia con crédito, no con ahorro, tornando fundamental la política crediticia del Estado.

---

27 Ver Bonizzi, Laskaridis y Toporowski (2015) para una discusión más extensa sobre las críticas a Cohen y Sachs.

en numerosos aspectos a partir de la liberalización financiera. Por un lado, pasó de privilegiar a los empresarios industriales a priorizar un proceso de financiarización que se manifiesta en la preponderancia de las finanzas por sobre lo productivo. Por otro lado, las tasas de interés elevadas que resultaron de las políticas monetarias focalizadas exclusivamente en controlar la inflación, las políticas de endeudamiento y, eventualmente, de la necesidad de atraer flujos de capitales, actúan sobre la inversión encareciendo el crédito y, por otro lado, proveyendo oportunidades de inversión financiera más atractivas que la productiva. Salama concluye que la financiarización es el umbral a partir del cual el sector financiero, más lucrativo que el sector productivo, se desarrolla a expensas de este último. Las políticas de liberalización han resultado en que, en apariencia, el sector financiero es autónomo respecto del sector productivo, tornándose en viciosas desde el punto de vista de la inversión productiva.

La financiarización ha impactado también en las posibilidades de los países de la periferia de emitir deuda. Según Hardie (2011: 141), los inversores “premián o castigan a los gobiernos por sus decisiones de política directamente a través del costo y disponibilidad de financiamiento. Cuanto más pueda pedir prestado ese gobierno, mayor es su disponibilidad para llevar adelante sus políticas”<sup>28</sup>. Definiendo a la financiarización como las oportunidades para los inversores de comerciar en mercados de bonos públicos de países periféricos, Hardie se pregunta cómo la profundización de la financiarización refuerza o disminuye las posibilidades de los gobiernos para endeudarse. El autor

concluye que “cuanto más (menos) financiarizado es un mercado de bonos de un país emergente, menor (mayor) es la capacidad de los gobiernos para endeudarse en una base sustancial. En los mercados emergentes, los mercados financiarizados son mercados de deuda “intolerantes” (2011: 142-143)<sup>29</sup>.

#### **4.2. La financiarización de los mercados de *commodities***

Las economías periféricas como las latinoamericanas dependen en gran medida de los ingresos de las exportaciones de productos primarios y materias primas para poder sostener sus procesos de crecimiento. Ya desde la elaboración de la tesis de Prebisch-Singer, el impacto de la variación de estos precios en los países periféricos ha sido ampliamente estudiado. Si bien desde la implementación de las políticas de liberalización financiera la restricción externa se puede paliar por un tiempo con flujos de capitales y endeudamiento, la capacidad de un país de generar divisa sigue siendo un problema central a resolver cuando se piensa en el desarrollo.

En los últimos años ha surgido un nuevo fenómeno vinculado a las exportaciones del sector primario: la financiarización de los mercados internacionales de *commodities*. Se denomina así a cierta lógica de los mercados de capitales que permea estos mercados, fundamentalmente al movimiento de precios vinculado a fenómenos financieros y ajenos a la economía real.

Los vínculos entre los alimentos y las finanzas se remontan siglos atrás hasta los orígenes de los mercados de futuros agrícolas; créditos e instrumentos de financiamiento ofrecidos por bancos y otras instituciones financieras que han sido utilizados a lo largo de los siglos XIX y XX por diferentes tipos de productores agropecuarios. Los instrumentos de cobertura de

---

28 Traducción de los autores. Massó (2016) utiliza un análisis similar al de Hardie para el caso de la deuda de España.

---

29 Traducción de los autores.

riesgos climáticos o de variaciones de precios, es decir, los llamados “mercados agropecuarios de futuros”<sup>30</sup>, tenían como objetivo proteger a los productores frente a riesgos en los mercados físicos –con el fin de gestionar el riesgo de precios y así estabilizar los mercados, proteger sus márgenes, defender su cuota de mercado, facilitar la planificación presupuestaria anticipada, etcétera– (Gras, 2013: 31-32; Murphy, *et. al.*, 2012: 29).

Durante las últimas décadas, se han generado profundas transformaciones en la relación entre *commodities* y finanzas vinculadas a la financiarización. Especialmente, a partir del año 2000, con el fuerte aumento de los precios de los *commodities* agrícolas, distintos inversores comienzan a invertir en los mercados a futuro, buscando realizar ganancias, diversificar sus portafolios y reducir riesgos. Esa posibilidad se vio favorecida por la desregulación del mercado de futuros de Chicago y la creación de nuevos instrumentos financieros como los derivados. Asimismo, durante la década de 1990 se crean varios mercados de materias primas en los cuales los fondos de cobertura de riesgos y bancos de inversión pueden contratar futuros sin limitación alguna y sin ningún control sobre su operatoria (Gras, 2013). Así, la desregulación financiera de las últimas décadas ha provocado que las conexiones entre los mercados financiero y alimentario se ha-

yan vuelto más intensas e intrincadas debido a la complejidad que adquirieron los productos de cobertura de riesgo y al aumento de los derivados que se comercializan en los mercados. En algunos casos, estos derivados de materias primas agrícolas han fusionado los activos de materias primas agrícolas y no agrícolas, vinculando fuertemente las materias primas alimentarias a otras materias primas en los mercados financieros. Además, la cantidad de dinero involucrado en las operaciones comerciales con materias primas ha crecido exponencialmente en muy poco tiempo: según Bicchetti (2012: 3-4), el volumen intercambiado de derivados de *commodities* en mercados de *commodities* es actualmente veinte a treinta veces mayor que su producción física. Además, señala que, en la década de 1990, los inversores financieros representaban, en promedio, menos del 25% de todos los participantes de los mercados de futuros de *commodities*, mientras que en la actualidad, representan más del 85% (Bicchetti, 2012: 3-4).

Estas nuevas tendencias implican que los precios de las materias primas se ven cada vez más influidos por factores que no tienen nada que ver con las reservas físicas. Aunque en los últimos años se han intensificado los debates sobre si la especulación financiera en los mercados de materias primas agrícolas es uno de los principales factores en la volatilidad de los precios de los alimentos, existe un amplio consenso acerca de que al menos existe un impacto a corto plazo sobre los precios de los alimentos como resultado de una mayor especulación financiera en estos mercados.

Una línea importante de los trabajos sobre la volatilidad de precios afirma que los precios de los *commodities* están determinados por una serie de factores financieros, entre ellos el comportamiento de los inversores. Así, como resultado del proceso de financiarización, el precio de un *commodity*

---

30 “Estos mercados, entre los cuales el principal es el de Chicago, permiten a quienes quieren reducir riesgos transferirlos a otros que están dispuestos a asumirlos; así, se transan contratos entre partes que se comprometen a vender o a comprar en el futuro un determinado bien a un precio determinado. A estos mercados concurrían tradicionalmente productores, acopiadores e industrias alimenticias para cubrirse de los mencionados riesgos” (Gras, 2013: 31-32).

individual no está simplemente determinado por la oferta y la demanda. Según Tang y Xiong (2010: 4), por un lado, la presencia de inversores financieros puede llevar a un reparto más eficiente del riesgo; por otro lado, las compensaciones de sus portafolios pueden generar efectos sobre la volatilidad de los precios desde fuera de los mercados de *commodities* e inclusive a través de diferentes tipos de *commodities*. Belke, *et. al.* (2012) afirman también que la financiarización de los *commodities* ha generado un gran flujo de inversiones en los mercados de *commodities*. De acuerdo a esta visión, el incremento en el volumen de inversiones en los mercados de derivados de *commodities* ha generado un ciclo de auge y caída sincronizado entre *commodities* que no están relacionados entre sí. Por su parte, la UNCTAD (2008) sostiene que el aumento de la especulación probablemente haya acelerado y amplificado las fluctuaciones de los precios. Tang y Xiong (2010) también señalan que al mismo tiempo que crecían las inversiones en fondos índice (*index funds*) en mercados de *commodities* desde principios de los 2000, los precios a futuro de diferentes *commodities* en los Estados Unidos pasaron a estar muy correlacionados entre sí<sup>31</sup>.

¿Quiénes son los perjudicados por la financiarización de los *commodities*? El efecto más importante de la financiarización es la incertidumbre y la potencial desestabiliza-

ción en los mercados de *commodities* y, en consecuencia, en las economías de los países periféricos que al ser altamente dependientes de las exportaciones de estos productos se vuelven más propensas a factores desestabilizantes externos (Bicchetti, 2012: 28). La naturaleza de la financiarización en un sistema de agroalimentos que se ha complejizado es generalmente opaco, de manera que el rol de los actores financieros no es visible o claramente comprendido. Esta ambigüedad es amplificada por la promoción, de parte de los organismos financieros internacionales, de la profundización financiera, esto es, la liberalización de los mercados financieros en los mercados de los países periféricos, y la inclusión financiera, a través de la promoción de los productos derivados a los pequeños productores, como estrategia de desarrollo (Brooks, 2016: 3-4).

Por último, por la alta dependencia de los países periféricos de la exportación de materias primas, la inestabilidad de los precios genera impactos macroeconómicos como por ejemplo inflación, déficit de la balanza de pagos, devaluación, etcétera<sup>32</sup>. Esto repercute directamente sobre la disponibilidad de divisa, y consiguientemente, sobre la necesidad o no de endeudarse. De este modo, los ciclos financieros de los países centrales repercuten no solamente sobre los flujos de capitales hacia la periferia, sino también sobre los precios de sus principales productos de exportación.

#### 4.3. La acumulación de reservas internacionales

---

31 Según la FAO, la transferencia del aumento de precios al mercado interno no es igual en todos los países: en la mayoría de países en desarrollo, el aumento de los precios internacionales de los alimentos de 2007/08 se transmitió a los precios locales, aunque de forma desigual y, en algunos casos, con importantes retrasos. Además, la posterior caída de los precios internacionales sólo se transmitió de forma parcial (FAO, 2011b:10-11).

---

32 A diferencia de muchos que plantean que la solución a la volatilidad es utilizar instrumentos financieros, existen propuestas para regular los mercados de *commodities*. Véase Cissokho, *et. al.* (2011).

Frente la creciente inestabilidad del entorno financiero y mercados de *commodities* internacionales, se ha dado un fenómeno nuevo en las últimas décadas: la acumulación de reservas internacionales por parte de los Bancos Centrales en los países periféricos. A partir de fines de la década del noventa, luego de las sucesivas crisis que afectaron a estos países<sup>33</sup>, la acumulación de reservas en relación al PBI se acentuó<sup>34</sup>. En general, se dan tres explicaciones para este fenómeno. La primera es que los países han necesitado aumentar sus reservas debido al incremento del comercio como porcentaje del PBI<sup>35</sup>. Segundo, el sistema monetario internacional se ha vuelto más inestable durante las últimas cuatro décadas, por lo tanto se tornó necesario para los países periféricos tener reservas para proteger a sus economías de las reversiones repentinas de los flujos de capital. Tercero, la acumulación de reservas tuvo como objetivo defender la estabilidad del tipo de cambio<sup>36</sup>. El fenómeno del incremento de reservas está,

de acuerdo a las dos últimas explicaciones, vinculado íntimamente a la financiarización y a la globalización financiera.

La acumulación de reservas requiere flujos de capitales netos desde los países centrales hacia los países periféricos<sup>37</sup>. Esta transferencia de recursos acarrea costos significativos para los países periféricos: en lugar de colocar esos flujos en colocaciones productivas, se mantienen ociosos para morigerar una eventual crisis. De acuerdo a Lapavistas (2009b:119-120), la composición precisa de las reservas internacionales es desconocida, pero existe poca duda de que la mayor parte –alrededor de dos tercios– corresponde a dólares norteamericanos. La política de acumulación de reservas implica entonces para los países periféricos acumular dólares –alrededor de \$6 billones en 2008–. Esta acumulación implica entonces un abultado préstamo a los Estados Unidos por parte de los países periféricos.

---

33 Las crisis de Mexico (1994), Asia (1997), Rusia (1999), Brasil (1999), Turquía (2001) y Argentina (2001-2002).

34 Véase Mendoza (2004).

35 Véase Baker y Walentin (2001).

36 Véase Paineira (2009).

---

37 Si bien esto parece contraintuitivo, es efectivamente así porque gran parte de las reservas se mantienen como bonos de los países centrales. Esto significa que, en efecto, los países periféricos están financiando el desarrollo de los países centrales.

### Cuadro N° 1:

Acumulación de reservas  
(en miles de millones de dólares)

	Variación en las reservas 1998-2013 (acumulado)	Variación reservas como % del PBI 1998-2013 (acumulados)
Países desarrollados	2.762	0,5%
Principales países desarrollados (G7)	1.076	0,2%
Países emergentes y economías en desarrollo	7.355	3%
América Latina y Caribe	634	1%
Países emergentes y en desarrollo- Asia	4.469	5%

La clasificación es acorde a los criterios del FMI- World Economic Outlook Database.

**Fuente:** Elaboración propia en base a datos del FMI.

El Cuadro N°1 muestra la acumulación de reservas internacionales de diferentes grupos de países según la clasificación del FMI. La información muestra como aumentó la acumulación de reservas, tanto en términos absolutos como en porcentaje del PBI, en los países periféricos. Aunque las reservas generan alguna ganancia<sup>38</sup>, el costo de mantenerlas es la diferencia entre el costo de oportunidad y el retorno real de las reservas. La porción de reservas mantenida como depósitos, o como deuda de corto plazo en forma de bonos del tesoro norteamericano, típicamente rinde una tasa de interés real de alrededor del 1%-2%, mientras que las reservas mantenidas como oro, moneda o cuentas que no rinden interés no generan ningún tipo de rendimiento real. Dado la combina-

ción de activos mantenidos como reservas, el retorno promedio real es de alrededor del 1% (Baker y Walentin, 2001). Por otro lado, los países periféricos emiten deuda de corto plazo a tasas sustancialmente superiores, incrementando el costo de mantener reservas internacionales.

Existen diversas estimaciones de los costos del aumento de las reservas en los países periféricos de acuerdo a esta diferencia en las tasas de interés. Rodrik (2006) estima los costos en alrededor del 1% del PBI de los países en desarrollo; Baker y Walentin (2001), estiman un costo de alrededor de 1%-2% del GDP para la mayoría de las economías periféricas. Por su parte, Akyuz (2012) estima el costo anual de los países emergentes en aproximadamente 100 mil millones de dólares<sup>39</sup>.

38 Véase Baker y Walentin (2001) y Rodrik (2006).

39 Véase también Mendoza (2004:73).

La acumulación de reservas en dólares ha estado acompañada de un enorme aumento de emisión de deuda de los países en desarrollo, en gran parte debido a la esterilización monetaria necesaria para contrarrestar el efecto inflacionario del ingreso de capitales<sup>40</sup>. Los mercados de bonos locales han crecido sustancialmente en estos países desde mediados de la década de 1990. La deuda emitida por Bancos Centrales con el objetivo de la esterilización rinde mayor interés que los activos que típicamente adquieren estos Bancos Centrales; esta diferencia implica otro costo que deben afrontar (Lapavistas, 2009b).

En otras palabras, el incremento de la acumulación de reservas internacionales en la periferia debido a la financiarización ha implicado costos directos generados por la diferencia entre las tasas de retorno y de interés a la que se toman préstamos, y debido al endeudamiento por la esterilización y un costo indirecto debido a que esos fondos no pueden invertirse en el desarrollo<sup>41</sup>.

## Conclusiones

En este trabajo, hemos reseñado las definiciones e interpretaciones sobre el fenómeno de la financiarización, así como las diferencias y variedades de experiencias de financiarización en los países de la periferia. Dada la diversidad de estructuras políticas, sociales y económicas en los países periféricos, tiene sentido que esta variedad de definiciones e interpretaciones exista.

---

40 Según Panceira, la esterilización es la práctica de emitir deuda pública por parte de los bancos centrales con el objetivo de absorber los incrementos en la liquidez doméstica debido a los excedentes de moneda extranjera (Painceira 2009:13).

41 Cruz (2006) evalúa estos costos para el caso mexicano, y Singh (2006) para India.

La financiarización plantea una serie de preguntas acerca de las perspectivas de desarrollo de los países periféricos. ¿Cómo afecta a estos países y a través de qué canales la financiarización que se difunde desde el centro? ¿La financiarización promueve o impide el desarrollo económico? ¿Cómo impactan en la financiarización de la periferia los ciclos financieros en los países centrales? ¿Es posible el desarrollo en el contexto de una economía globalizada y financiarizada? La observación de Dasgupta es relevante en ese sentido:

La financiarización, entendida como proceso, es mucho más que el dominio del capital financiero y la clase rentista en una economía. La singularidad del proceso de financiarización actual yace en la presencia hegemónica del capital financiero en prácticamente todas las esferas de toma de decisiones de una economía, incluyendo empresas, instituciones, gobiernos y sociedades en el mundo entero. Inclusive la idea de desarrollo económico está hoy relacionada a las finanzas, en particular en el Sur, debido a que el desarrollo está condicionado por el flujo de capitales externos a un país..." (2013:5)<sup>42</sup>.

Como vimos en las secciones precedentes, la financiarización en los países del centro tiene un impacto sustancial y variado en la periferia. La globalización financiera y productiva han transformado las estructuras productivas de la periferia, generando un regreso a la dependencia en la producción primaria y exportaciones de bajo valor agregado que compiten sobre la base de reducir los costos laborales. Estas transformaciones han tenido como consecuencia un retorno a los ciclos de escasez de divisas, incremento del endeudamiento público, con crisis cíclicas y acumulación de reservas interna-

---

42 Traducción de los autores.

cionales, con los costos e ineficiencias que ello implica.

La deuda pública de los países periféricos, denominadas en moneda extranjera y con tasas de interés acordes a las condiciones de los países centrales, proporcionan un canal clave de transmisión para la financiarización. La participación en los mercados financiarizados de los países centrales, y políticas monetarias (en los países periféricos) orientadas exclusivamente a controlar la inflación y atraer flujos de capitales, es también una pieza clave en el rompecabezas de la globalización financiera.

En este contexto de globalización y reprimarización, la financiarización de los mercados de *commodities* ha tenido como consecuencia una gran incertidumbre y una potencial desestabilización de estos mercados. Las consecuencias de estos fenómenos recaen sobre los países periféricos productores y exportadores de *commodities*, generando impactos macroeconómicos como inflación, déficit de cuenta corriente, devaluación de monedas y estrangulamiento externo.

La profundización de la financiarización ha impulsado un proceso de acumulación de reservas en la periferia, generando costos directos debido a la diferencia en las tasas de interés que generan las reservas y la que debe ser pagada para tomar deuda. Además, ha generado costos indirectos, en tanto la acumulación de reservas no puede ser utilizada con propósitos productivos ni de desarrollo.

Por lo tanto, los múltiples impactos de la financiarización, conjuntamente con la globalización de la producción y las finanzas, imponen fuertes restricciones a las posibilidades de desarrollo de la periferia. La capacidad del Estado de intervenir en favor del pleno empleo, la distribución del ingreso y el desarrollo de los mercados internos se ha visto significativamente erosionada. Esto se debe, en gran medida, a que el proceso que ha profundizado la financiarización de la economía mundial

queda por fuera del margen de operatoria de los Estados periféricos. Por lo tanto, los márgenes de maniobra de los Estados para impulsar políticas comerciales, fiscales y monetarias y regulaciones laborales han quedado fuertemente restringidos.

En este sentido, la capacidad de articular e implementar políticas con el objetivo de modernizar la periferia y de alcanzar una sociedad más igualitaria parece haberse perdido en el actual contexto internacional. Recuperar esta capacidad depende en gran medida de la posibilidad de elaborar, a nivel internacional, un nuevo esquema monetario y financiero, que priorice los espacios de política para implementar políticas igualitarias y de pleno empleo por sobre los objetivos financieros y especulativos.

## Referencias bibliográficas

- Aglietta, M. (2000). Shareholder and corporate governance: Some tricky questions. *Economy and Society*. 29, (1), 146-159.
- Aitken, R. (2013). The financialization of micro-credit. *Development and Change*. 44 (3), 473-499.
- Akyüz, Y. (2008). Managing Financial Instability in Emerging Markets: A Keynesian Perspective. *Turkish Economic Association Discussion Paper*. No. 4, 177-207. Ankara: Turkish Economic Association.
- Allami, C. y Cibils, A. (2010). Crisis financieras y regulación: Propuestas heterodoxas. *Política y Cultura*. 34, 57-85.
- Araújo, E., Miguel, B. y Pimentel, D. (2012). Financialization against industrialization: A regulationist approach of the Brazilian paradox. *Revue de la Régulation*. 11, 2-32.
- Arrighi, G. (1994). *The long twentieth century: Money, power, and the origins of our times*. London: Verso.
- Baker, D. y Walentin, K. (2001). *Money for Nothing: The Increasing Cost of Foreign Reserve Holdings to Developing Nations*, Center for

- Economic Policy and Research Briefing Paper*, Washington DC, November.
- Becker, J., Jäger, J., Leubolt, B. y Weissenbacher, R. (2010). Peripheral financialization and vulnerability to crisis: A Regulationist perspective. *Competition and Change* 14, (3-4), 225-247.
- Belke, A., Bordon, I. y Volz, U. (2013). Effects of global liquidity on commodity and food prices. *World Development*. 44, pp. 31-43.
- Bichetti, D. y Maystre, N. (2012). *The synchronized and long-lasting structural change on commodity markets: evidence from high frequency data*. Munich: Munich Personal RePEc Archive Paper No. 37486.
- Bond, P. (2013). Debt, uneven development and capitalist crisis in South Africa: from Moody's macroeconomic monitoring to Marikana microfinance mahonisas. *Third World Quarterly*. 34 (4), 569-592.
- Bonizzi, B. (2014). Financialization in Developing and Emerging Countries: A Survey. *International Journal of Political Economy*. 42 (4), 83-107.
- Bonizzi, B., Laskaridis, C. y Toporowski, J. (2015). Developing Countries' External Debt and International Financial Integration. *FES-SUD Working Paper No. 121*.
- Boyer, R. (2000). Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society*. 29 (1), 111-145.
- Brooks, S. (2016). Inducing food insecurity: financialisation and development in the post-2015 era. *Third World Quarterly*. 37: 5, 768-780.
- Carroll, T. y Jarvis, D. (2014). Introduction: Financialisation and development in Asia under late capitalism. *Asian Studies Review*. 38 (4), 533-543.
- Chesnais, F. (Ed.). (1996, 1999). *La mundialización financiera: Génesis, costos y desafíos*. Buenos Aires: Losada.
- Chick, V. y Dow, S. (1988). A post-Keynesian perspective on the relation between banking and regional development. En P. Arestis (Ed.). *Post-Keynesian Monetary Economics: New Approaches to Financial Modelling*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Cibils, A. y Allami, C. (2010). El sistema financiero argentino desde la reforma de 1977 hasta la actualidad: rupturas y continuidades. *Realidad Económica*. 249, 107-133.
- Cibils, A. y Allami, C. (2013). Financialization vs. development finance: The case of the post-crisis Argentine banking system. *Revue de la Régulation*. 13, 2-18.
- Cibils, A. y Pinazo, G. (2016). The periphery in the productive globalization: A new dependency? En N. Levy-Orlik y E. Ortiz, *The Financialization Response to Economic Disequilibrium: European and Latin American Experiences*, 69-89. Cheltenham: Edward Elgar.
- Cissokho, M., Lines, T., Nissanke, M. y Smith, A. (2011). *Food Security, Finance and International Trade. How to Protect Developing Countries from Volatile Global Markets*. Paris: Institut Veblen pour les réformes économiques.
- Cooper, R. y Sachs, J. (1984). Borrowing Abroad: The Debtor's Perspective. *National Bureau of Economic Research Working Paper 1427*.
- Crotty, J. (2002). The effects of increased market competition and changes in financial markets and the structure of nonfinancial corporations in the neoliberal era. University of Massachusetts, Amherst: *Political Economy Research Institute*, Working Paper 44.
- Crotty, J. (2005). The neoliberal paradox: The impact of destructive product market competition and 'modern' financial markets on non-financial corporation performance in the neoliberal era. En G. Epstein (Ed.). *Financialisation and the World Economy*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Cruz, Moritz (2006). ¿Pueden las reservas internacionales contribuir al crecimiento mexicano? *Economía UNAM*. 3 (8), 115-124.
- Demir, F. (2007). The rise of rentier capitalism and the financialisation of real sectors in de-

- veloping countries. *Review of Radical Political Economics*. 39 (3), 351-359.
- Demir, F. (2009). Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets. *Journal of Development Economics*. 88 (2), 314-324.
- Dore, R. (2008). Financialization of the global economy. *Industrial and Corporate Change*. 17, (6), 1097-1112.
- Dos Santos, P. (2009). On the content of banking in contemporary capitalism. *Historical Materialism*. 17, 180-213.
- Engelen, E. (2008). The case for financialization. *Competition & Change*. 12.(2), 111-119.
- Epstein, G. (2002). Financialisation, rentier interests, and Central Bank policy. University of Massachusetts, Amherst: *Political Economy Research Institute*. Paper prepared for conference: Financialisation and the World Economy, University of Massachusetts, Amherst, December 7-8.
- Epstein, G. (Ed.). (2005). *Financialisation and the World Economy*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Epstein, G. (2015). Financialization: There's something happening here. *Political Economy Research Institute (PERI)*. Working Paper 394.
- Ertürk, K. y Özgür, G. (2009). What is Minsky all about, anyway? *Real World Economics Review*. 50, 3-15.
- FAO (2011). *La volatilidad de los precios y la seguridad alimentaria*. Roma: Informe del Grupo de alto nivel de expertos en seguridad alimentaria y nutrición del Comité de Seguridad Alimentaria Mundial.
- Foster, J. B. (2007). The financialization of capitalism. *Monthly Review*. 58 (11), 1-12.
- Gabor, D. (2011). *Central Banking and Financialization: A Romanian Account of how Eastern Europe Became Subprime*. Basingstoke: Palgrave MacMillan.
- Gambarotto, F., Rangone, M. y Solari, S. (2015). Mediterranean capitalism in disarray: Financialization and deindustrialization in the European periphery. Paper presented at the *Colloque International Recherche & Régulation*. June 12-15, Paris.
- Gras, C. (2013). Agronegocios en el Cono Sur Actores sociales, desigualdades y entrelazamientos transregionales. *desigualdades.net*. Working Paper Series 50.
- Hardie, I. (2011). How much can governments borrow? Financialization and emerging markets government borrowing capacity. *Review of International Political Economy* 18, (2), 141-167.
- Kaltenbrunner, A. (2010). International financialization and depreciation: The Brazilian real in the international financial crisis. *Competition and Change* 14, (3-4), 296-323.
- Karacimen, E. (2014). Financialization in Turkey: The case of consumer debt. *Journal of Balkan and Near Eastern Studies*. 16, (2), 161-180.
- Kotz, D. (2008). Neoliberalism and financialisation. University of Massachusetts, Amherst: *Department of Economics*. Paper presented for the conference in honor of Jane D'Arista, Political Economy Research Institute, May 2-3.
- Krippner, G. (2005). The financialisation of the American economy. *Socio-Economic Review*, 3, (2), 173-208.
- Lapavistas, C. (2009a). Financialisation, or the search for profits in the sphere of circulation. *Ekonomiaz*. 72, (3), 99-117.
- Lapavistas, C. (2009b). Financialisation embroils developing countries. *School of Oriental and African Studies*. Discussion Paper No. 14.
- Lapavistas, C. (2009c). *El capitalismo financiarizado: Expansión y crisis*. Madrid: Maia Ediciones.
- Lapavistas, C. (2013). Financialization and capitalist accumulation: A structural account of the 2007-09 crisis. En K. Yagi, et. al. (Eds.). *Crises in the Global Economy and the Future of Capitalism: Reviving Marxian Crisis Theory*, 55-74. Abingdon: Routledge.
- Levy-Orlik, N. (2013a). Financialization and economic growth in developing countries: The

- case of the Mexican economy. *International Journal of Political Economy* 42, (4), 108-127.
- Levy Orlik, N. (2013b). *Dinero, Estructuras Financieras y Financiarización: Un Debate Teórico Institucional*. Ciudad de México: Editorial Itaca.
- Liang, Y. (2010). Interdependency, decoupling and dependency: Asian economic development in the age of global financialization. *International Journal of Political Economy*. 39, (1), 28-53.
- Mader, P. (2013). Explaining and Quantifying the extractive success of financial systems: Microfinance and the financialization of poverty. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*. 26, (1), 13-28.
- Marois, T. (2011). Emerging market bank rescues in an era of finance-led neoliberalism: A comparison of Turkey and Mexico. *Review of International Political Economy*. 18, (2), 168-196.
- Massó, M. (2016). The effects of government debt market financialization: The case of Spain. *Competition & Change*. 20, (3), 166-186.
- Mendoza, R. U. (2004). International Reserve-Holding in the Developing World: Self Insurance in a Crisis-Prone Era? *Emerging Markets Review*. 5, (1): 61-82.
- Montgomerie, J. y Williams, K. (2009). Financialised Capitalism: After the Crisis and Beyond Neoliberalism. *Competition & Change*. 13, (2), 99-107.
- Murphy, S., Burch, D. y Clapp, J. (2012). *El lado oscuro del comercio mundial de cereales. El impacto de las cuatro grandes comercializadoras sobre la agricultura mundial*. Oxford: Informes de investigación de Oxfam.
- Ó Riain, S. (2012). The crisis of financialization in Ireland. *The Economic and Social Review*. 43, (4), 497-533.
- Orhangazi, Ö. (2007). Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation of the US economy 1973-2003. Amherst: University of Massachusetts. *Political Economy Research Institute*, Working Paper, 149.
- Painceira, J. P. (2009). Developing countries in the era of financialization: From deficit accumulation to reserve accumulation. *Research on Money and Finance Discussion Paper No. 4*. London: School of Oriental and African Studies.
- Palley, T. (2007). Financialisation: What it is and why it matters. Annandale-on-Hudson, NY: *The Levy Economics Institute of Bard College*, Working Paper No. 525.
- Pollin, R. (1995). Financial structures and egalitarian economic policy. University of Massachusetts, Amherst: *Political Economy Research Institute*, Working Paper 182.
- Rethel, L. (2010). Financialisation and the Malaysian political economy. *Globalizations*. 7, (4), 489-506.
- Robles, M. J., Cuesta, S., Duryea, T., Enamorado, A., Rodríguez, V. (2008). Rising Food Prices and Poverty in Latin America: Effects of the 2006-2008 price surge. Washington D.C.: *Inter-American Development Bank*.
- Rodrik, D. (2006). *The social cost of foreign exchange reserves*. NBER Working Paper Series, N° 11952.
- Salama, P. (2006). Deudas y dependencia financiera del Estado en América Latina. En A. Girón (Coord.). *Confrontaciones Monetarias: marxistas y post-keynesianos en América Latina*, 101-124. Buenos Aires: CLACSO.
- Skott, P. y Soon, R. (2007). Macroeconomic implications of financialisation. University of Massachusetts, Amherst: *Department of Economics Working Paper, 2007-08*.
- Sawyer, M. (2013). What is financialization? *International Journal of Political Economy*. 42 (4), 5-18.
- Singh, C. (2006). Should India Use Foreign Exchange Reserves to Finance Infrastructure? *Economic and Political Weekly*. 41, February 11, 517-525.

- Soderberg, S. (2013). Universalising financial inclusion and the securitisation of development. *Third World Quarterly*. 34, (4), 593-612.
- Stockhammer, E. (2004). Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*. 28, (5), 719-741.
- Stockhammer, E. (2006). Shareholder value-orientation and the investment-profit puzzle. *Journal of post Keynesian Economics*. 28, (2), 193-215.
- Tang, K. y Xiong, W. (2010). Index investing and the financialization of *commodities*. *National Bureau of Economic Research Working Paper* 16385.
- Tonveronachi, M. (2006). The role of foreign banks in emerging countries: The case of Argentina (1993-2006). *Investigación económica*. LXV (255), 15-60.
- Van der Zwan, N. (2014). Making sense of financialization. *Socio-Economic Review* 12, (1), 99-129.
- Vercelli, A. (2013). Financialization in a long-run perspective: An evolutionary approach. *International Journal of Political Economy* 42, (4), 19-46.