

# Discusión teórica sobre la *financiarización*: marxistas, poskeynesianos y en economías subdesarrolladas<sup>1</sup>

Theoretical discussion on *financialization*: Marxists, post-Keynesians and in underdeveloped economies

Giovanni Villavicencio<sup>2</sup>

Monika Meireles<sup>3</sup>

## Resumen

Alrededor del concepto *financiarización* hay mucho debate, justamente porque no se ha logrado conformar una definición tajante y definitiva, incluso si consideramos el seno de una misma tradición teórica. La dificultad en encontrarse un consenso entre los analistas para aclarar concluyentemente de qué se está hablando al mencionar lo que es la financiarización se agrava cuando llevamos en cuenta la multiplicidad de definiciones que emergen del abanico de autores de diversas corrientes heterodoxas que utilizan esa misma categoría, pero dándole distintos significados. Así, el objetivo de este trabajo es revisar algunas de las aportaciones más relevantes sobre la definición de financiarización, con destaque para las discusiones en tres grupos: marxistas, poskeynesianos y en economías subdesarrolladas. Siendo que en ese último grupo nos deparamos tanto con autores latinoamericanos que son marxistas y/o poskeynesianos, como con economistas heterodoxos de otras latitudes que reflexionan sobre cómo se manifiesta la financiarización en los países periféricos.

**Palabras clave:** Financiarización, marxismo, poskeynesianismo, economías subdesarrolladas.

---

<sup>1</sup> La presente investigación fue realizada gracias al apoyo de la DGAPA-UNAM, a través del proyecto de investigación “Crédito, dinámica bancaria y mercados financieros emergentes: financiarización y desarrollo en el siglo XXI (PAPIIT IA301018).

<sup>2</sup> Licenciado en Economía por la UNAM. E-mail: villavicenciogio@gmail.com.

<sup>3</sup> Investigadora asociada C del IIEc-UNAM. E-mail: momeireles@iiec.unam.mx.

## Abstract

Around the concept of financialization, there is still much debate, precisely because it has not been possible to form a definitive definition, even if we consider the bosom of the same theoretical tradition. The difficulty in finding a consensus among analysts to conclusively clarify what is being talked about when mentioning financialization is aggravated when we take into account the multiplicity of definitions that emerge from the wide range of authors of diverse heterodox currents using the same category but giving it different meanings. Thus, the aim of this paper is to review some of the most relevant contributions on the definition of financialization, with emphasis on the discussions of three groups: Marxists, Post-Keynesians and in underdeveloped economies. Being that in this last group we face both Latin American authors who are Marxists and/or Post Keynesians, as well as heterodox economists from other latitudes who reflect on how financialization manifests itself in the countries of the region.

**Keywords:** Financialization, Marxism, Post-Keynesianism, underdeveloped economies.

## Introducción

Alrededor del concepto *financiarización* todavía hay mucho debate, justamente por no se ha logrado conformar una definición tajante y definitiva, incluso si consideramos el seno de una misma tradición teórica. La dificultad en encontrarse un consenso entre los analistas para aclarar concluyentemente de qué se está hablando al mencionar lo que es la financiarización se agrava cuando llevamos en cuenta la distinta filiación en términos de escuela de pensamiento que predomina en la formación teórica de esos. Así, en interior del campo heterodoxo del espectro de las ciencias económicas, se puede identificar al menos un debate bastante promisor acerca de que elemento deba ser esencial en la definición de lo que se entiende por financiarización: a) los marxistas y b) los poskeynesianos.

Sin preocuparnos en mapear demasiado cómo las dos tradiciones vienen estableciendo un proficuo dialogo para entender el papel de

las finanzas en el capitalismo contemporáneo, y sin tampoco entrar en el riesgoso debate de la “rigurosidad” teórico-metodológica con la que autores marxistas vienen tomando prestado categorías de análisis poskeynesianas y viceversa, una versión más corriente y amplia –y quizás por eso menos cuidadosa– del fenómeno puede estar dada por: “financiarización significa el aumento del papel de los motivos financieros, de los mercados financieros, de los agentes financieros y de las instituciones financieras en la operación de la economía doméstica e internacional” (Epstein, 2005: 3, *traducción nuestra*). Esa definición es intencionalmente muy plástica, el sacrificio de la exactitud de su enunciado se hace en pro de acomodar la multiplicidad de estudios realizados utilizando la financiarización como referente aglutinador central. Para hacer una lista corta, en ella cabe desde el estudio de los cambios en el modelo de negocio de los grandes bancos, la investigación sobre el protagonismo creciente de los nuevos inversionistas institucionales en los mercados financieros, la averiguación crítica de la nueva gestión de tesorería de las empresas no-financieras, la alteración en la disponibilidad de crédito para el financiamiento a la actividad productiva y los recursos para el apalancamiento del continuo juego especulativo, la forma subordinada en la que los países emergentes ingresan a los circuitos financieros globales e incluso temas relacionados a la financiarización en perspectiva de desigualdad de género. En este contexto, el objetivo de este trabajo es hacer una revisión sobre las teorías de la financiarización en tres tiempos, a saber: en la perspectiva de autores marxistas, poskeynesianos y en economías subdesarrolladas.

Para facilidad de exposición de la discusión teórica señalada, el presente trabajo se encuentra dividido en cuatro apartados. En el primer apartado hacemos una breve revisión de las teorías de la financiarización en clave marxista; comenzando con el estudio de las finanzas en Marx (2004, [1867]), donde retomamos la categoría *capital que devenga interés* y el papel del crédito. Después,

estudiamos el trabajo de Costas Lapavitsas (2016), en este marco, la financiarización es la expansión sin precedentes de la actividad financiera, el aumento de los beneficios financieros y la influencia de las relaciones financieras sobre la economía y la sociedad. Posteriormente, revisamos las aportaciones de Ben Fine (2013), quien argumenta que la financiarización se relaciona con la expansión intensiva y extensiva del capital que devenga interés. En seguida, se estudia la perspectiva de Cédric Durand (2017), quien menciona que la financiarización se caracteriza por la acumulación y comercio de *capital ficticio* en forma de acciones, derivados y otros instrumentos financieros.

En el segundo apartado hacemos revisión de las teorías de la financiarización en clave poskeynesiana a través de cuatro autores. Primero se estudia a Thomas Palley (2007), para quien la financiarización en un proceso que se caracteriza por una mayor influencia de los mercados financieros, las instituciones financieras y las élites financieras. Después, se revisa a Engelbert Stockhammer (2012), quien menciona que el endeudamiento de los hogares ha fungido como sustituto al aumento salarial. Por otra parte, Özgür Orhangazi (2011) argumenta que las empresas no financieras han modificado su estrategia de inversión para poder obtener mayores ganancias a través del comercio financiero. En este mismo sentido, Robert Guttman (2016) identifica la creciente importancia de los instrumentos financieros como elemento característico del fenómeno analizado.

En el tercer apartado estudiamos los trabajos sobre la financiarización en economías emergentes. Primero, se comenta el trabajo de Arturo Guillén (2015), identificando al capital financiero como fracción dominante en el régimen de acumulación capitalista; y, en segundo lugar, analizamos los determinantes de la financiarización en los países periféricos (Correa *et al.*, 2012; Becker *et al.*, 2010). Posteriormente, retomamos el argumento de Jeff Powell (2013a), quien señala que el proceso de

financiarización ha ocurrido de forma diferente en los países del centro y los países de la periferia, de manera que, las economías emergentes se insertan a los mercados financieros bajo una *financiarización subordinada*. Posteriormente, estudiamos la idea de la *jerarquía de monedas* (Bortz y Kaltenbrunner, 2017; Fritz *et al.*, 2017), argumentando que las tasas de cambio de la periferia se encuentran subordinadas a los vaivenes del dólar estadounidense. Finalmente, el cuarto apartado presenta conclusiones.

### ***1. Dos conceptos marxianos para entender a la financiarización: capital que devenga interés y capital ficticio***

Jeff Powell (2018) argumenta que la investigación marxista relacionada a la financiarización posee una considerable ventaja al contar con una metodología coherente para abordar el tema. Desde esta perspectiva, el materialismo histórico sostiene que la financiarización está necesariamente enraizada en un contexto temporal, espacial e institucional particular, y, por consiguiente, no es un “accidente histórico” o un proyecto de política equivocado.

En este contexto, el uso de una comprensión dialéctica no debe ser categorizado como una especie de prevaricación intelectual. Así, surge la necesidad de ver a las finanzas, los agentes financieros, las instituciones y el capital financiero, entendidos en una forma amplia y compleja, asumiéndolos como factores simultáneamente funcionales y disfuncionales para la acumulación capitalista. Por ejemplo, las finanzas pueden ser funcionales cuando el crédito se destina a incrementar la producción, y disfuncionales cuando el capital prestable crea valor fuera de la esfera de la producción. Esto representa una ruptura aguda con las exhortaciones keynesianas a la eutanasia del rentista, y evita combinar juicios morales con evaluaciones del valor instrumental de las finanzas para la acumulación capitalista. La dialéctica también abre nuestro análisis a la importancia de la emergencia, es decir, el reconocimiento de que el cambio cuantitativo en una relación preexistente

puede, en algún momento, emerger como un cambio cualitativo sistémico (Powell, 2018: 3).

En efecto, el materialismo histórico proporciona el andamiaje sobre el cual debe construirse el trabajo marxista sobre la financiarización. Esto alienta un intento de desenredar la apariencia y la esencia, busca evitar la confusión sobre el nivel de abstracción del análisis y abarca la naturaleza dialéctica de las finanzas (Powell, 2018: 14). Sin embargo, en el seno mismo de la tradición marxista no hay consenso entre los autores que hacen uso del término financiarización en sus trabajos sobre cuál es el árbol genealógico categorial más adecuado para conectarla con los planteamientos marxianos originales. Por un lado, tenemos la lectura de Costas Lapavistas (2017) y Ben Fine (2013), que retoman la categoría *capital que devenga interés* para analizar las tendencias financieras contemporáneas. Mientras que, por otro lado, Cédric Durand (2017) retoma la categoría *capital ficticio* para referirse a la creación de valor que ocurre fuera de la esfera productiva.

Podemos encontrar antecedentes que han inspirado los debates teóricos sobre la financiarización en el tercer tomo de *El Capital* de Karl Marx, donde el científico alemán realizó una revisión sobre el papel del crédito y la innovación financiera. Por lo que se refiere al *capital que devenga interés* (CDI), Marx lo categoriza como un nuevo tipo de capital monetario que surge para satisfacer las necesidades de financiamiento de la industria.<sup>4</sup> De acuerdo con Lapavistas (2017), existe una cierta ambigüedad en el análisis de Marx sobre el capital que devenga interés, de manera que podemos

---

<sup>4</sup> La *innovación financiera* funge como una especie de salvavidas para la producción. No obstante, esta perspectiva funcionalista sobre el financiamiento se vuelve obsoleta cuando desaparece la relación de subordinación entre el crédito y la producción (Toporowski, 2016: 16). Por otra parte, la figura del crédito aparece cuando el capitalista entrega una letra de cambio por la compra de mercancías; este documento se convertirá en capital dinerario al final de determinado periodo. En otras palabras, las letras de cambio toman la figura de dinero comercial (Marx, 2004, [1867]: 381).

identificar dos enfoques en la lectura de *El Capital*. En primer lugar, se refiere al capital que devenga interés (CDI) a partir de la relación entre un capitalista que posee dinero y un capitalista que anhela un proyecto de inversión. En segundo lugar, se refiere a la generación de sumas ociosas de dinero en el volumen de negocios de capital social, que se transforman posteriormente en capital prestable por el sistema de crédito. Marx analizó la naturaleza del capital que devenga interés partiendo del supuesto de que los capitalistas prestamistas (poseedores de dinero) anticipan préstamos a los capitalistas prestatarios.

De acuerdo con el primer enfoque, el interés emerge como una fracción de las ganancias generadas por los proyectos de inversión de los capitalistas prestatarios (Lapavitsas, 2017: 126). Bajo estas circunstancias, el dinero adquiere un valor de uso peculiar que le permite funcionar como capital, es decir, se vuelve capaz de iniciar el circuito de capital o ampliar los circuitos existentes y así producir ganancias. Las implicaciones son profundas dado que, por poseer este valor de uso peculiar, el dinero puede ser negociado como una mercancía peculiar; en otras palabras, como capital que devenga interés. Así pues, siendo un producto peculiar, el precio del CDI (la tasa de interés) también es peculiar (Lapavitsas, 2017: 127). Para definir el precio peculiar del CDI, es necesario especificar más profundamente su valor de uso, es decir, la capacidad del dinero en general para producir el beneficio promedio para su usuario; por consiguiente, el CDI se forma a medida que se compra y vende la capacidad generadora de ganancias promedio del dinero. Este es un comercio peculiar porque la propiedad del capital monetario como el portador de la capacidad de generar potencialmente el beneficio promedio permanece con el vendedor, de manera que, el CDI es prestado en lugar de comprado y vendido. La recompensa del propietario por prestar el capital monetario durante un período específico es una parte de las ganancias generadas en promedio, es decir, el interés (Lapavitsas, 2017: 128).

En este sentido, el dinero posee el valor de uso peculiar de poder generar ganancias promedio. En otras palabras, el dueño de una suma de dinero puede separarse de ella temporalmente, para posteriormente apropiarse de una parte del beneficio potencial. Por consiguiente, existe una oposición entre el interés y el beneficio del prestatario, que comienza como una división puramente cuantitativa del beneficio total, pero que luego se convertirá en una distinción cualitativa entre las dos formas de ingreso. Mientras que el interés son los ingresos que se acumulan por la posesión de capital del prestamista, el beneficio del prestatario es un ingreso que se acumula por funcionar como capitalista y organizar la producción (Lapavitsas, 2017: 131).

Por otra parte, el segundo enfoque se concentra en la generación de dinero inactivo en la rotación de capital, Marx indicó que el dinero ocioso que se crea regularmente a medida que se atraviesa el circuito de capital, sirve como base para el sistema de crédito capitalista. El sistema de crédito es un conjunto de mecanismos sociales que movilizan el dinero inactivo generado en la rotación del capital, lo transforman en una mercancía homogénea al convertirlo en CDI y lo redirigen a la acumulación (Lapavitsas, 2017: 134). De manera que la transformación de dinero temporalmente inactivo en CDI, a través de los mecanismos del sistema de crédito, se produce fuera del proceso de acumulación, a pesar de derivarse de este último y regresar a él. Por lo tanto, las operaciones del sistema de crédito y el movimiento característico del CDI poseen un grado relativo de autonomía con respecto a la acumulación real. Esta autonomía relativa se manifiesta en la capacidad de las instituciones de crédito para recaudar dinero extra de todos los sectores de la sociedad, así como en su capacidad para seguir obteniendo beneficios, incluso si la acumulación real enfrenta dificultades (Lapavitsas, 2017: 136).

Tras la relectura detallada de la categoría CDI, Lapavitsas (2016) se dedica a pensar la crisis de 2007-2008 con base en las categorías marxianas.<sup>5</sup> Tras la crisis, ha sido inescapable reconocer a las finanzas como protagonistas de la economía tanto a nivel local como a nivel internacional. De acuerdo con Lapavitsas (2016), el origen del término financiarización guarda relación con la economía política marxiana: por una parte, la financiarización describe un proceso de transformación sistémica; por otra parte, describe las tensiones de clase entre la oligarquía financiera y los demás sectores de la economía. En este marco, el capital financiero participa en la actividad económica a través de los mercados financieros, en orden de obtener grandes cuotas de plusvalor. No obstante, el capital financiero puede llevar a la economía a un periodo de crisis como lo hizo en 2007-2008. La financiarización ha configurado una transformación en el régimen de acumulación capitalista; además, la crisis de 2007-2008 fue una crisis de financiarización (Lapavitsas, 2016: 21).

Conviene subrayar que el capitalismo se puede transformar ya sea por cuestiones de competitividad internacional o por mecanismos para abolir la tendencia decreciente de la tasa de ganancia. Lapavitsas (2016) argumenta que el auge de las finanzas comenzó a partir de los últimos años de la década de los setentas. Durante este periodo se presentó una transformación en el aparato

---

<sup>5</sup> Para algunos autores, el trabajo de Costas Lapavitsas (2016) no encaja exactamente en el llamado marxismo clásico, sino que representa un acercamiento a las interpretaciones poskeynesianas. Así, se podría considerarlo una especie de abordaje que se caracteriza por ser marxista-poskeynesiano. En la tesis de maestría, Ilich García argumenta que: “la literatura de la corriente denominada marxismo-poskeynesiano, emplea sólo formalmente el marxismo y se apoya fundamentalmente en una teoría de la acumulación, de la crisis, del crédito y de la moneda keynesiana y poskeynesiana, por lo cual sus contribuciones son ajenas al desarrollo positivo de la economía política marxista y representan un esfuerzo por desarrollar la categoría de financiarización” (García, 2018, 146) y continúa: “tanto Foster y Madgoff, como Lapavitsas son ajenos a la teoría marxista de la acumulación del valor y de la crisis” (García, 2018: 156). Sin embargo, no estamos completamente de acuerdo con ese tipo de aseveración. Es bastante claro que la teoría monetaria marxista está presente cuando Lapavitsas (2016) desarrolla los fundamentos teóricos del capitalismo financiarizado, en especial cuando hace constante referencia a la categoría marxiana de dinero mundial: “La complejidad del papel de la moneda mundial queda clara en el análisis de Marx sobre las condiciones monetarias y comerciales concretas de su época, que se encuentra en varios capítulos de la parte cinco del tercer volumen de *El Capital*” (Lapavitsas, 2016: 142).

productivo mundial como resultado de la revolución tecnológica y de los medios de comunicación; así como el ascenso de las empresas transnacionales como organismos líderes en el *capitalismo financiarizado*. Sobre el contexto institucional, ocurrió un proceso de desregulación financiera; de ahí que, a partir de los años ochenta, la financiarización haya sido predominante sobre otros métodos de acumulación capitalista. Por consiguiente, se ha presentado una disminución en la tasa de ganancia del sector productivo, acompañada de un aumento constante en el plusvalor relacionado con la actividad financiera (Lapavitsas, 2016: 22). Así pues, en el marco de la financiarización se han presentado tres propensiones en el proceso de acumulación de las economías centrales: i) las empresas no financieras han incrementado su participación en los mercados financieros; ii) la preferencia de los bancos por el comercio financiero; iii) la creciente confianza de los individuos para participar en la actividad financiera (Lapavitsas, 2016: 22-23).<sup>6</sup>

Por lo que se refiere a los fundamentos monetarios del capitalismo financiarizado, en primer lugar, la financiarización puede relacionarse con la ruptura del patrón oro o en términos marxistas, con la retirada del dinero mercancía. En este marco, la forma

---

<sup>6</sup> Como él mismo asevera: “Tres tendencias características de la acumulación en los países maduros han convertido a la financiarización en una fuerza de transformación estructural del capitalismo contemporáneo. En primer lugar, las empresas no financieras se han implicado cada vez más en procesos financieros en tanto actores independientes, emprendiendo a menudo transacciones en el mercado financiero por cuenta propia. La financiarización de las empresas industriales y comerciales ha afectado a su rentabilidad, a su organización interna y a las perspectivas de inversión. Las empresas no financieras han pasado a estar relativamente más alejadas de los bancos y de otras instituciones financieras. En segundo lugar, los bancos se han centrado en las transacciones en los mercados financieros abiertos, con el objetivo de obtener beneficios a través del comercio financiero en vez de hacerlo a través de la actividad crediticia. Al mismo tiempo, los bancos han dirigido su atención hacia la renta de los individuos y de los hogares como fuente de ganancias, combinando a menudo el comercio en los mercados abiertos con el crédito a los hogares o la captación del ahorro de los hogares. En tercer lugar, los individuos y los hogares han confiado cada vez más en el sistema financiero formal para facilitar su acceso a bienes y servicios esenciales como la vivienda, la educación, la sanidad o el transporte. El ahorro de los hogares y de los individuos también se ha movilizó cada vez más a través del sistema financiero formal” (Lapavitsas, 2013: 22-23).

predominante de dinero en el capitalismo financiarizado es el dinero crediticio; es decir, el dinero que se deriva de promesas de pago y que se encuentra respaldado por una serie de activos financieros. Así pues, la expansión del sistema de crédito ha configurado al dinero crediticio como la forma sobresaliente de dinero en la esfera monetaria; sin embargo, también se han desarrollado nuevas formas de dinero como el dinero electrónico y las *criptomonedas*. Por otra parte, el segundo fundamento monetario se refiere al ascenso de la banca central como institución dominante en el capitalismo financiarizado, así pues, los bancos privados se han vuelto más dependientes de los bancos centrales, dado que funcionan como proveedores de liquidez y prestamistas de última instancia. En tercer lugar, el dólar estadounidense se ha convertido en la moneda cuasi mundial, en el sentido que funciona como medio internacional de pago y como reserva de los bancos centrales (Lapavitsas, 2016: 104-105).

Ahora bien, cómo se mencionó anteriormente, el dinero crediticio surge a partir de los pasivos que emiten las instituciones financieras para financiar sus préstamos; asimismo, los bancos deciden concentrar sus activos en un único banco que es la banca central, respaldada por el Estado. Los pasivos de los bancos se convierten en una forma de dinero de curso legal utilizada para solventar deudas y obligaciones, es decir, el dinero crediticio es originalmente creado por los bancos privados, y transformado por el Estado en una promesa de pago con los pasivos de la banca central. En este contexto, las reservas internacionales funcionan como un instrumento de los bancos centrales para intervenir en los flujos de crédito (Lapavitsas, 2016: 107). En este contexto, un derivado es un tipo de contrato que permite asegurar el pago sobre un activo subyacente en el largo plazo, el ejemplo más común de este tipo de activos son los títulos financieros.

De acuerdo con Ben Fine (2013), la *financiarización* puede ser vista como la expansión del capital que devenga interés en formas intensivas y extensivas. En primer lugar, la intensiva se refiere al

aumento y proliferación de activos financieros cada vez más distantes de vínculos con la producción y comercio de mercancías/productos. En segundo lugar, la extensiva se refiere al desparramar del capital que devenga interés en nuevas áreas de la vida económico-social.

Asimismo, desde una perspectiva marxista, el dinero puede ser utilizado como crédito o como capital, de ahí que el dinero mismo se use para crear más dinero. En otras palabras, el dinero puede ser prestado en orden de aumentar la acumulación de capital; de manera que, el CDI toma la forma de capital ficticio, no porque no exista, sino porque es ajeno a la circulación y al rendimiento de capital que representa (Fine, 2013: 49). En este sentido, una hipoteca, por ejemplo, sigue siendo una relación crediticia simple entre el prestatario y el prestamista. No obstante, esta relación se complejiza cuando la obligación hipotecaria se vende como parte de algún otro activo. En efecto, la financiarización ha incrementado la influencia de las finanzas sobre la distribución de los recursos, la producción y el empleo (Fine *et al.*, 2017: 687). Así, la financiarización ha configurado una transformación en la forma de organización económica y social y, en este marco, la figura del Estado ha sido fundamental para imponer, conducir y administrar la internacionalización de las finanzas, bajo el perverso velo ideológico de promover el no intervencionismo (Fine *et al.*, 2017: 685). Por otra parte, Cédric Durand (2017) argumenta que la financiarización no puede ser vista como un epifenómeno, sino más bien es un proceso que surge a partir de las características del capitalismo mundial. En este abordaje, la acumulación y comercio de capital ficticio juegan un papel predominante a través de acciones, derivados y otros instrumentos de innovación financiera.

Ahora bien, es necesario hacer una revisión sobre la pluralidad del concepto, que es asociada a los diferentes determinantes que configuran la financiarización contemporánea; por una parte, está

la liberalización de las finanzas, por otra la internacionalización y el auge de los mercados financieros. También podemos hablar del creciente endeudamiento de las empresas, los hogares y los Estados-nación (Durand, 2017: 15). En efecto, los mercados financieros son completamente diferentes a los mercados tradicionales de bienes y servicios, dado que en los segundos el alza en el precio de las mercancías desestimula la demanda. No obstante, esta condición no se cumple en los primeros, por el contrario, la demanda tiende a aumentar cuando ocurre un alza en el precio. Es importante mencionar que la compra de un producto financiero no se relaciona con un valor de uso, sino con uno de cambio, es decir, el objetivo principal del comercio financiero es conseguir la mayor cuota de plusvalor.

En el marco de la financiarización, los banqueros y los intermediarios financieros compiten entre sí, en orden de conseguir una ganancia extraordinaria; esta competencia ha generado la tendencia a innovar o crear nuevos productos financieros. En este sentido, la innovación financiera puede tener tres tipos de relaciones con las deudas y los ingresos. En primer lugar, se trata de un momento durante el cual los ingresos financieros son suficientes para cubrir el reembolso, en estas condiciones el comercio financiero no repercute con la reproducción tradicional de la economía. En segundo lugar, se refiere a la situación donde las empresas mantienen su endeudamiento, esta condición se relaciona con un ambiente especulativo. Ahora bien, bajo las condiciones del segundo caso cabe la posibilidad de caer en el tercero; esto es cuando los ingresos son insuficientes para satisfacer el pago de intereses (Durand, 2017: 33). Así pues, el precio de los activos financieros depende de dos condicionantes: la especulación y la relación que guardan con su valor original.

Aún de acuerdo con Durand (2017), Marx (2004, [1867]) identifica tres formas de capital ficticio: el dinero crediticio, los bonos gubernamentales y las acciones. El dinero crediticio puede ser entendido como la forma más compleja de capital ficticio porque

también podría categorizarse como capital que devenga interés; dado que puede o no tener relación con el proceso productivo. El carácter ficticio de la deuda pública es más evidente de inmediato, dado que, no tiene ninguna contrapartida con el capital valorizado a través de los procesos de producción. Incluso si los gastos financiados por la deuda están relacionados con la inversión en infraestructura o el sistema educativo, no tienen un retorno monetario directo al que correspondan los reembolsos. Por lo que se refiere a las acciones, su valor no se relaciona directamente con el proceso productivo, por lo cual son ficticias por naturaleza (Durand, 2017: 50).

La creciente importancia del capital ficticio se relaciona con un nuevo régimen de acumulación en el que factores como la expansión del crédito, la implementación de una política monetaria antinflacionaria y la liberación de los flujos de capitales, juegan un papel determinante en la economía. Por lo que se refiere a la liberación de los tipos de cambio, por un lado, las fluctuaciones cambiarias ofrecen oportunidades de especulación y; por otro lado, generan una mayor necesidad de cobertura para los agentes no financieros. Así, la flotación de los tipos de cambio ha permitido crear de nuevos instrumentos de capital ficticio que son ajenos a la producción de mercancías (Durand, 2017: 66). Estas nuevas formas de capital ficticio se han desarrollado en una zona gris fuera de la regulación de los mercados financieros tradicionales, es decir, son perfectos ejemplos de *shadow banking*. Por una parte, los prestatarios se han vuelto cada vez menos dependientes de los bancos privados, y más cercanos al comercio financiero; por otra parte, la desintermediación también ha provocado que los bancos comerciales incrementen su participación en los mercados financieros, con el fin de obtener mayor rentabilidad a través del *shadow banking*. En suma, la categoría capital ficticio propuesta por Marx (2004, [1867]), plantea directamente la relación problemática que existe entre la acumulación real y la acumulación

financiera. Siguiendo este enfoque, la valorización adelantada de capital puede estimular el proceso de acumulación real; no obstante, Marx (2004, [1867]) enfatiza claramente los efectos disruptivos que puede ocasionar la “fantasmagoría financiera” (Durand, 2017: 67).

## ***2. La financiarización en clave poskeynesiana: la compleja relación entre el sector real y el sector financiero***

Como se mencionó con anterioridad, la profundización del estudio de la financiarización y las temáticas que se relacionan a ésta, han dado lugar a la creación de diferentes perspectivas o corrientes de pensamiento, siendo el poskeynesianismo uno de los enfoques de mayor relevancia. En una palabra, y corriendo el riesgo de una peligrosa generalización, en esa literatura los principales impactos de la financiarización son: a) aumento de la significancia del sector financiero con relación al sector real; b) la transferencia de ingreso del sector real al sector financiero; y c) el aumento de la desigualdad en la distribución del ingreso y la tendencia al estancamiento de los salarios (Palley, 2007; Stockhammer, 2012; Orhangazi, 2011). Sin embargo, también podemos encontrar un análisis híbrido entre el poskeynesianismo y el marxismo, que nos permite analizar los impactos antes mencionados mediante la noción del régimen de acumulación con predominancia financiera (Stockhammer, 2012) y la categoría capital ficticio (Guttman, 2016).<sup>7</sup> Así, el objetivo de este apartado es proporcionar los

---

<sup>7</sup> Siguiendo nuevamente a García (2018): “El marxismo-poskeynesiano, por el contrario, plantean la transformación del capitalismo a través del sector financiero dando lugar a la emergencia de una nueva etapa en el desarrollo del capitalismo, caracterizada por rasgos inéditos, el principal de los cuales es el predominio de las finanzas sobre la propia acumulación de capital, abandonan el terreno de la teoría valor-trabajo marxista por considerarla inoperante en el sector financiero transformado, y asumen de lleno teorías alternativas (hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky, teoría de las burbujas bursátiles de Kindleberger) que atribuyen una eficacia propia al sistema financiero, detrás de la cual estaría la crisis de 2007-2008 como una crisis financiera” (García, 2018: 157-158). Sin embargo, la estricta categorización de García (2018) no le permite disfrutar del enriquecimiento que trae consigo el constante diálogo de marxistas y poskeynesianos. Además, en contraste con este trabajo su investigación no tiene ningún interés en aterrizar sus planteamientos a la situación de los países subdesarrollados.

elementos teóricos para comprender la financiarización desde una perspectiva poskeynesiana.

De acuerdo con Thomas Palley (2007), en el campo de estudio de la financiarización podemos encontrar la vertiente poskeynesiana, que resalta las implicaciones de la deuda sobre la distribución del ingreso y la demanda agregada. No obstante, este enfoque ha sido ignorado por el *mainstream* teórico, argumentando que la expansión de los mercados financieros mejora la eficiencia económica. Desde esta perspectiva, la financiarización es un proceso que se relaciona con una mayor influencia de los mercados financieros, las instituciones financieras y las élites financieras sobre la economía. En este sentido, la financiarización se caracteriza por la creciente importancia del sector financiero sobre el sector productivo; así pues, ocurre una transferencia de ingresos del sector real al financiero. Por otra parte, ha ocurrido un empeoramiento en la distribución del ingreso y los salarios se han estancado (Palley, 2007: 3).

En este marco, el argumento poskeynesiano de la *destrucción de la prosperidad compartida* sostiene que la crisis está enraizada al paradigma económico neoliberal que ha guiado la política económica durante los últimos treinta años. Una característica importante de este argumento es que, aunque Estados Unidos fue el epicentro de la crisis de 2007-2008; todos los países están implicados de alguna manera, dado que, participaron en la adopción de un paradigma de política sistémicamente defectuoso. Ese paradigma infectó a las finanzas a través de una regulación inadecuada, permitiendo la acumulación de un exceso de beneficios y la expansión sin precedentes de la actividad financiera que condujeron a la crisis de 2007-2008. No obstante, el exceso financiero es solo un elemento de la crisis y la explicación completa es mucho más profunda que la desregulación de los mercados financieros (Palley, 2015: 5).

En primer lugar, se ha presentado un aumento en la relación deuda-ingreso de los hogares, así como en la relación deuda corporativa-capital. La era de la financiarización se caracteriza por una creciente fragilidad en el sistema; en concreto, se ha presentado una ruptura entre los salarios y el nivel de productividad, misma que se ve reflejada en la desigualdad de ingresos de la población. En efecto, el nuevo modelo económico es resultado del pensamiento económico neoliberal. Sus principales efectos fueron: i) debilitar la posición de los trabajadores; ii) fortalecer la posición de las corporaciones; y iii) estimular los mercados financieros para servir a los intereses de las élites financieras y empresariales. Por un lado, el modelo corporativo de globalización pone a los trabajadores en competencia internacional, a través de redes de producción global que están respaldadas por acuerdos de libre comercio y libre movilidad de capital. Por otro lado, la agenda gubernamental impulsó persistentemente la desregulación, sin considerar los peligros que esto implicaba. Finalmente, la agenda de flexibilidad del mercado laboral atacó a los sindicatos y beneficios sociales del mercado laboral, como al salario mínimo, el seguro de desempleo, la protección laboral y los derechos de los empleados (Palley, 2015: 7).

Siguiendo este enfoque, el aumento en la deuda de los hogares, el empeoramiento en la distribución del ingreso y estancamiento de los salarios se relacionan con los cambios estructurales que ha provocado la financiarización. Entre estos cambios se encuentran la política económica y la preferencia de las empresas por participar en el comercio financiero. En este marco, las empresas eligen la financiación de deuda sobre otras actividades; la primera razón tiene que ver con el código fiscal, dado que, el pago de intereses es mayor al de los beneficios de invertir en el sector productivo. La segunda razón es que el financiamiento por deuda

aumenta el apalancamiento y, por consiguiente, genera un alza en la tasa de rendimiento del capital social (Palley, 2007: 18).<sup>8</sup>

Por lo que se refiere al nuevo modelo de negocios, es necesario mencionar que, en el caso de Estados Unidos, la estrategia adoptada a partir de los años ochenta se caracteriza por la sobrevaluación del dólar, un creciente déficit comercial, bajas tasas de inflación, el aumento en el precio de las acciones, el quiebre de la relación salario-productividad y el aumento del endeudamiento empresarial. De ahí que, en la era de la financiarización, el nuevo modelo de negocios promueva el auge financiero y las importaciones de bajo costo. Ahora bien, la tendencia al endeudamiento se relaciona directamente con el aumento en el precio de los activos financieros, dando seguridad y respaldo a las empresas y los consumidores que han adquirido contratos de deuda. En este sentido, la innovación financiera funge como defensora de este nuevo modelo, dado que, permite un mayor apalancamiento a través de la oferta de nuevos productos financieros (Palley, 2007: 24).

Una característica importante de la hipótesis poskeynesiana es que la política neoliberal fue implementada a nivel mundial, tanto en países desarrollados como de la periferia. Es decir, al igual que en Estados Unidos, también hubo una ruptura estructural en el régimen de políticas de Europa y América Latina (AL). En el caso de AL, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) jugaron un papel importante, dado que, utilizaron la incertidumbre económica creada por la crisis de deuda en los años

---

<sup>8</sup> En palabras del autor: “Corporations have also been encouraged to adopt a cult of debt finance. One reason is the tax code, which treats interest payments more favorably than profits. A second reason is that managers may have used debt as a tactic to drain free cash flow out of firms, thereby putting pressure on workers and leaving less for other claimants on the firms’ income stream). A third reason is that debt financing increases leverage, thereby potentially raising the rate of return on equity capital. Such financial engineering fits with the Wall Street agenda that has demanded corporations earn higher rates of return” (Palley, 2007: 18).

ochenta para condicionar la asistencia financiera a la instrumentación de las políticas neoliberales. Esta difusión global multiplicó el impacto de la política económica neoliberal y explica por qué el Consenso de Washington (aplicado por el FMI y el BM) ha sido tan significativo. Además, también explica por qué el estancamiento ha adquirido una dimensión global (Palley, 2015: 8) En suma, para estimular el crecimiento económico, mejorar la disminución del ingreso y aumentar los salarios es necesario realizar un cambio en las políticas nacionales. Siendo los mercados financieros el corazón de la financiarización, surge la necesidad de crear reformas que permitan una relación más armónica entre comercio financiero y desarrollo.

Por otra parte, Engelbert Stockhammer (2012) argumenta que la financiarización ha dado lugar a un régimen de acumulación con predominancia financiera (Chesnais, 2002, 2016); en este sentido, el empeoramiento de la distribución de la riqueza y la crisis de 2007-2008 son resultado de la financiarización. Bajo este nuevo régimen, el sector financiero se ha expandido y la relación capital-trabajo se ha transformado; es decir, los mayores beneficios se concentran en el comercio financiero. En este sentido, las últimas décadas han sido testigos de: i) aumento en las inversiones en activos financieros; y ii) desaceleración en la acumulación de activos físicos. Algunos economistas, e incluso más activistas políticos, han argumentado que existe un vínculo estructural entre los dos fenómenos. En otras palabras, la *inversión financiera* está reemplazando a la inversión física (Stockhammer, 2004: 717).<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup> Aún sobre esa creciente sustitución, él afirma: “The past decades have witnessed a rise in investments in financial assets at the same time as a slowdown of accumulation of physical assets. Some economists, and even more political activists, have argued that there is a structural link between the two phenomena: financial investment is replacing physical investment. However, most economists remain unconvinced. Financial investment is a transfer of assets, not a use of income. Buying stocks transfers liquidity from one economic agent to another, possibly from firms with bad investment opportunities to ones with good opportunities” (Stockhammer, 2004: 717).

Ahora bien, la ingeniería financiera permite a las empresas modificar sus balances y obtener mayor liquidez, de manera que, bajo un régimen de acumulación con predominio financiero, la tasa de ganancia aumenta mientras que la de inversión presenta un lento crecimiento. Durante el proceso de desregulación financiera se ha incrementado el nivel de volatilidad de los mercados financieros; no obstante, a pesar de la incertidumbre que esto genera, las empresas optan por participar mayormente en el comercio financiero disminuyendo las inversiones en el sector real. Cuando se habla de *shadow banks*, nos referimos a instituciones financieras no bancarias como los fondos de inversión y las compañías de seguros; es importante subrayar que, este tipo de instituciones tienden a estar menormente reguladas. Los *shadow banks* llevan a cabo funciones similares a la banca tradicional y han sido partícipes del proceso de financiarización; asimismo, los *shadow banks* hacen uso de la ingeniería financiera para maximizar sus beneficios e incluso evadir impuestos (Stockhammer, 2012: 49). En efecto, la actividad financiera se ha incrementado por encima de la actividad real, las empresas han disminuido su participación en el sector productivo para obtener ganancias más líquidas en el sector financiero. En este contexto, el endeudamiento de las empresas y los hogares ha aumentado. En el caso de los hogares, el creciente endeudamiento es resultado de dos factores: primero, de la tendencia a consumir de forma insostenible y segundo, del estancamiento de los salarios. La deuda representa un sustituto al aumento salarial, además el consumo crece por encima del ingreso.

Por lo que se refiere a las economías en desarrollo, el proceso de financiarización ha configurado una creciente inestabilidad en el tipo de cambio; la evidencia ha demostrado que las crisis cambiarias ocurren como consecuencia de la entrada y salida de flujos de capitales. Bajo un régimen de acumulación con predominancia financiera, los países pueden sostener un déficit en la cuenta corriente, siempre y cuando exista la posibilidad de atraer

flujos de capitales (Stockhammer, 2012: 55). En efecto, la liberación de capitales se relaciona con la tendencia a mantener un déficit en la cuenta corriente; de ahí que, en las economías de la periferia, la entrada y salida de flujos especulativos sumada a la inestabilidad en la tasa de cambio sean los elementos de mayor importancia en el proceso de financiarización. Así pues, la liberación de capitales ha disminuido las presiones sobre la cuenta corriente, no obstante, la volatilidad de los tipos de cambio se relaciona con la fragilidad financiera, de manera que, los shocks en el sector financiero se han vuelto más comunes y más graves (Stockhammer, 2012: 41). En suma, la crisis de 2007-2008 debe ser estudiada como una consecuencia del proceso de financiarización; en este sentido, bajo un régimen de acumulación con predominancia financiera, se ha presentado un empeoramiento en la distribución del ingreso y el crecimiento de la productividad ha sido lento.

De acuerdo con Özgür Orhangazi (2011), la relación entre el sector real y el sector financiero de la economía se ha vuelto complicada y contradictoria. En este marco, la ortodoxia convencional se ha centrado en analizar a la crisis de 2007-2008 como un fenómeno impredecible o en palabras del autor, como un cisne negro. No obstante, en realidad la crisis fue un cisne blanco, en el sentido de que pudo ser predecible y guarda características en común con crisis anteriores. Así pues, la financiarización, más ampliamente entendida, se refiere al aumento del tamaño e importancia de los mercados financieros y las instituciones financieras en la macroeconomía moderna. No obstante, la forma y el uso preciso del término han sido ambiguos; es decir, la categoría ha sido utilizada para designar fenómenos tan amplios e interconectados pero distintos entre sí, como la globalización de los mercados financieros, el aumento de la inversión financiera y los ingresos de tales inversiones. Si bien gran parte de la literatura sobre financiarización se centra en los resultados macroeconómicos, el concepto tiene un análogo importante a nivel de la empresa. En

este contexto, Orhangazi (2007) utiliza la financiarización para designar los cambios que han tenido lugar en la relación entre el sector corporativo no financiero y los mercados financieros.

La posibilidad de un vínculo entre la financiarización y la acumulación de capital ha atraído la atención en la literatura poskeynesiana. Por un lado, las corporaciones no financieras se involucraron cada vez más en inversiones en activos financieros, obteniendo una mayor participación de sus ingresos de fuentes financieras y desembolsando mayores cantidades de pagos a los mercados financieros. Por otro lado, es claro que la tasa de acumulación de capital ha sido relativamente baja en la era de la financiarización (Orhangazi, 2007: 8). En efecto, estudiar al sector financiero como un agente externo al resto de la economía es una abstracción innecesaria; asimismo, es necesario considerar los problemas que se han generado en la economía a partir de las finanzas. Bajo un régimen de acumulación con predominancia financiera, las empresas no financieras deciden cambiar su estrategia de inversión a largo plazo para obtener mayores ganancias en el corto plazo. Además, la distribución de ganancias de los accionistas se ha transformado gracias a la creación de dividendos y la compra-venta de acciones (Orhangazi, 2011: 10). En este marco, una mayor inversión en activos financieros puede tener un efecto de desplazamiento sobre la inversión real. En otras palabras, los fondos totales disponibles para una empresa pueden invertirse en activos reales o utilizarse para adquirir activos financieros. Cuando las oportunidades de ganancias en los mercados financieros son mejores que las de los mercados de productos, ese crea un incentivo para invertir más en activos financieros y menos en activos reales (Orhangazi, 2007: 8).

Sobre la especulación financiera, el aumento del precio de un activo se traduce en un efecto de euforia en los mercados financieros, donde los inversionistas están en busca de obtener

mayores beneficios en el futuro. Este efecto de euforia puede ocasionar una mayor demanda de este activo; sin embargo, también puede ocasionar un mayor riesgo e incluso una burbuja. La expansión del crédito fue propiciada por la desregulación financiera y la innovación financiera; asimismo, la creación de nuevos productos financieros permitió un mayor apalancamiento en el mercado. Durante el proceso de financiarización, las empresas no financieras dejaron de pedir prestado a los bancos para invertir en el mercado de bonos, de manera que, se volvieron cada vez más independientes de las bancas comerciales y más cercanas al sistema financiero, tanto que Orhangazi (2011) se refiere a este fenómeno como desintermediación. Así, los bancos se vieron obligados a buscar nuevas fuentes de ganancias también a través del comercio financiero, además de aumentar la oferta de crédito para el consumo de los hogares. Sobre el ingreso de los hogares, la financiarización contribuyó al estancamiento de los salarios, bajo este marco, se presentó una solución temporal y contradictoria: el endeudamiento. En definitiva, los hogares tuvieron que recurrir a la contratación de deuda para poder mantener su poder adquisitivo.

Ahora bien, la desregulación de las finanzas y la política monetaria profundizaron la fragilidad del sistema; es decir, las naciones se volvieron vulnerables a caer en una burbuja especulativa. En este marco, la fragilidad del sistema tiene que ver con el aumento en la participación de inversores institucionales, el empeoramiento en la distribución del ingreso y la financiarización de las empresas no financieras. En efecto, las empresas no financieras optaron por diversificar sus activos financieros sustituyendo parte de sus inversiones en el sector real por inversiones en el sector financiero; la compra-venta de acciones permite obtener una mayor rentabilidad dado el aumento de precios (Orhangazi, 2011: 20). En suma, existe una relación complicada entre el sector real y sector financiero, la aparición de burbujas ha configurado un incremento en la

fragilidad de las empresas y los hogares. Además, las finanzas pasaron de apoyar a la economía a ser parte central de ella.

Por otra parte, en la literatura heterodoxa también podemos encontrar un enfoque híbrido de influencias marxistas y poskeynesianas, tal es el caso de Robert Guttman: a) quien por un lado habla sobre la compleja relación entre el sector financiero; b) y por otro lado, utiliza la categoría marxiana de capital ficticio para analizar la innovación financiera. De acuerdo con Guttman (2016), en el marco del capitalismo financiarizado se han diversificado los instrumentos financieros que se comercializan en el mercado. En este sentido, la innovación financiera difiere de la innovación industrial por las siguientes razones: a) los costos son relativamente bajos; b) puede ser implementada en poco tiempo; y c) comúnmente no existen derechos de propiedad intelectual. Los derivados permiten a los inversores disminuir la incertidumbre, dado que, su valor puede determinarse por adelantado. Además, estos contratos aseguran una tasa de beneficio sin la necesidad de ser vendidos, por lo que pueden ser categorizados como capital ficticio. A diferencia de los préstamos que se encuentran ligados a la producción, el capital ficticio no posee ninguna base material sobre el aparato productivo; por lo tanto, la negociación de este tiene lugar en mercados específicamente creados para su circulación. Además, su valor está determinado por la capitalización de ingresos futuros anticipados (Guttman, 2016: 74).

Así pues, Guttman (2016) identifica dos tipos de finanzas: en primer lugar, la financiación de mercado ligada a valores estandarizados (*market finance*); y la financiación relacionada a instrumentos altamente especializados que se negocian de forma bilateral, es decir, las operaciones del *shadow banking* (*network finance*). De acuerdo con Guttman (2016), el *shadow banking* se caracteriza por la evasión de impuestos, el lavado de dinero y otras transferencias ilícitas de fondos a través de paraísos fiscales. Así

pues, el *shadow banking* ha logrado expandirse fuera de la regulación financiera. La categoría *shadow banking* fue introducida originalmente por Paul McCulley (2007), quien definió el concepto como la sopa de letras completa de vehículos, conductos y estructuras de inversión no bancaria apalancados. Por otra parte, la Junta de Estabilidad Financiera (2013), menciona que el *shadow banking* es la intermediación crediticia que involucra entidades fuera del sistema bancario regular. No obstante, el problema con estas definiciones es que consideran que las operaciones del *shadow banking* no se relacionan con las actividades de la banca tradicional (Guttmann, 2016: 123). Los bancos privados tienen la capacidad de crear dinero, además de contar con el respaldo del banco central como prestamista de última instancia; por consiguiente, están sujetos a una regulación y supervisión especial. En este marco, al enfrentarse a un límite sobre sus actividades y capacidad de crecimiento, han intentado evadir esta condición a través de la innovación financiera. En otras palabras, el *shadow banking* ha permitido la expansión de las finanzas, impulsada por los bancos comerciales que logran evadir la regulación. La *network finance* implica la creación de redes internas que generan intercambios bilaterales y que pueden escapar del radar gubernamental.

### ***3. Financiarización en economías capitalistas subdesarrolladas***

Al traer las grandes tendencias del sector financiero discutidas hasta ahora para incorporar la discusión sobre las economías en desarrollo en ese proceso, la reflexión invariablemente pasa por el tema del peculiar comportamiento de los mercados financieros emergentes que se integran a la globalización financiera de forma claramente asimétrica con relación al poderío de las finanzas de los países centrales (Becker *et al.*, 2010). En México, un grupo de autores se ha enfocado en analizar la financiarización de los países subdesarrollados (Correa *et al.* 2012; Guillén, 2015). Desde la perspectiva marxista, Lapavitsas (2011) y Powell (2013b) han

impulsado la discusión sobre las características de la *financiarización subordinada*, destacando cómo de forma simultánea se experimenta en las economías periféricas la tendencia a la acumulación de reservas, la extranjerización de la banca y la baja capacidad de financiamiento o de disponibilidad de crédito.<sup>10</sup> Desde la perspectiva poskeynesiana, Fritz *et al.* (2017) y Bortz y Kaltenbrunner (2017) analizan la financiarización a partir del concepto jerarquía de monedas identificando la posición subordinada de las divisas de los países periféricos en el sistema monetario internacional. Por otra parte, Abeles *et al.* (2018) argumentan que la financiarización mantiene una relación estrecha con los obstáculos a las posibilidades de desarrollo que las naciones de AL han enfrentado históricamente: el rezago productivo y la desigualdad.

Este apartado busca contribuir al debate académico sobre la evolución de la financiarización en las economías capitalistas periféricas. Se argumenta que, los países en desarrollo han estado a la vanguardia de las tendencias financieras y de los fenómenos históricos que han configurado a la financiarización a nivel global (Correa *et al.* 2012). En este marco, las políticas que atienden a una economía financiarizada que se han aplicado en la región, así como sus efectos adversos sobre el desarrollo, han hecho que las economías emergentes sean uno de los casos de estudio más significativos y hasta ahora poco explorados en la literatura. Para

---

<sup>10</sup> En esa literatura también aparece la paradoja de economías subordinadamente integradas a la financiarización y el bajo acceso al crédito internamente. En las palabras de Jeff Powell: “La coexistencia de la financiarización subordinada con el sub-financiamiento más que una paradoja, es el resultado de un reducido desarrollo del sistema financiero mexicano. En el caso de México, la financiarización subordinada y el sub-financiamiento de la economía debe considerarse como dos fenómenos de un mismo proceso, donde ambos se refuerzan mutuamente. La dinámica de clases intra e intercapitalistas (a nivel doméstico e internacional) han facilitado el camino a una serie de modelos de acumulación dependientes (débiles) del capital ficticio (tanto público como privado), susceptible a la apropiación, y en contradicción con el desarrollo financiero nacional. Goldsmith no se habría sorprendido de que el desarrollo de los sistemas financieros socavara el desarrollo económico. Sin embargo, no hubiera podido predecir las distorsiones que la financiarización actual de la economía ha generado en el desarrollo económico” (Powell, 2013b: 27).

comenzar, es conveniente mencionar que la mayor parte de la literatura sobre la financiarización se centra en los países desarrollados; en contraste con esta tendencia, en este apartado discutiremos las peculiaridades que adopta el proceso de financiarización los países subdesarrollados. Partiendo de la tradición estructuralista, nos referimos a la periferia como una amplia gama de países que presentan características similares como un alto grado de dependencia de las economías del centro y una considerable heterogeneidad socioeconómica (Prebisch, 1949; Furtado, 1968; Becker *et al.*, 2010).

Desde una perspectiva latinoamericana, Guillén (2015) retoma los planteamientos clásicos sobre el capital monopolista (Sweezy y Baran, 1968) para proponer una lectura propia, bastante inspirada en el concepto de capital monopolista financiero (Sweezy, 1994) y articulada con las enseñanzas en la tradición del pensamiento estructuralista de la CEPAL originaria tanto para la caracterización de los distintos estilos de desarrollo que marcan las trayectorias de los países de la región como en la proposición de caminos más promisoros en la construcción de alternativas de desarrollo (Guillén, 2012). Así pues, Guillén (2015) argumenta que la financiarización contemporánea se refiere al ascenso del capital financiero como fracción dominante en el régimen de acumulación capitalista; además, la financiarización involucra un cambio cualitativo en la forma de absorción de capital, conocido en la tradición marxista como el régimen de acumulación con predominancia financiera (Chesnais, 2002, 2016). En este sentido, durante la fase imperialista del capitalismo, la oligarquía financiera funge como el poder hegemónico subordinando a la banca privada y a la burguesía industrial. En primer lugar, bajo un régimen de acumulación con predominancia financiera, el capital monopolista financiero se convierte en la fracción de capital de mayor demanda en el mercado. En segundo, la oligarquía financiera adquiere la capacidad de absorber parte de la plusvalía social sin pasar por el proceso productivo.

Por otra parte, Girón y Chapoy (2014) definen la financiarización como el procedimiento en el cual la innovación financiera permite incrementar la rentabilidad del capital financiero por encima de las transacciones del sistema monetario global. Además, en esa muestra del pensamiento latinoamericano, también hay el esfuerzo por abordar la compleja relación entre la economía feminista y la financiarización. Correa y Girón (2017a) destacan la importancia de implementar políticas de inclusión financiera que permitan disminuir las desigualdades en los indicadores de la brecha de género, así como las disparidades entre los países del centro y los países de la periferia. Asimismo, Girón (2015) identifica la forma subordinada con la que las mujeres se insertan a los mercados financieros a través del microcrédito; la autora señala que debajo de la máscara de inclusión de las instituciones microfinancieras se encuentra la búsqueda de grandes beneficios a través de los excesivos cargos por intereses.

La crisis de 2007-2008 puso en relieve las limitaciones intrínsecas del régimen de acumulación con predominancia financiera, profundizando sus contradicciones naturales como: a) el empeoramiento en la distribución del ingreso y el desempleo; b) el estancamiento de los sectores productivos resultado de la búsqueda por la rentabilidad a corto plazo; c) el desmantelamiento de las instituciones productivas; y d) las cada vez más frecuentes crisis financieras (Correa *et al.*, 2012: 256). En efecto, todos estos efectos no son ajenos a la dinámica de los países en desarrollo. Conviene subrayar que, las relaciones de las naciones de AL con otras regiones y la heterogeneidad en la estructura de sus sistemas financieros son la preocupación principal de este apartado. En este marco, la liberalización financiera y la apertura comercial han afectado fuertemente la competitividad de las corporaciones no financieras domésticas, y han creado nuevas vulnerabilidades para las empresas nacionales que se financian en el exterior. De manera que, los requerimientos de la moneda superior, el dólar de Estados

Unidos, se han incrementado tanto para las corporaciones nacionales como para las foráneas; por ejemplo, los fondos de inversión, pensiones y cobertura necesitan dólares para el pago de intereses y remesas de ganancias (Correa *et al.*, 2012: 257). Además, la crisis de 2007-2008 y el periodo subsecuente vislumbraron la tendencia al incremento de la titularización; la rentabilidad obtenida en los mercados financieros se incrementó al mismo tiempo que se profundizaron otros procesos como la creación de instrumentos financieros, la privatización de bienes estatales y la aparición de los inversores institucionales en las operaciones financieras. Así, la búsqueda por mayores beneficios se vio reflejada en la entrada de flujos de inversión no productiva a los países en desarrollo (Correa y Girón, 2017b: 7).

En contraste con los países del centro, la financiarización de las economías subdesarrolladas es relativamente reciente; sus orígenes se relacionan con la resolución de la crisis de deuda y el Plan Brady, que profundizaron la integración de la periferia a los mercados financieros internacionales durante los años ochenta (Kaltenbrunner, 2016: 287). En este sentido, el Plan Brady tuvo tres implicaciones importantes para la financiarización de los países en desarrollo: en primer lugar, jugó un papel crucial en la creación de los mercados de deuda, que fungieron como un elemento fundamental para los primeros procesos de financiarización. Si bien una parte de las reducciones de deuda se financió mediante préstamos de instituciones financieras internacionales, el resto se reprogramó en *Bonos Brady*; así pues, se pensaba que la venta de estos bonos en los mercados secundarios permitiría diversificar el riesgo de los acreedores privados, introduciendo los bonos de la periferia como activos internacionales de cartera. En segundo lugar, el Plan Brady aumentó la dependencia de las economías emergentes en los mercados internacionales, incrementando sus necesidades de financiamiento y, por consiguiente, creando la necesidad de liberalizar la cuenta de capitales. En tercer lugar, las negociaciones de la deuda bajo el

Plan Brady fortalecieron el papel de las instituciones financieras, llevándose a cabo en el contexto de los acuerdos de reserva del FMI (conocido como el Consenso de Washington) condicionando cualquier reducción de la deuda a los programas de ajuste de políticas y reformas orientadas al mercado. Estas reformas incluyeron la liberalización de los mercados financieros, tanto a nivel nacional como internacional, así como la liberalización de las tasas de interés, la privatización de los bancos, y la liberalización de la cuenta de capitales (Kaltenbrunner, 2016: 289).

Así, la resolución inadecuada de la crisis de la deuda requirió que las economías emergentes generaran las divisas necesarias para cumplir con sus obligaciones en el extranjero; por consiguiente, los modelos de crecimiento orientados a la exportación se extendieron cada vez más, adicionalmente, la apertura al mercado mundial y la necesidad de competir internacionalmente, crearon nuevas demandas de capital para financiar sus operaciones (Kaltenbrunner, 2016: 292). Por un lado, la liberalización financiera estimuló las operaciones financieras de los no residentes en los mercados nacionales y, por otro lado, facilitó a los residentes la adquisición de activos y pasivos denominados en monedas extranjeras. En este nuevo entorno, las tasas de cambio se convirtieron en un precio más de los activos abiertos a la especulación; al mismo tiempo, la abundancia de capital extranjero fomentó la apreciación de las monedas nacionales, provocando un deterioro significativo de las cuentas corrientes y volviendo a los países de la periferia aún más dependientes de los flujos volátiles de capital. Las medidas de liberalización financiera interna, la apertura de la cuenta de capital y una mayor integración internacional, profundizaron la financierización doméstica en los países de la periferia, al incorporarlos a los mercados internacionales, creando nuevos riesgos y oportunidades que fomentaron la participación de los agentes nacionales en los mercados financieros. Sin embargo, aunque estos cambios de política fueron importantes conductores, las demandas de los

agentes financieros y no financieros nacionales de obtener fondos adicionales y oportunidades de inversión en el exterior, también desempeñaron un papel crucial en este proceso. El mayor acceso a los mercados financieros permitió que el capital doméstico ampliara sus operaciones, tanto a nivel nacional como internacional (Kaltenbrunner, 2016: 296). Posteriormente, la década de los años 2000 dio un nuevo impulso a la liberalización financiera y la apertura a flujos de capital transfronterizos; además, las economías de la periferia adoptaron nuevas políticas que se beneficiaron de la expansión financiera en el mercado mundial. La focalización de la inflación, la acumulación de reservas y la independencia del banco central se convirtieron en las herramientas monetarias clave, asimismo, se obligó a que las economías emergentes fluctuaran sus tipos de cambio para evitar una intervención gubernamental inapropiada y permitir una asignación eficiente de recursos (Kaltenbrunner, 2016: 298).

Por otra parte, la posesión de reservas internacionales se convirtió en una herramienta importante para evitar salidas repentinas de capital y para reducir la inestabilidad del tipo de cambio. En este sentido, la acumulación de reservas tiene tres efectos adversos sobre las economías emergentes: en primer lugar, genera una transferencia de capital sostenida a los países del centro, dado que las naciones en desarrollo pagan altos rendimientos por sus pasivos, que son los flujos de capital recibidos, pero obtienen muy poco rendimiento de sus activos. En segundo lugar, la necesidad de esterilizar el exceso de liquidez para evitar presiones inflacionarias proporciona una gran cantidad de títulos de deuda a corto plazo; esto no solo genera un aumento de la deuda pública interna, sino que también permite a los bancos expandir sus propios balances, contribuyendo al crecimiento del sistema financiero nacional. En tercer lugar, los regímenes de tipo de cambio flotante crearon nuevas oportunidades y riesgos para los agentes económicos, contribuyendo al aumento del tamaño y la complejidad de los mercados financieros; en este contexto, conviene subrayar que, si

bien la especulación cambiaria fue predominante durante los ataques especulativos en la década de 1990, ésta se convirtió en una característica permanente de las operaciones financieras en la década de 2000. Como resultado de estos cambios de política, los flujos de capital hacia los países de la periferia alcanzaron niveles sin precedentes y los mercados financieros nacionales crecieron rápidamente en los años 2000. A diferencia de los préstamos bancarios o los flujos de deuda en moneda extranjera, los flujos de capital privado se dirigieron cada vez más hacia activos denominados en divisa doméstica (a corto plazo), como bonos en moneda nacional, acciones e incluso activos más complejos como los derivados (Kaltenbrunner, 2016: 299).

De acuerdo con Annina Kaltenbrunner y Pablo Bortz (2017), contrario a lo que plantea la literatura tradicional, la financierización va más allá de la expansión de los flujos de capitales transfronterizos; es decir, se caracteriza por transformaciones cualitativas en la forma en que los agentes económicos interactúan con los mercados financieros.<sup>11</sup> En el caso de las economías de la periferia, los cambios cualitativos están determinados por la posición subordinada que las divisas emergentes ocupan en el sistema monetario internacional. En orden de elaborar un marco teórico que nos permita estudiar la financierización en la periferia, es necesario considerar una serie de características propias del capitalismo actual. En primer lugar, se trata de la liberación comercial, proceso que continúa en auge y ascenso. En otras palabras, nos referimos a los cambios en la organización de las empresas transnacionales, la relocalización geográfica y la

---

<sup>11</sup> Como ellos sintetizan: “This contribution discusses the international aspect of financialization in developing and emerging economies (DEEs). It argues that international Financialization is more than just an increase in cross-border capital flows but entails distinct qualitative changes in the way economic agents are integrated into international financial markets. Moreover, in line with the emerging literature on subordinated financialization, the article shows how these changes have been shaped by, and have themselves exacerbated, the subordinated position of DEEs in the international economic and financial system and hence have contributed to uneven international development” (Bortz y Kaltenbrunner, 2017: 1).

internacionalización de la producción. En segundo lugar, se trata de la creciente importancia de las finanzas y las instituciones financieras, en el marco del nuevo régimen de acumulación. Este proceso ha ocurrido de forma diferente en los países subdesarrollados como en los desarrollados; en este sentido, la entrada de capitales se ha desplazado cada vez más del sector productivo para concentrarse en los sectores de mayor rentabilidad.

Partiendo la vertiente regulacionista, en orden de analizar la financiarización periférica, Becker *et al.* (2010) argumentan que, en el caso de las economías emergentes, los procesos de acumulación no pueden ser categorizados bajo una sola dimensión; de manera que, podemos distinguir tres tipologías: la acumulación productiva/financiarizada, la acumulación extensiva/intensiva y la acumulación introvertida/extravertida. Siendo la primera la de mayor relevancia, consideramos que la inversión puede canalizarse hacia procesos productivos o hacia la esfera financiera. De manera que, la acumulación financiera se basa en la expansión sin precedentes de los activos y financieros y la rentabilidad obtenida mediante el diferencial positivo entre la tasa de interés activas y pasivas. En este sentido, estos autores argumentan que, aunque la acumulación financiera posee cierta autonomía de la acumulación real, no es independiente del sector productivo. Por otro lado, la acumulación introvertida se centra en el mercado interno, mientras que la extravertida se relaciona con el comercio internacional y con los flujos de capitales tanto productivos como monetarios. En este sentido, la extraversión activa orientada a la exportación es una característica de las economías dominantes, mientras que las economías periféricas suelen caracterizarse por una alta dependencia de las importaciones, al menos en áreas clave (Beaud, 1987; Becker *et al.*, 2010).

En el contexto actual han emergido una serie de condiciones económicas, políticas y sociales de gran estabilidad, resultado del lento crecimiento económico, el deterioro en los términos de

intercambio, el estancamiento salarial y el empeoramiento en la distribución de la riqueza. Después de los años noventa, las empresas se volvieron más subordinadas a los mercados financieros, las operaciones fuera del balance y el comercio financiero transfronterizo, configurando un nuevo nexo entre los países en desarrollo y la economía global (Correa *et al.*, 2012: 261). Por otra parte, la extranjerización de la banca es un tema de suma relevancia para analizar la situación contemporánea de América Latina. Después de un periodo de continuas crisis bancarias e intervenciones estatales, los sistemas financieros de los países emergentes, el crédito, los depósitos, la titularización y el financiamiento se han reconfigurado en términos de una prominente centralización y una continua transferencia de beneficios. Gran parte de las economías emergentes optaron por emitir enormes cantidades de deuda pública que fue comprada tanto por inversores nacionales como foráneos. A medida que los países de AL se han sumergido en el régimen de acumulación con predominancia financiera, su subordinación ante mercados financieros internacionales se ha incrementado (Correa *et al.*, 2012: 261-262).

Así pues, la apertura comercial y la liberalización financiera en el mundo emergente han ocasionado que los países de la periferia tomen el papel de sitios generadores de ganancias para las empresas localizadas en el exterior. La sustitución de inversión productiva por el comercio de activos financieros, mediante los cuales se puede obtener una mayor rentabilidad en el corto plazo, ha deteriorado la situación de los países en desarrollo (Correa *et al.*, 2012: 262). No obstante, al analizar la financiarización de las economías emergentes no se observan las mismas problemáticas internas que caracterizan al mundo desarrollado; de manera que, la naturaleza de la financiarización en los países subdesarrollados radica en la integración subordinada a los mercados financieros y de productos, la heterogeneidad estructural que profundiza las

carencias internas y la constante vulnerabilidad a una fuga de capitales. En este marco, algunos autores argumentan que, la financiarización en AL, utilizando el ejemplo de México (Correa *et al.*, 2012; Guillén, 2007), ha sido configurada por condiciones internas influenciadas por las nuevas relaciones de la economía global, la extranjerización de las empresas domésticas, las constantes crisis financieras y los conflictos entre las clases sociales.

Sobre la expansión sin precedentes del crédito, que en términos marxistas podría categorizarse como capital ficticio (Durand, 2017; Guillén, 2015)<sup>12</sup> o como capital que devenga interés (Fine, 2013; Lapavitsas, 2017), esa ha transformado de manera imprescindible el régimen de acumulación en las economías deudoras en dos formas principales: las tasas de interés domésticas fueron sustituidas por las internacionales y el tipo de cambio se convirtió en un instrumento de especulación. Además, otros factores que influyeron en la financiarización de las economías emergentes fueron el ciclo internacional de crédito y las necesidades expansivas de los conglomerados bancarios internacionales (Correa *et al.*, 2012: 264).

Becker *et al.* (2010) argumentan que, la financiarización puede basarse tanto en la expansión del capital ficticio, como en los mecanismos del capital que devenga interés, es decir, en los bancos y en la tasa de interés. Desde esta perspectiva, retomando el concepto de acumulación extravertida, la financiarización de los países periféricos es sumamente dependiente de las entradas de capital. Así pues, las políticas han estado orientadas a la atracción de flujos de inversión extranjera, que se canaliza en los sectores productivos; las políticas más sobresalientes en este marco han sido la apreciación del tipo de cambio, el control de la inflación y

---

<sup>12</sup> En efecto, Marx (2004, [1867]) consideraba los títulos de deuda y las acciones como capital ficticio; de manera que, bajo un régimen de acumulación con predominancia financiera, la oligarquía financiera es propietaria del monopolio y comercio de un capital inexistente (Guillén, 2015).

la acumulación de reservas internacionales. Este régimen de financiarización es contradictorio por naturaleza, dado que, cualquier cambio en la liquidez internacional o en la percepción de riesgo global tiende a provocar una fuga de capitales, además de que, las altas tasa de interés desestimulan la actividad productiva (Faria, 2007: 98). Asimismo, los procesos de dolarización informal o incompleta complejizan las contradicciones de la financiarización periférica, dado que, los modelos de crecimiento semi-dolarizados son aún más dependientes de las entradas de capital, dejando menor rango de maniobra para la implementación de políticas alternativas (Meireles, 2016). Las menores tasas de interés en el exterior inducen a las corporaciones no financieras nacionales y a los individuos mismos a endeudarse con créditos denominados en la moneda superior. En este marco, al considerar que el ingreso de los deudores está denominado en monedas inferiores, cualquier devaluación del tipo de cambio tiene inmensas implicaciones negativas para los estratos vinculados a la financiarización semi-dolarizada (Heymann y Kosacoff, 2000: 7).

Por otra parte, la comercialización del sistema de pensiones ha sido un medio importante para expandir los mercados financieros y modificar las relaciones salariales de los trabajadores. En este sentido, el empeoramiento en la distribución del ingreso tiene un doble impacto en la financiarización: a) por un lado, la clase alta goza de ingresos cada vez más grandes que desea invertir en los mercados financieros; b) por otro lado, el estancamiento de los salarios ha provocado de los trabajadores recurran a adquirir deuda para mantener su poder adquisitivo y/o comprar una vivienda (Becker *et al.*, 2010: 228). No obstante, a diferencia de los países desarrollados que cuentan con un alto grado de inclusión financiera, el acceso al crédito es bastante limitado en las economías emergentes. En este marco, la financiarización ha profundizado los procesos de desarrollo desigual. A nivel macro, la integración heterogénea y las relaciones con el sector financiero

han configurado una asimetría entre el desarrollo económico de los países del centro y los países de la periferia. A nivel micro, la financiarización ha ocasionado un estancamiento en los salarios y un empeoramiento en la distribución del ingreso (Bortz y Kaltenbrunner, 2017: 3).

Jeff Powell (2013a) sostiene que, en un mercado mundial caracterizado por vínculos comerciales, financieros y productivos, las relaciones de producción están determinadas por los intereses de la oligarquía financiera. En este sentido, el capital monopolista financiero goza de maleabilidad única, dado que, su expansión y reproducción no guarda relación con los límites materiales del sector productivo. Así pues, el capital monopolista financiero ha sido capaz de modificar relaciones sociales. La tasa de interés y el tipo de cambio competitivo funcionan como una ventaja de inversión en los países de la periferia (Kaltenbrunner, 2010). Asimismo, la participación de las corporaciones en los circuitos financieros supranacionales funciona como un obstáculo para las posibilidades de maniobra de los bancos centrales (Powell, 2013a: 142). Por otra parte, la financiarización de las economías emergentes ha generado un incremento en la participación de las empresas nacionales en los mercados financieros; en otras palabras, las corporaciones han optado por adquirir financiamiento en dólares. Si bien, parte del comercio financiero tiene que ver con estrategias de expansión internacional, el aumento de los préstamos en divisas foráneas ha permitido profundizar la participación de las corporaciones no financieras en los mercados de derivados nacionales. Por consiguiente, se han incrementado los beneficios de los activos a corto plazo (Bortz y Kaltenbrunner, 2017: 4). Las empresas productivas de las economías emergentes tienden a imitar el comportamiento de las corporaciones no financieras de los países del centro, es decir, han incrementado su endeudamiento. No obstante, a diferencia de los países desarrollados, que cuentan con mercados de capitales nacionales relativamente grandes y con mayor liquidez; las corporaciones de la periferia adquieren

préstamos en el extranjero, utilizando la divisa hegemónica. Esto somete a las empresas no sólo al riesgo cambiario, sino también a la regulación de los mercados internacionales (Bortz y Kaltenbrunner, 2017: 14).

Por un lado, la posición de los países de la periferia en el mercado mundial ha configurado una financiarización subordinada; por otro lado, el comportamiento de los mercados financieros ha contribuido a consolidar esta subordinación y, por consiguiente, a profundizar el subdesarrollo. La volatilidad en el precio de los activos internos, la tasa de interés y el tipo de cambio funcionan como un obstáculo para las posibilidades de inversión productiva (Bortz y Kaltenbrunner, 2017: 14). De manera que el término financiarización subordinada hace referencia a los elementos particulares que adopta el proceso de financiarización en los países subdesarrollados. En este sentido, las naciones de la periferia se insertan a los mercados financieros con características estructurales como un aparato productivo ineficiente, la libre flotación cambiaria y la tendencia a acumular reservas. Además, la innovación financiera funciona como un nuevo mecanismo de expansión al que los inversionistas acuden para conseguir mayores ganancias (Villavicencio, 2018).

Ahora bien, por lo que se refiere a lo macroeconómico, la financiarización no se reduce al volumen o trayectoria de los capitales especulativos. En efecto, el régimen de libre flotación cambiaria, la acumulación de divisas y la intervención de las bancas centrales favorecen la absorción extraordinaria de beneficios tanto para la oligarquía financiera internacional como para los capitalistas pertenecientes a la oligarquía nacional. La política monetaria que adoptaron los países emergentes durante finales de los años ochenta y principios de los noventa, ha configurado una alta vulnerabilidad ante los efectos especulativos del mercado mundial. Al igual que en México, la mayoría de las

economías de la periferia pasaron de un tipo de cambio fijo a un tipo de cambio flotante; no obstante, las políticas de libre flotación se han caracterizado por una intervención constante de los bancos centrales, además de la tendencia a acumular un nivel excesivo de reservas como garantía de pago al extranjero. En este marco, la volatilidad del tipo de cambio ha tenido efectos negativos sobre el crecimiento, la vulnerabilidad financiera y la inflación. Así pues, la financiarización de la periferia se relaciona con la acumulación de reservas por parte de los bancos centrales, como medida preventiva en caso de grandes ataques especulativos. En este sentido, en el seno de la vertiente poskeynesiana se ha desarrollado el concepto jerarquía de monedas, que hace referencia a la posición subordinada que ocupan las divisas emergentes en el sistema monetario internacional (Bortz y Kaltenbrunner, 2017: 6).<sup>13</sup>

La categoría *jerarquía de monedas* sugiere una relación centro-periferia en el sistema monetario internacional; en este marco, el dólar se ha posicionado como moneda hegemónica, subordinando a las divisas de economías emergentes (Fritz *et al.*, 2017: 5). De manera que, la financiarización ha ocasionado un incremento en la volatilidad de la tasa cambiaria, dado que, las divisas de los países de la periferia se encuentran en el extremo inferior de la jerarquía de monedas. Bajo una financiarización subordinada, los flujos de capital, tipos de cambio, tasas de interés y precios de los activos están sujetos a grandes fluctuaciones en el corto plazo. Además de una creciente vulnerabilidad financiera, donde los desequilibrios del centro tienen fuertes repercusiones en la periferia; de ahí que, al presentarse un cambio en la política monetaria de los países desarrollados o un aumento en la preferencia por la liquidez en el sistema monetario internacional, las divisas subordinadas y los

---

<sup>13</sup> En palabras de los autores: “This section shows, on the one hand, how these processes have been shaped by the subordinated position of the DEEs in a hierarchic and structured international monetary and financial system and, on the other hand, how they themselves have contributed to cementing this subordination and consequently intensifying uneven development. We base our discussion on the concept of international currency hierarchy, which illustrates the subordinated position DEE currencies assume in the international monetary system” (Bortz y Kaltenbrunner, 2017: 6).

activos financieros de la periferia sean los primeros en ser vendidos, debido a la posición que ocupan dentro de la jerarquía (Fritz *et al.*, 2017: 7).

Bortz y Kaltenbrunner (2017) retoman la tasa de retorno y la teoría de la preferencia por la liquidez en una economía abierta de Keynes (2003, [1936]); en otras palabras, las monedas pueden ser consideradas como activos internacionales distintos, que cuentan con diferentes primas de liquidez. Esto crea una jerarquía entre monedas, en la parte superior de la cual se encuentra la moneda con mayor liquidez, es decir, el dólar. De acuerdo con la ecuación de tasa de retorno de Keynes (2003, [1936]), mientras que la moneda principal se beneficia de un privilegio exorbitante (puede ofrecer intereses muy bajos), la prima de liquidez queda reducida en las monedas de rangos inferiores, esto significa que: i) tienen que ofrecer tasas de interés más altas (para mantener la demanda); ii) están sujetas a operaciones especulativas a corto plazo (ya que los inversores internacionales son adversos a comprometerse con fondos a largo plazo); y iii) son propensas a sufrir un grado excesivo de vulnerabilidad externa (porque cualquier cambio en la preferencia de liquidez internacional, podría causar un vuelo a la moneda con la prima de liquidez más alta, es decir, la moneda superior).

En este marco, la entrada de flujos de capital especulativos y la acumulación de reservas internacionales significan una transferencia de riqueza de los países subdesarrollados a los del centro. En efecto, los efectos sociales han sido elevados; el ascenso del dólar como la moneda hegemónica ha generado una acumulación extraordinaria de capital a costa de las naciones de la periferia, de ahí que, la acumulación de reservas funja como soporte para mantener la hegemonía estadounidense. A este fenómeno también podemos llamarlo *explotación financiera*

(Painceira, 2011: 310).<sup>14</sup> Fue hasta el estallido de la crisis de 2007-2008 cuando históricamente se observó la fragilidad de la hegemonía estadounidense; así pues, en el campo de investigación económica se acrecentó el interés por estudiar los efectos relacionados a la desregulación de las finanzas y la preponderancia del sistema financiero.

En definitiva, los flujos de capitales de la periferia se han mantenido muy volátiles, y se han visto cada vez más afectados por la política monetaria de Estados Unidos y por la percepción de riesgo global. Esto se debe a la creciente presencia de la banca extranjera y otros inversores foráneos no bancarios en los mercados financieros nacionales; de manera que, la internacionalización de los activos de la periferia ha configurado que cualquier cambio en las condiciones de financiación o ajuste en las percepciones de riesgo, pueda tener un impacto directo sobre el tipo de cambio y las reservas internacionales, transmitiendo los shocks a la economía doméstica (Bortz y Kaltenbrunner, 2017: 10). Por otra parte, en los periodos de auge de los flujos de capital, los activos de la periferia se vuelven más atractivos para el extranjero, debido a las expectativas de apreciación cambiaria; es decir, la sobrevaluación de divisas configura un diferencial favorable de las tasas de interés, así como una mayor ganancia en los mercados bursátiles. No obstante, la inversión interna y el crecimiento se han vuelto dependientes de las entradas de capital; además, ante la expectativa de una devaluación, la salida de flujos de capitales ocasionaría una crisis financiera (Fritz *et al.*, 2017: 9).<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup> En palabras del autor: “Debido a que Estados Unidos es el país emisor del cuasi dinero mundial, en los primeros años de este siglo, la financiarización le ha generado utilidades netas a expensas de los países en desarrollo, lo cual es un aspecto de la explotación financiera característica del periodo” (Painceira, 2011: 310).

<sup>15</sup> En palabras de los autores: “The other option is the orthodox receipt of increasing the interest rate to compensate for the lower liquidity premium. This makes domestic investment and growth dependent from capital inflows. This growth by external debt may in the best case increase domestic investment, however does cause an appreciation of the domestic currency, decreasing international competitiveness. This makes

Bajo la jerarquía de monedas, los inversores son adversos a comprometerse con fondos en el largo plazo, además, dada la posición subordinada que ocupan en el sistema monetario internacional, la mayoría de las inversiones son financiadas en dólares. En este contexto, cualquier cambio en el mercado internacional o en las condiciones de financiación, puede llevar a una reversión de los flujos de capitales. Por otra parte, las depreciaciones reducen el precio de los activos nacionales, disminuyendo su posición relativa en la jerarquía de monedas y facilitando las privatizaciones de empresas estatales. Por consiguiente, la hegemonía del dólar y el nivel inferior que ocupan en la jerarquía monetaria internacional, obligan a las naciones de la periferia a ofrecer tasas de interés más altas. Este factor, sumado a la volatilidad del tipo de cambio, ha ocasionado que los activos y las monedas de las economías emergentes sean exorbitantemente atractivos para las operaciones de *carry trade*, realizadas por inversores nacionales y foráneos. Bajo estas circunstancias, se ha propuesto implementar controles de capital para contrarrestar la fuga de capitales, evitar la apreciación cambiaria y disminuir la dependencia con los mercados financieros internacionales; sin embargo, la constante innovación financiera y la complejidad de los instrumentos financieros dificultan la imposición de estos controles (Bortz y Kaltenbrunner, 2017: 16).

Por lo que se refiere al régimen de metas de inflación, bajo una cuenta de capital abierta es casi imposible mantener una tasa de cambio que sea competitiva y estable, este factor profundiza la condición de subordinación en la jerarquía de monedas. En este sentido, el banco central utiliza una política asimétrica, dado que, por un lado, interviene para evitar la depreciación de la tasa

---

the growth process unsustainable in the medium term, as amounting external vulnerability creates devaluation expectations and, at some moment, the reversal of capital flows which may cause a financial crisis in the emerging economy” (Fritz *et al.*, 2017: 9).

cambiaría, en orden de controlar la inflación y, por otro lado, tiende a ser más tolerante en los periodos de apreciación (Kaltenbrunner, 2011: 115). De acuerdo con Jaime Ros (2015), un tipo de cambio real, competitivo y estable puede fungir como motor para fomentar el crecimiento e incrementar la competitividad externa. Así pues, mantener un tipo de cambio competitivo y estable debería ser la principal preocupación de las bancas centrales en la periferia, dado que, son más vulnerables a los desequilibrios externos. Por lo tanto, controlar la volatilidad del tipo de cambio es un desafío fundamental para las economías emergentes.

Ahora bien, el poder de intervención de la banca central en el mercado de divisas está limitado por el volumen de las reservas internacionales y el grado de apertura financiera. En el marco de una financiarización subordinada, la acumulación de divisas y la regulación de la cuenta de capitales son factores fundamentales para formular una nueva política cambiaria. La implementación de este tipo de estrategia más el sostenimiento de un tipo de cambio real, estable y competitivo permitiría disminuir los efectos negativos de la especulación, además de reducir la deuda externa. Por otra parte, formular nuevas medidas de regulación para la cuenta de capitales ayudaría a ampliar el margen de maniobra de la política monetaria. Estamos de acuerdo en que la tendencia a una tasa de interés más alta podría compensarse con la regulación de los flujos de capital (Bortz y Kaltenbrunner, 2017; Fritz *et al.*, 2017), es decir, a través de abrir una brecha entre la tasa de interés *onshore* y la tasa de interés *offshore*, en orden de alcanzar un mayor nivel de autonomía monetaria. De esa manera, la combinación entre la acumulación de reservas y la regulación de la cuenta de capital pueden contribuir a lograr una mayor estabilidad en el mercado monetario y un mejoramiento en la relación centro-periferia de la jerarquía de monedas. Bajo este marco, la banca central contaría con los instrumentos necesarios para contener la volatilidad de los flujos de capital, reducir la incertidumbre

cambiaría, así como la tasa de interés doméstica. Sobre las medidas para fomentar el desarrollo de los mercados financieros nacionales, sería necesario implementar nuevas fuentes de financiamiento para poder disminuir la vulnerabilidad financiera; asimismo, la intervención del Estado es fundamental para aumentar el financiamiento público, utilizando bonos de tasa fija que permitan asegurar los rendimientos en el largo plazo. A manera de resumen, para establecer una nueva estrategia de desarrollo es necesario disminuir la tasa de interés, mantener un tipo de cambio, real, competitivo y estable que permita fomentar las exportaciones, así como formular una política fiscal contracíclica. Por otro lado, es necesario que los empresarios disminuyan su preferencia por invertir en el sector financiero y opten por invertir en el sector productivo (Fritz *et al.*, 2017: 14).<sup>16</sup>

En el marco de una jerarquía de monedas, es necesario que las economías en desarrollo puedan controlar la apreciación cambiaria, así como disminuir el déficit en cuenta corriente con el objetivo de disminuir los efectos adversos a la salida de capitales, además de los riesgos de caer en una crisis financiera. En suma, para poder fomentar el empleo y el crecimiento, las economías de la periferia deben mantener una tasa interés estable, aumentar la captación de reservas internacionales y tomar nuevas medidas de regulación sobre la cuenta de capital (Fritz *et al.*, 2017: 15). Además, podemos intuir que la expansión sin precedentes de la actividad financiera se ha esparcido hacia todas las áreas estratégicas de la economía, configurando grandes oportunidades de rentabilidad para los inversores foráneos. Así pues, la financiarización del

---

<sup>16</sup> Sobre la banca central en economías subdesarrolladas, es necesario mencionar que el régimen de metas de inflación parece no ser una estrategia sustentable en el sentido que, no considera los efectos del tipo de cambio sobre el empleo, la productividad y los salarios (Rojas, 2018). Es necesario que la banca central utilice una nueva estrategia con la cual pueda regular la actividad financiera y no perseguir únicamente el objetivo de estabilidad monetaria. Por otra parte, el otorgamiento de créditos a través de las bancas de desarrollo permitiría disminuir las desigualdades y fomentar el crecimiento.

mundo en desarrollo ha traído un deterioro de las instituciones públicas, fugas de capitales ajenas a las condiciones internas y un empeoramiento en la distribución de la riqueza (Correa *et al.*, 2012: 272). En suma, la naturaleza del proceso de financiarización es inmensamente asimétrica y jerárquica. De ahí que, en ese contexto, las economías subdesarrolladas se encuentren en una renovada posición subalterna en su inserción en el mercado mundial, subordinación que ha reconfigurado las relaciones de dependencia con los países del centro en los albores del siglo XXI

#### **4. Conclusiones**

Por lo que se refiere a la financiarización en clave marxista, estamos de acuerdo con Lapavitsas (2013) en que la financiarización es la expansión sin precedentes de la actividad financiera, el aumento de los beneficios financieros y el predominio de los intereses del sector financiero sobre la política económica. En este marco, los bancos centrales se han convertido en la institución de mayor relevancia en el capitalismo financiarizado, dado que, fungen como proveedores de liquidez y prestamistas de última instancia de los bancos privados. Por otra parte, Ben Fine (2013) señala que la financiarización se refiere a la expansión sin precedentes del capital que devenga interés en formas extensivas e intensivas. Recordemos que para Cédric Durand (2017) la financiarización no es un epifenómeno, sino que se relaciona con las características esenciales del capitalismo, en el sentido que el capital ficticio toma forma de acciones, derivados y otros instrumentos de innovación financiera que se articulan directamente a la acumulación de capital.

Por lo que se refiere a la financiarización en clave poskeynesiana, de acuerdo con Thomas Palley (2007), la financiarización ha configurado una mayor influencia de los mercados financieros, las instituciones financieras y las élites financieras sobre la economía. En este marco, ha ocurrido un empeoramiento en la distribución del ingreso como resultado del estancamiento del salario. Por otra

parte, Engelbert Stockhammer (2012) señala que la innovación financiera ha permitido modificar el balance de las empresas no financieras, generando mayores beneficios. Además, los hogares han optado por adquirir contratos de crédito para poder mantener su poder adquisitivo, es decir, el crédito ha fungido como un sustituto al aumento de los salarios. Después, retomamos lo aportes de Özgür Orhangazi (2011), quien menciona que ha ocurrido un proceso de desintermediación entre las empresas no financieras y los bancos. Posteriormente, analizamos el trabajo de Robert Guttman (2016), quien a pesar de su formación en el poskeynesianismo retoma la categoría capital ficticio para desarrollar sus argumentos.

Ahora bien, sobre la financiarización en economías subdesarrolladas, analizamos el trabajo de Arturo Guillén (2015), concluyendo que el capital financiero es la fracción dominante en el régimen de acumulación capitalista también en economías periféricas y dependientes. En este contexto, la oligarquía financiera puede apropiarse de una tasa de beneficio que no se relaciona con la producción de mercancías. Asimismo, estamos de acuerdo con Correa *et al.* (2012) en que los países de la periferia han estado a la vanguardia de las recientes transformaciones financieras. Por otra parte, nos parece de suma importancia incorporar la perspectiva de género para analizar la financiarización: la feminización de los préstamos de las microfinancieras pone en relieve los desafíos a los que se enfrentan los gobiernos si su interés es disminuir las desigualdades de género (Girón, 2015; Correa y Girón, 2017a). Así, llegamos a una conclusión similar a la de Jeff Powell (2013a), en el sentido de que la financiarización ha ocurrido de forma diferente en los países del centro y de la periferia. El atraso industrial, el modelo de crecimiento con ahorro externo y la flotación del tipo de cambio han configurado lo que se viene llamando *financiarización subordinada*, de manera que la tasa de interés y la apreciación de la

moneda fungen como una especie de “ventaja” de inversión en la periferia. No obstante, hay que resaltar que la entrada de capitales se ha desplazado cada vez más del sector productivo hacia títulos públicos y privados. Finalmente, coincidimos con Bortz y Kaltenbrunner (2017) y Friz *et al.* (2017) en que el ascenso del dólar como moneda cuasi mundial ha configurado una jerarquía de monedas; y que, bajo este marco, las divisas de la periferia se encuentran subordinadas al dólar estadounidense. Además, aun son escasos los estudios que vinculan la adopción del régimen de metas de inflación a la incidencia regresiva del tipo de cambio sobre la producción y el salario.

En síntesis, el subdesarrollo de los países de la periferia no puede ser analizado sin considerar la financiarización de la economía que caracteriza al capitalismo mundial en esta etapa actual. No obstante, es importante entender que la mayor parte de los aportes relacionados a la financiarización, tanto marxistas como poskeynesianos, concentran su atención en los países del centro. Por tanto, es de suma importancia que inspirados en las aportaciones de estas dos vertientes principales contextualicemos sus hallazgos a la situación de los países periféricos. Considerando que el papel del dólar como la moneda hegemónica ha moldeado la financiarización subordinada a través de la acumulación de reservas internacionales, las operaciones especulativas de corto plazo y la sobrevalorización de los tipos de cambio, desde nuestra perspectiva, la financiarización subordinada puede ser entendida como el fenómeno en el que los agentes financieros buscan obtener una mayor rentabilidad en los países de la periferia a expensas del desarrollo económico. En este sentido, la financiarización subordinada ha reconfigurado la forma asimétrica por la cual las economías periféricas se insertan en el mercado mundial, y, cómo se trata de un proceso que todavía está en marcha, el continuo análisis de sus tendencias es apremiante para precisar lo que se entiende por *subdesarrollo* actualmente.

## ***Bibliografía***

- Abeles, Martín; Pérez Caldentey, Esteban; Valdecantos, Sebastián Editores (2018), *Estudios sobre financierización en América Latina*, Libros de la CEPAL, N° 152 (LC/PUB.2018/3-P). Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago, Chile.
- Baran, Paul & Sweezy, Paul (1968), *El capital monopolista*. Siglo XXI Editores, México.
- Beaud, Michel (1987), *Le système mondial/national hierarchisé. Une nouvelle lecture du capitalisme mondial*. La Découverte, París.
- Becker, Joachin; Jäger, Johannes; Leubolt, Bernhard; Weissenbacher, Rudy (2010), “Peripheral financialization and vulnerability to crisis: A regulationist perspective”, en *Competition & Change*, 14(3-4). pp. 225-247.
- Bortz, Pablo; Kaltenbrunner, Annina (2017), “The International Dimension of Financialization in Developing and Emerging Economies”, en *Development and Change*. International Institute of Social Studies.
- Chapoy, Alma; Girón, Alicia (2012), “Securitization and financialization”, en *Journal of Post Keynesian Economics*, 35:2. pp. 171-186
- Chesnais, François (2002), “A teoria do regime de acumulação financeirizado: conteúdo, alcance e interrogações”, en *Economia e Sociedade*, vol. 11, no. 1. pp. 1–44.
- Chesnais, François (2016), *Finance Capital*. Koninklijke Brill NV, Leiden, The Netherlands.
- Correa, Eugenia; Girón, Alicia (2017a), “Políticas Públicas y Economía Feminista: entre la financiarización, la austeridad y la democracia”, en *Feminismos, pensamiento crítico y propuestas alternativas en América Latina*, CLACSO, Buenos Aires. pp. 93-104.
- Correa, Eugenia; Girón, Alicia (2017b), “An Institutional Perspective on International Financial Governance: How Much Has Happened Since the Crisis?”, en *Journal of Economic Issues*, 51:2. pp. 417-422.
- Correa, Eugenia; Vidal, Gregorio; Marshall, Wesley (2012), “Financialization in Mexico: trajectory and limits”, en *Journal of Post Keynesian Economics*, Winter 2012–2013, Vol. 35, No. 2. pp. 255-275.

- Durand, Cédric (2017), *Fictitious Capital*, Verso, London.
- Epstein, Gerald (2005), *Financialization and the World Economy*. Cheltenham, Elgar.
- Faria, Luiz (2007), “Crisis financiera, estabilización y estancamiento en Brasil”, en *El golpe del capital. Las crisis financieras en el Cono Sur y sus salidas*, Becker Joachin. (editor); Montevideo: Coscoroba. pp. 89–107.
- Financial Stability Board (2013), *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: An Overview of Policy Recommendations*. Basel, CH. August 29.
- Fine, Ben. (2013), “Financialization from a Marxist Perspective”, en *International Journal of Political Economy*, 42:4. pp. 47-66.
- Fine, Ben; Saad-Filho, Alfredo (2017), “Thirteen Things You Need to Know About Neoliberalism”, en *Critical Sociology*, Vol 43, Issue 4-5. pp. 685-706.
- Fritz, Barbara; De Paula, Luiz; Prates, Daniela (2017), “Keynes at the periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies”, en *Journal of Post Keynesian Economics*. pp 1-20”.
- Furtado, Celso (1968), *Teoría y política del desarrollo económico*. Siglo XXI Editores, México.
- García, Ilich (2018), *El papel del sistema financiero-crediticio en las crisis económicas: controversias teóricas entre marxistas-poskeynesianos y marxistas clásicos sobre la crisis estadounidense (2007-2008)*. Tesis de maestría. Universidad Nacional Autónoma de México.
- Girón, Alicia (2015), “Women and Financialization: Microcredit, Institutional Investors, and MFIs”, en *Journal of Economic Issues*, 49:2. pp. 373-396,
- Guillén, Héctor (2007), *México Frente a la Mundialización Neoliberal*. Ediciones Era, México.
- Guillén, Arturo (2012), “México y Brasil en el marco de la crisis global: una reflexión sobre estilos de desarrollo”, en *Actores del desarrollo y políticas públicas*, Vidal Gregorio y José Denis (Directores); Fondo de Cultura Económica, Madrid. pp. 147-174.
- Guillén, Arturo (2015), *La crisis global en su laberinto*. Biblioteca Nueva, Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Iztapalapa, CDMX.

- Guttman, Robert (2016), *Finance-led capitalism: shadow banking, re-regulation, and the future of global markets*. Springer.
- Heymann, Daniel; Kosacoff, Bernardo (2000), “Introducción: Comentarios generales sobre el comportamiento de la economía y temas abiertos al finalizar los noventa”, en *La Argentina de los noventa. Desempeño económico en un contexto de reformas. Tomo I.*, Heymann, Daniel y Kosacoff, Bernardo (editores); Eudeba and Cepal, Buenos Aires. pp. 9–36.
- Kaltenbrunner, Annina (2010), “International Financialization and Depreciation: The Brazilian Real in the International Financial Crisis”, en *Competition & Change*, 14(3/4). pp. 296–323.
- Kaltenbrunner, Annina (2011), *Currency Internationalization and Exchange Rate Dynamics in Emerging Markets: A Post-Keynesian analysis of Brazil*. PhD Thesis. School of Oriental and African Studies (SOAS), University of London.
- Kaltenbrunner, Annina. Karacimen, Elif. (2016), “The contested nature of financialization in emerging capitalist economies”, en *The Great Financial Meltdown*. Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK. pp. 287- 304.
- Keynes, John Maynard (2003) [1936] *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de Cultura Económica, México.
- Lapavitsas, Costas (2011), “Theorizing financialization”, en *Work, Employment and Society*, 25(4). pp. 611-626.
- Lapavitsas, Costas (2016), *Beneficios sin producción. Cómo nos explotan las finanzas*. Verso, Madrid.
- Lapavitsas, Costas (2017), *Marxist Monetary Theory Collected Papers*. Koninklijke Brill nv, Leiden, The Netherlands.
- Marx, Karl (2004), [1867] *El capital*. Siglo XXI, México.
- McCulley, Paul (2007), *Minsky and Neutral: Forward and in Reverse*. Comments before the Money Marketeers Club, November 15.
- Meireles, Monika (2016), *Soberanía monetaria, desarrollo y pensamiento económico latinoamericano: enseñanzas de la dolarización ecuatoriana*. Instituto de Investigaciones Económicas (IIEc), UNAM, Ciudad de México.
- Meireles, Monika (2017), “Hablemos de financiarización: ¿un concepto que vino para quedarse o está de paso?”, en *Nexos, economía y sociedad*, México.

- Orhangazi, Özgür (2007), *Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation of the U.S. Economy 1973-2003*. University of Massachusetts Amherst, Working Paper Series.
- Orhangazi, Özgür (2011), “*Financial*” vs. “*Real*” *An Overview of the Contradictory Role of Finance*. University of Massachusetts Amherst, Working Paper Series.
- Palley, Thomas (2007), “Financialization: What It Is and Why It Matters”, en *Levy Economics Institute of Bard College*, Working Paper 525. pp. 1-31.
- Paineira, Juan Pablo (2011), “Los países en desarrollo en la era de la financiarización” en *La crisis de la financiarización*. IIEC, Instituto de Investigaciones Económicas. UNAM, Universidad Nacional Autónoma de México, México; CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales.
- Prebisch, Raúl (1949), “El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas” en *Cincuenta años del pensamiento de la CEPAL: textos seleccionados*. Fondo de Cultura Económica/CEPAL, Vol. I, Santiago, Chile. pp. 63-129.
- Powell, Jeff (2013a), *Subordinate financialisation: a study of Mexico and its nonfinancial corporations*. PhD Thesis. SOAS, University of London
- Powell, Jeff (2013b), “El sub-financiamiento y la financiarización en México: ¿Paradoja mexicana o una parábola de economías con ingreso medio? en *Financiarización y modelo de acumulación. Aportes desde los países en desarrollo*, Noemí Levy y Teresa López (editores); UNAM, México. pp. 261-290.
- Powell, Jeff (2018), “Towards a Marxist theory of financialised capitalism”, en *Greenwich papers of political economy*, Londres.
- Rojas, Tania (2018), *Política monetaria y salarios: una discusión heterodoxa del régimen de metas de inflación en México (1995-2015)*. Tesis de licenciatura. Universidad Nacional Autónoma de México.
- Ros, Jaime (2015), *Development macroeconomics in Latin America and Mexico. Essays on monetary, exchange rate and fiscal policies*. Palgrave Macmillan, US.
- Stockhammer, Engelbert (2004), “Financialisation and the slowdown of accumulation”, en *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, núm. 5. pp. 719-741

- Stockhammer, Engelbert (2012) “Financialization, income distribution and the crisis” en *Investigación Económica*, vol. LXXI, núm. 279. Facultad de Economía. Distrito Federal, México.
- Sweezy, Paul (1994), "The triumph of financial capital", en *Monthly Review*, junio.
- Toporowski, Jan (2016), *Crédito y crisis de Marx a Minsky*. UNAM, MA Porrúa, México.
- Villavicencio, Giovanni (2018), *Financiarización subordinada, crecimiento con ahorro externo y posibilidades de desarrollo: enseñanzas de la experiencia mexicana (1994-2017)*. Tesis de licenciatura. Universidad Nacional Autónoma de México.

Recibido 20/noviembre/2018

Aceptado 15/diciembre/2018