

Financiarización y Desarrollo: ¿Cómo pueden ponerse al día las economías emergentes?¹

Financialisation and Development: how can emerging economies catch up?

*Danielle Guizzo*²

*Eduardo Strachman*³

*Fabiano Dalto*⁴

*Carmem Feijo*⁵

Resumen

Las influencias de la financiarización sobre las economías emergentes han llamado mucho la atención sobre si estas naciones pueden o no superar sus limitaciones y promover niveles de desarrollo satisfactorios. Sin embargo, las posibilidades de superar el dominio financiero merecen mayor atención sobre lo que concierne a sus causas estructurales y las políticas alternativas. Este artículo tiene dos objetivos: a) formaliza tres características clave detrás de la financiarización de las economías en desarrollo, enfocándose en algunos elementos clave que diferencian la financiarización en las economías desarrolladas y emergentes: el comportamiento de la tasa de interés; la volatilidad del tipo de cambio y el dominio de la balanza de pagos. b) analiza algunas estrategias para que estos países superen los efectos de la financiarización en base a la hipótesis de aumentar el espacio de políticas, lo que permite a estas economías mantener la autonomía en sus

¹ Traducción de inglés a español por Jesús Sosa y revisión de Wesley Marshall.

² *University of the West of England, UK, e-mail: Danielle.Guizzoarchela@uwe.ac.uk, UWE Bristol, Accounting, Economics & Finance Department, Frenchay Campus, Coldharbour Lane, Bristol*

³ *São Paulo State University, Brazilian Research National Council, e-mail: eduardo.strachman@gmail.com;*

⁴ *Federal University of Parana, Brazil, e-mail: fabdalto@gmail.com*

⁵ *Fluminense Federal University, Brazilian Research National Council, e-mail: cfeijo@terra.com.br.*

políticas macroeconómicas y llevar a cabo políticas internas en un escenario integrado.

Palabras Clave: Financiarización; países en desarrollo; tasa de interés; tipo de cambio; espacio de políticas.

Abstract

The influences of financialisation over emerging economies have drawn significant attention on whether these nations are able or not to overcome its constraints and promote satisfactory development levels. The possibilities for overcoming financial dominance, however, deserve further attention on what concerns its structural causes and policy alternatives. This article has two objectives. First, it formalises three key characteristics behind the financialisation of developing economies, focusing on some key elements that differentiate financialisation in developed versus emerging economies: interest rate behaviour; exchange rate volatility and balance of payments dominance. Secondly, it discusses some strategies for developing countries to overcome the effects of financialisation based on the hypothesis of increasing policy space, which allows these economies to retain autonomy on their macroeconomic policies and to conduct domestic policies in an integrated scenario.

Keywords: Financialisation; Developing Countries; Interest Rate; Exchange Rate; Policy Space.

JEL Code: E42, E44, E61.

Introducción

El principal elemento definitivo de la financiarización es la integración entre el sector financiero y real. Si bien las finanzas siempre han desempeñado un papel primordial en el capitalismo (Hansen, 2014), los procesos recientes de financiarización han incorporado y subrayado la "expansión y proliferación a gran escala de los mercados financieros en los últimos treinta años....

fuertemente asociada con los mecanismos del mercado, complementados o incluso reforzados por políticas que han apuntalado la creciente desigualdad” (FESSUD, 2011, 3).⁶ Para Sawyer (2013), este segundo tipo correspondiente a la financiarización reciente surgió junto con el neoliberalismo alrededor de 1980 como una nueva etapa del capitalismo, en la que los procesos financieros se hicieron frecuentes en la economía real.

Los resultados de dicha integración financiera para los países en desarrollo (DECs)⁷ están bajo un escrutinio creciente. Por ejemplo, en la década de 1980, la apertura comercial y de capital se consideraba como la salida del largo período de estancamiento conocido como la "década perdida" en América Latina, a pesar de la evidencia de tendencias de bajo crecimiento en los años siguientes (Ocampo, 2004). Sin embargo, las evidencias empíricas sugieren que la financiarización tuvo, en el mejor de los casos, resultados mixtos sobre las economías emergentes y, en el peor, consecuencias profundas y adversas sobre el crecimiento económico y el desempeño económico general (ver entre otros, Carvalho, 2008).

La propuesta central de la liberalización financiera en los DECs aboga porque los mercados financieros libres atraigan el exceso de capital de las economías desarrolladas.⁸ Algunos han asumido, a

⁶ Camara Neto y Vernengo (2002) señalan que una tasa de interés más alta, con el objetivo de evitar la fuga de capitales, conducirá a mayores pagos de intereses sobre la deuda pública y, en consecuencia, mayores déficits nominales. Los autores sostienen que cuando la deuda pública se indexa a la tasa de interés a corto plazo, la política monetaria se traduce en un elevado servicio de la deuda. Este proceso también tiene un importante efecto distributivo, ya que los titulares de deuda se encuentran entre las personas más ricas y son los que se benefician de tasas de interés más altas pagadas sobre la deuda pública a expensas de los menos afortunados, que dependen del gasto público en programas sociales.

⁷ Para una revisión sobre la financiarización en los países en desarrollo, ver Bonizzi (2013).

⁸ Este artículo utiliza los términos "economías en desarrollo", "países en desarrollo" y "economías emergentes" indistintamente.

favor de la propuesta de liberalización financiera, que el capital liberado se comportaría principalmente de forma anticíclica (Capie, 2004). En consecuencia, los DECs se beneficiarían de una mayor oferta de crédito, impulsando la inversión y acelerando el crecimiento económico.

Aunque la integración financiera todavía se elogia como una estrategia para promover el desarrollo por parte de organizaciones internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) (ver, entre otros, Kose et al, 2003), la evidencia empírica no corrobora el supuesto de que estabilizaría los flujos financieros netos para todos los países, incluso los países en desarrollo (Priewe, 2008), lo que se hizo más evidente después del inicio de la crisis financiera en curso (Ocampo, 2011; Palley, 2013). Además, los datos no muestran que el proceso de apertura de capital que comenzó en la década de 1980 y que se profundizó en la década de 1990 ha puesto a los DECs en una senda de recuperación con los niveles de ingreso per cápita de las naciones desarrolladas (Kaltenbrunner, 2010; Carvalho, 2013). Por otro lado, los acontecimientos recientes también muestran que no todos los países en desarrollo han sido igualmente limitados por sus políticas, incluso cuando se vieron sometidos a movimientos de capital más abiertos y enfrentaron la crisis financiera internacional.

El punto central de este artículo es que la integración financiera de las economías en desarrollo reduce su espacio y capacidad para aplicar políticas económicas nacionales. Después se consideran qué factores podrían ser clave para determinar la extensión de esa restricción. Esto quiere decir que, aunque parezca indiscutible que la posición de rango inferior de los países en desarrollo en la jerarquía mundial de monedas puede reducir el espacio de política interna, también es evidente que los flujos de capital no siempre son el factor dominante que determina el espacio de política interna.

El artículo se estructura de la siguiente manera: las secciones 1 a 3 presentan tres particularidades económicas de los países en desarrollo e investigan bajo qué condiciones los flujos de capital pueden conducir a tasas de interés nominales y reales más altas, tasas de cambio más altas y más volátiles, y pérdida de espacio político de cara al dominio de la balanza de pagos, según lo descrito por Ocampo (2011). En este contexto, dos consecuencias directas para la gestión de la política macroeconómica se derivan de la dependencia de los DECs integrados financieramente: primero, las tasas de interés nominal y real tienden a permanecer relativamente más altas de lo que podrían ser, así como comparativamente más altas que en los países desarrollados; y segundo, la persistencia del diferencial de tasas de interés impacta el tipo de cambio real, que tiende a ser crónicamente apreciado y volátil, dada la existencia de elementos perturbadores en los países en desarrollo, tales como problemas de desalineación y jerarquía. Debido a estas tendencias, estas economías obstaculizan su propia capacidad de crecimiento a largo plazo, y sus políticas fiscales suelen ser procíclicas, lo que limita su propio espacio para las políticas de crecimiento. Más específicamente, señalamos que dos de los principales precios macroeconómicos, el tipo de cambio real y las tasas de interés, se ven afectados por la integración financiera y presentan una alta volatilidad, lo que restringe las posibilidades internas de toma de decisiones a largo plazo. Esto también impacta en los otros dos precios macroeconómicos, es decir, los precios fiscales (impuestos) y los salarios. La sección 4 propone estrategias clave para superar la creciente financiarización en la medida en que afecta las estrategias de crecimiento y desarrollo. Además, se aborda específicamente el tema del espacio político como una posible alternativa para aumentar la autonomía política en los DECs. Finalmente, una última sección concluye brevemente el artículo, resumiendo los principales resultados.

1. Comportamiento del tipo de interés en economías en desarrollo financieramente integradas

Desde principios de la década de 1980, cuando el experimento monetarista no logró controlar los agregados monetarios en EE. UU. y en otros lugares (Friedman, 1988), parece haber surgido un nuevo consenso robusto -aceptado por los principales banqueros centrales y economistas académicos de diversas tendencias- que los bancos centrales no tiene más remedio que establecer un objetivo de tasa de interés y luego acomodar cualquier demanda de reservas en ese objetivo (Kaldor, 1982; Moore, 1988; Wray, 1992; Lavoie, 1996). En otras palabras, la oferta monetaria es endógena, y los bancos centrales establecen exógenamente la tasa de interés a un día, y las reservas serán proporcionadas por el Banco Central a los bancos comerciales de acuerdo con su demanda a la tasa objetivo del Banco Central. Como tal, la preferencia de liquidez de los bancos será determinada por los cambios en la proporción de reservas a los títulos con rendimiento en lugar de los cambios en las tasas de interés.

Si, por ejemplo, las reservas de los bancos están por debajo de lo requerido (ya sea por ley o por razones de preferencia de liquidez de los bancos), los bancos venderían bonos o bonos del Tesoro o algunos de sus propios créditos al Banco Central y recuperarían reservas; si, por otro lado, tienen más reservas de las que necesitan, comprarían bonos del Tesoro de los bancos centrales o aumentarían sus préstamos, etc. (Fontana, 2004). Por lo tanto, mientras que las tasas de interés son exógenas, la composición de las reservas para los títulos con rendimiento es endógena. Esta composición cambiará de acuerdo con la preferencia de liquidez, las consideraciones de preferencia de activos y la demanda de los prestatarios, teniendo en cuenta que: a) los bancos tienen un sobregiro con el Banco Central para satisfacer las reservas requeridas; b) los bancos y todo el sistema bancario deben

garantizar un sistema de pago ordenado; y c) la demanda de reserva de los bancos es muy inelástica a la tasa de interés, lo que conduciría a una tasa de interés altamente inestable si los bancos centrales no la proporcionaran a pedido.

Bajo el nuevo consenso monetario, la gestión de la tasa de interés por parte de la autoridad monetaria debería ser un poderoso instrumento para administrar la demanda agregada. Pero al considerar las economías en desarrollo financieramente integradas, ¿cómo ajustaría el Banco Central su tasa de interés interna de acuerdo con las tasas de interés extranjeras? Nuestro argumento principal es que cualquier país con un sistema monetario soberano puede mantener su libertad para determinar la política monetaria interna (es decir, la tasa de interés básica) siempre que no intente seguir una política de tipo de cambio fijo y no permita “mucho” endeudamiento en moneda extranjera. La "financiarización" (aumento del endeudamiento en moneda extranjera) puede llevar a los países a atraparse en una o ambas trampas, lo que lleva a lo que Ocampo (2011) describe como un dominio de la balanza de pagos.

La mayoría de los análisis convencionales de una economía abierta se derivan del conocido modelo Mundell-Fleming, que establece que la autonomía monetaria es un resultado esperado para una economía pequeña con un tipo de cambio flotante y una movilidad perfecta del capital, y una política ineficaz con un tipo de cambio fijo. Esta conclusión se basa en la teoría de la paridad de la tasa de interés descubierta del tipo de cambio (Carvalho, 2009), que puede expresarse como $i = i^* + e_e + \psi$, donde la tasa de interés interna, i , es igual a la tasa internacional, i^* , más la expectativa de la (des)valoración del tipo de cambio, e_e , y la prima de riesgo país, ψ . Cualquier diferencia entre i e i^* implicaría una variación en e_e o en el riesgo país (ψ) o en las entradas/salidas netas de capital.

Sin embargo, desde nuestra perspectiva dinero endógeno/tasa de interés exógena (y asumiendo los mercados financieros de

Minskyanos), el modelo Mundell-Fleming adopta supuestos erróneos (o inviables) sobre el comportamiento de los flujos de capital y la política monetaria. Como se señaló anteriormente, los Bancos Centrales siempre deben decidir a qué tasa de interés objetivo, así que nunca puedan tener control sobre la oferta de dinero, sea cual sea el régimen de cambio o la suposición sobre el movimiento de capital. Por lo tanto, es posible que los Bancos Centrales no pierdan lo que nunca han tenido: control sobre la cantidad de dinero, ya que los Bancos Centrales ejercen el control únicamente sobre las tasas de interés. En otras palabras, independientemente de la cantidad de flujos de capital, el Banco Central aún debe fijar la tasa de interés básica (Fontana, 2004). Con el Banco Central fijando las tasas de interés internas, los movimientos de capital podrían tener efectos solo en las tasas de cambio y en las reservas de divisas. Aun así, el alcance de los efectos de tales movimientos de capital dependerá de la política cambiaria del Banco Central y de sus reservas de amortiguamiento cambiario.

Otra suposición incorrecta es la movilidad perfecta, lo que implica una simple sustituibilidad entre los activos de diferentes países.⁹ En relación con los países en desarrollo, es crucial reconocer la jerarquía estructurada entre las monedas, así como entre los activos

⁹ McKinnon (1973) y Shaw (1973) a principios de la década de 1970 fueron los principales autores que proporcionaron una base teórica para la liberalización del capital a fin de impulsar el crecimiento económico. Interpretaron que el bajo rendimiento de la inversión y el crecimiento en los países en desarrollo se deberían al uso extensivo de controles de tasas de interés y otros instrumentos destinados a dirigir el crédito privado a sectores seleccionados. Estas restricciones serían responsables de imponer una "represión financiera", que estaría asociada a la ineficiencia en la intermediación de recursos por parte del sistema financiero. Por lo tanto, la "represión financiera" explicaría la baja tasa de ahorro, el racionamiento del crédito y la baja inversión, lo que conduciría también a un bajo crecimiento y, finalmente, al estancamiento económico. La liberalización de la cuenta de capital y las reformas liberales del sistema financiero proporcionarían, entonces, la alternativa para aumentar el ahorro y la inversión internos, permitiendo un mayor flujo de capital a través de préstamos a bancos nacionales, así como a través de inversiones extranjeras directas y de cartera. En términos más generales, la liberalización financiera permitiría una mejor asignación global de ahorros y ayudaría a canalizar recursos hacia el sector productivo, aumentando la tasa de crecimiento económico a largo plazo de los países en desarrollo (Carvalho, 2008).

denominados en diferentes monedas, jerarquía que también está determinada por la capacidad monetaria diferenciada para denominar y liquidar pagos contractuales (Kaltenbrunner, 2015; Guzman et al., 2016). En tales casos, la movilidad del capital puede no ser infinitamente elástica a las diferencias de tasas de interés, ya que los flujos de capital no solo se ven atraídos por la prima pagada por los activos nacionales, sino también por consideraciones de liquidez (esto se abordará en las siguientes secciones).

Dada la jerarquía inestable y estructurada de los mercados internacionales de capital y la exogeneidad de las tasas de interés, uno debería reconsiderar las combinaciones de políticas disponibles para los bancos centrales, así como sus consecuencias. Cuando los inversores internacionales tienen preferencias de liquidez más bajas, serán preferibles los países con mayores diferenciales de tasas de interés. Con tipos de cambio fijos, las entradas de capital darán lugar a un aumento de las reservas bancarias y/o de la deuda pública. Es decir, las entradas de capital se acumulan en las reservas de los bancos comerciales o compran bonos públicos directa o indirectamente. Los bancos, por otro lado, mantendrán el exceso de reservas, comprarán certificados de tesorería o cancelarán sus propias deudas con el banco central. En cualquier caso, a medida que el banco central fija las tasas de interés básicas a corto plazo, acepta comprar o vender cualquier cantidad de reservas o certificados de tesorería que requiera el sistema bancario. Entonces, como dijo Lavoie (2001): “Con tipos de cambio fijos, la esterilización ocurre automáticamente”.

Por lo tanto, un Banco Central podría aumentar sus reservas extranjeras indefinidamente sin perder el control de la tasa de interés a corto plazo. Claramente, si surgen dudas sobre la capacidad del Banco Central para mantener los tipos de cambio fijos, las salidas de capital pueden obligar al Banco Central a aumentar la tasa de interés o, por el contrario, las grandes entradas

pueden inducirlo a disminuir los intereses. Sin embargo, este no es un mecanismo automático ni endógeno, especialmente si no hay dudas sobre la capacidad del Banco Central para mantener estable el tipo de cambio. De hecho, aun es una decisión política y de política económica que debe tomar el Banco Central. En resumen, aunque existe una capacidad asimétrica para que el Banco Central mantenga la tasa de interés por debajo o por encima de la tasa internacional bajo un tipo de cambio fijo, fijar la tasa de interés es una política determinada por el Banco Central y no se puede cambiar endógenamente por flujos de capital.¹⁰

Alternativamente, con una tasa de cambio flexible, el superávit (déficit) en la balanza de pagos, causado por diferenciales positivos (negativos) entre las tasas de interés nacionales e internacionales, considerando la paridad de tasa de interés descubierta, conduciría a una apreciación permanente o una depreciación permanente del tipo de cambio hasta que el Banco Central decidiera otra tasa de interés compatible con un nuevo equilibrio de la balanza de pagos. Por lo tanto, tampoco existe un mecanismo automático, como se supone en el modelo Mundell-Fleming, que elevaría la tasa de interés nacional al nivel internacional. El Banco Central simplemente mantendría/alteraría su tasa de interés dependiendo de la paridad de tasa de interés descubierta y de la entrada/salida neta de capital.

En realidad, la sostenibilidad de cualquier régimen cambiario (ya sea fijo o flexible) depende más bien de la capacidad del país para pagar sus obligaciones externas. Si un país puede pedir prestado en el extranjero en su propia moneda, se beneficiará de una prima de baja tasa de interés y una alta estabilidad cambiaria. Por el contrario, si un país no puede endeudarse en su propia moneda en

¹⁰ Además, los mercados financieros no funcionan bajo supuestos de mercados eficientes, sino bajo la hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky.

el extranjero, enfrentará cada vez más dificultades para mantener estable la tasa de cambio, mientras que la prima de la tasa de interés será más alta.

En este último caso, suponiendo que no haya variación en el riesgo país, el tipo de cambio debería moverse para compensar las ganancias financieras de los inversores medidas en la misma moneda. Por lo tanto, la ecuación de la paridad de la tasa de interés establece una relación entre política monetaria y mercado internacional de capitales y, mientras la autoridad monetaria esté dispuesta a permitir que el tipo de cambio (y/o las reservas) cargue con la carga del ajuste, mantendrá su autonomía para establecer la tasa de interés interna.

Por lo tanto, la autonomía para establecer la tasa de interés para controlar la demanda agregada está significativamente limitada en el caso de los DEC's, principalmente cuando están integrados financieramente y bajo cualquier tipo de dificultad en sus cuentas externas (Kaltenbrunner, 2015; De Paula et al., 2017) En estas circunstancias, la autoridad monetaria puede ser propensa a acomodar cambios en la dirección de los flujos de capital utilizando el diferencial de tasa de interés como *el* instrumento final. Si, por ejemplo, se observa una alta inestabilidad en el mercado de divisas, la amenaza de una devaluación ejerce presión sobre la tasa de interés interna para mantener atractivos los activos internos, por lo que se espera una apreciación de la tasa de cambio. El aumento sistemático en el diferencial de la tasa de interés, como consecuencia del aumento de la tasa de interés interna, podría representar un incentivo adicional para las entradas netas de capital, que se dirigiría a los activos que se apreciarán *más* las tasas de interés aumentadas. Por lo tanto, bajo expectativas inestables en relación con el comportamiento del tipo de cambio, las expectativas periódicas de apreciación del tipo de cambio deben agregarse a los rendimientos obtenidos del diferencial de tasa de interés, seguido de reversiones repentinas de las expectativas en la

otra dirección, es decir, de depreciación, que solo se contendría, cuando sea posible, utilizando exclusivamente mecanismos de mercado, a través de fuertes aumentos de las tasas de interés.

En resumen, las fugas de capital o las inundaciones de capital implican que se viola la teoría de la paridad de la tasa de interés, ya que las autoridades monetarias tienden a acomodar las fluctuaciones del tipo de cambio principalmente a través de la manipulación de la tasa de interés. Esta es la razón por la cual las tasas de interés reales tienden a ser crónicamente más altas en las economías en desarrollo financieramente integradas y el tipo de cambio real tiende a apreciarse una y otra vez (Ocampo, 2011).

2. Financiarización y volatilidad del tipo de cambio

Los cambios en el tipo de cambio pueden tener graves consecuencias para el control de la economía y su crecimiento. Esta sección desarrolla los impactos de la financiarización en los movimientos del tipo de cambio, enfatizando los mecanismos y los efectos de la volatilidad del tipo de cambio en los DEC.

Es fundamental para comprender los posibles impactos de los movimientos de capital en los tipos de cambio de los DEC su posición en la jerarquía monetaria internacional. Las posiciones en esta jerarquía están determinadas principalmente por la capacidad de las corporaciones y los gobiernos de una región para emitir deuda externa en moneda nacional. Por lo tanto, los países mejor clasificados pueden emitir deudas externas en su propia moneda, en la parte superior es, hoy en día, el dólar estadounidense, y los países de bajo rango, como los DEC, en general no pueden emitir deudas externas en su propia moneda. Por lo tanto, deben pagar una prima de liquidez más alta por emitir deudas denominadas en una moneda extranjera. Los movimientos de capital que buscan un mayor rendimiento y menor liquidez o, alternativamente, los movimientos de capital que buscan seguridad pueden hacer que el

tipo de cambio de los DEC's sea considerablemente volátil. Dada tal posición en el sistema financiero internacional estructurado, el espacio de los DEC's para estabilizar los tipos de cambio está condicionado por la proporción de su deuda denominada en moneda extranjera con respecto a sus activos extranjeros.

Uno de los aspectos clave de la era posterior a Bretton Woods es permitir un sistema monetario y financiero globalizado en el que los movimientos de capital a corto plazo puedan conducir a cambios en los tipos de cambio, aunque el objetivo pretendido de este sistema modificado, en relación con el original de tasas fijas, es lograr una estabilidad mucho más fuerte. Sin embargo, en un mundo financiarizado, los impactos sobre los precios y la volatilidad de las inversiones en activos como las monedas son más intensas, lo que afecta la forma en que se lleva a cabo la política monetaria y la gestión del tipo de cambio. Como señaló Minsky (1993), estos movimientos de capital a corto plazo pueden ser momentos especulativos atraídos por los cambios anticipados en el tipo de cambio, impulsados principalmente por las expectativas a corto plazo de la generación de ganancias (Harvey, 1991) y la diversificación del riesgo. En este caso, el tipo de cambio de los DEC's, que se puede agregar a los diferenciales de tasas de interés a corto plazo, representa un activo que los agentes mantendrán con la expectativa de mayores rendimientos futuros.

De hecho, con la intensificación de las actividades financieras mundiales, la especulación cambiaria, debido a su papel en el aumento de las ganancias de capital, ha ganado una mayor participación en muchas carteras, lo que puede afectar sus movimientos y tendencias. Por ejemplo, la exposición de los inversores extranjeros al riesgo de moneda nacional a corto plazo puede exacerbar los movimientos del tipo de cambio y estrechar el vínculo entre las condiciones del mercado internacional y los movimientos del tipo de cambio, lo que afecta la gestión macroeconómica nacional (Kaltenbrunner, 2010; 2015). Cabe

destacar que los movimientos de los tipos de cambio en las economías en desarrollo pueden diferir drásticamente de las economías desarrolladas, debido a la jerarquía de las monedas, con volatilidades diferentes a lo largo del tiempo e impactos sobre la formulación de políticas, proporcionando así varios elementos para repensar la diversidad de las políticas monetarias y de crecimiento. Se enfatizan tres razones principales para este comportamiento.

Primero, las monedas de los países emergentes tienen una prima de liquidez más baja en comparación con las monedas que dominan el mundo, como el dólar estadounidense. Esto sugiere la existencia de una asimetría internacional de monedas, o una "jerarquía monetaria", en la que "en tiempos de creciente incertidumbre, estos activos son las primeras víctimas de la 'fuga a la calidad' (es decir, a los activos denominados en la moneda clave) por inversores globales" (Herr, 2008, 165). En otras palabras, el sistema monetario internacional presenta un acuerdo institucional que se organiza alrededor de una moneda nacional, que se ha convertido en la moneda clave para realizar las tres funciones del dinero a escala internacional: medios de pago, unidad de cuenta (y denominación de los contratos).) y depósito de valor (moneda de reserva internacional) (De Paula et al., 2017).

En segundo lugar, los tipos de cambio de las economías en desarrollo tienden a ser más volátiles y sufren de "desalineamientos de los tipos de cambio", presentando una desviación persistente entre los valores de equilibrio actuales y a largo plazo (incluso si se entiende como un rango, no un punto), lo que lleva a un exceso/infravaloración en el tiempo. Como lo demuestran Oreiro *et al.* (2012), una tendencia persistente de sobrevaloración del tipo de cambio puede afectar negativamente tanto el saldo de la cuenta corriente como la tasa de crecimiento, lo que empeora por el hecho de que las economías periféricas a menudo renuncian a controlar los tipos de cambio a través de 'técnicas de gestión de capital'

(Epstein *et al.* , 2004), es decir, refutar el uso de controles de capital.¹¹

Por último, los tipos de cambio sufren la presión de la volatilidad de los movimientos mundiales de capital, lo que afecta la deuda pública y privada, y penaliza el crecimiento a largo plazo. En este escenario, la política monetaria procíclica conducirá inevitablemente a una tendencia de apreciación del tipo de cambio real que, a través de muchos canales, afecta negativamente el nivel de demanda agregada y la tasa de crecimiento a largo plazo. Ocampo (2011) menciona dos canales a través de los cuales las fluctuaciones del tipo de cambio afectan el crecimiento a corto plazo: el primero son los efectos que las fluctuaciones del tipo de cambio tienen en los balances del sector privado, donde el sector privado es un prestatario neto en los mercados internacionales de capital. En este caso, las apreciaciones durante los auges generan ganancias de capital que tienden a aumentar la demanda agregada, mientras que las depreciaciones durante las crisis generan pérdidas de capital y efectos recesivos; y los segundos efectos son sobre los salarios reales: la apreciación tiende a aumentar los salarios reales, generando así un efecto expansivo, mientras que la depreciación durante las crisis genera el efecto contrario. La tasa de crecimiento a largo plazo, por otro lado, se ve afectada tanto por la tendencia de apreciación permanente del tipo de cambio real, que contribuye a la desindustrialización temprana, como por la inestabilidad causada por estos ciclos de apreciación-depreciación.

¹¹ Al menos en condiciones "normales". En otras palabras, con una tasa de cambio fija, la autoridad también puede mantener estable la tasa de interés, pero con las reservas funcionando como variable flexible, ajustándose de acuerdo con las entradas netas de capital. Sin embargo, es evidente la capacidad asimétrica del Banco Central para defender un tipo de cambio fijo bajo las entradas de capital en comparación con situaciones de salidas de capital: para comprar divisas, el Banco Central no tendría una limitación determinada; mientras tanto, su capacidad de vender divisas estaría determinada por su posesión de reservas finitas.

Kaltenbrunner (2015, 433-434) analiza esta tendencia de las monedas de los DEC's a sobrevalorarse y mantener tasas de interés más altas que en los países desarrollados, principalmente en un contexto de liberalización del capital. Siguiendo la terminología formal de Keynes (1936, capítulo 17) y Chick (1983), tenemos:

$$(q - q^*) + a = (l^* - l) \quad [1]$$

Lo que significa que el rendimiento del activo q , en nuestro caso, la tasa de interés de un rendimiento de la moneda de los DEC's, en comparación con q^* , el rendimiento de la moneda de reserva mundial (esta tasa de interés específica), más una expectativa de apreciación/depreciación contra esa misma moneda de reserva mundial, será igual a la prima de liquidez l , "la facilidad de la conversión de un activo en este mismo numerario de dinero" (Kaltenbrunner, 2015, 430), en comparación con la prima de liquidez l^* de la moneda de reserva mundial, la quintaesencia mundial de "dinero". Por lo tanto, "el diferencial de rendimiento de una moneda ($q - q^*$) tiene que compensar su prima de liquidez más baja en relación con la de la moneda líder ($l^* - l$) si se desea mantener la demanda" (*ibid*, 433). Reorganizando la ecuación anterior, obtenemos:

$$a = (q^* - q) + (l^* - l) \quad [2]$$

La ecuación 2 muestra claramente el sesgo de apreciación de una moneda DEC's bajo la liberalización del capital. Cuando q es considerablemente más alto que q^* supera una mera compensación de equilibrio por las diferencias en las primas de liquidez mundiales (con $l^* > l$) de las dos monedas bajo escrutinio: "Las monedas con *primas* de liquidez internacionales altas y estables pueden ofrecer bajos rendimientos. Esto también significa que las autoridades monetarias en estos países pueden afectar el valor de sus monedas con cambios menores en las tasas de interés, otorgándoles autonomía monetaria" (*ibid*, 434).

Por lo tanto, al mismo tiempo que la moneda líder puede ofrecer el rendimiento más bajo, las monedas en la parte inferior de la jerarquía necesitan rendimientos más altos, a menudo prohibitivos, para inducir su demanda: "Este es particularmente el caso cuando aumenta la preferencia de liquidez internacional y/o las condiciones monetarias de las monedas con *primas* de liquidez más altas cambian... un aumento repentino en la preferencia de liquidez podría conducir a movimientos de tipo de cambio independientemente de las altas tasas de interés o las condiciones económicas internas. El impacto de este cambio será mayor cuanto menor sea la prima de liquidez de una moneda" (*ibid*, 434). Como señaló Keynes, la prima de liquidez del dinero está asociada al hecho de que los contratos se fijan en términos de dinero. Por lo tanto, existe una ventaja obvia "de mantener activos en el mismo estándar que los pasivos futuros que pueden vencer..." Por lo tanto, la liquidez está intrínsecamente relacionada con la capacidad de un país para emitir deudas externas en su propia moneda. La estabilidad de la prima de liquidez dependerá de la capacidad para pagar deudas externas. Será tan estable como un país puede emitir deuda externa en su propia moneda o cuando tenga activos en el mismo estándar y proporcional a sus pasivos vencidos en el futuro.

En resumen, la moneda que sirve como estándar para los contratos de deuda externa tiene una mayor estabilidad de liquidez. Dado que, al menos en la actualidad, solo una moneda permanece en la cúspide de la jerarquía, incluso los DEC's que pueden mostrar políticas económicas sólidas percibirán las dificultades para escalar la jerarquía monetaria internacional y mantener estables sus flujos de capital líquido, tipos de cambio y tasas de interés y crecimiento.

Algunas soluciones se resumen a continuación. Ocampo (2011) sugiere que una forma alternativa de leer el 'trilema' de la política económica en los DEC's, es decir, cómo mantener la autonomía de la política monetaria, la baja volatilidad del tipo de cambio y los movimientos de flujo de capital libre, es que las autoridades

económicas deberían buscar una combinación de posibilidades entre los diferentes grados de autonomía de la política monetaria, la intervención cambiaria y las restricciones de movilidad de capital. Una alternativa keynesiana más amplia, que incluiría una revisión sobre la organización del sistema monetario global, se centra más específicamente en la adopción de: 1) tipos de cambio fijos, 2) disposiciones para controlar los flujos de capital y 3) mecanismos de activación para ajustar automáticamente desequilibrios de la balanza de pagos, que desplazan la carga de resolver los desequilibrios comerciales, especialmente en las economías excedentes (Davidson, 1994; Andrade y Prates, 2013). Un enfoque minskyano implicaría un conjunto de medidas que podrían proteger a los países en desarrollo, a fin de reducir su fragilidad financiera no a través de regímenes cambiarios (fijos o flotantes), sino mediante la construcción de reservas financieras y de capital reales para evitar la fragilidad sistémica (Kregel, 2004). Aquí, construir capital "real" significa utilizar préstamos extranjeros para aumentar la participación de las exportaciones netas en el Producto Interno Bruto (PIB), aumentando las ganancias y reservas de divisas (Romero *et al.*, 2011); mientras que construir capital "financiero" significa aumentar la confianza de los prestamistas en su decisión de prestar, aumentando los montos de capital.

3. Dominio de la balanza de pagos, prociclicidad y financiarización

Ocampo define (2011, 21) el dominio de la balanza de pagos como la "fuerte influencia que ejerce la balanza de pagos en la dinámica macroeconómica a corto plazo de los países en desarrollo, es decir, la dependencia de los ciclos económicos internos de los choques externos, positivos y negativos, que son transmitidos a través de la balanza de pagos". Como la mayoría de estos choques procíclicos están asociados con los ciclos de auge y caída del financiamiento

externo,¹² los desafíos políticos no solo se limitan a la gestión adecuada de estos choques, sino también a la necesidad de ampliar el espacio para políticas macroeconómicas contracíclicas, en oposición a la tendencia de las políticas macroeconómicas a comportarse de manera procíclica.

Por lo tanto, los flujos de capital a corto plazo hacia los DEC's han sido principalmente procíclicos, aumentando la volatilidad macroeconómica de estas economías y minando su prospecto de crecimiento (Ocampo y Stiglitz, 2008). Tal naturaleza procíclica de los flujos de capital se observa, en la dirección de la salida, ya sea cuando los prestamistas extranjeros reducen drásticamente los nuevos préstamos y se niegan a renovar los préstamos antiguos, cuando son más necesarios (dado que las expectativas de los prestamistas se vuelven evasivas - Minsky, 1986; 1993), o cuando los inversores nacionales, anticipando la depreciación de sus monedas, precipitan una fuga de capitales (Guzman *et al.*, 2016). Estos patrones se han registrado en gran medida, por ejemplo, en la mayoría de las crisis de balanza de pagos de los años noventa, en Asia y América Latina. Además, la inestabilidad en los flujos de capital no solo se observa en los flujos especulativos a corto plazo, sino también en las inversiones de cartera a más largo plazo, incluida la inversión extranjera directa. Aunque la volatilidad en este último caso es mucho menos acentuada, hoy en día la

¹² Ocampo y Stiglitz (2008, 20) señalan cuatro razones por las cuales la inversión extranjera es procíclica: "Primero, la IED estará correlacionada con las fluctuaciones globales. La crisis financiera mundial de 1998 condujo a una reducción de la IED en todas partes. En segundo lugar, gran parte de lo que se clasifica como IED es a veces realmente "finanzas". Por ejemplo, las privatizaciones y fusiones y adquisiciones se clasifican como IED, a pesar de que a menudo representan una transferencia de propiedad en lugar de una nueva inversión. Por lo tanto, es importante distinguir entre nuevas inversiones "verdes" y fusiones y adquisiciones. En tercer lugar, en la medida en que la IED está orientada hacia el mercado interno, responde a los auges y recesiones económicas de la misma manera que lo hace la inversión nacional. Cuarto, los inversionistas extranjeros directos saben que podría ser difícil vender sus activos durante una crisis, por lo que a menudo usan productos derivados, como *forwards* de divisas y opciones, para vender la moneda local en corto como cobertura de su inversión, lo que se suma a una corrida sobre la moneda durante una crisis".

inversión extranjera se produce principalmente en emisiones de bonos y financiamiento de bonos que también son fuertemente procíclicos.

También para Kaltenbrunner, “es la exposición de los DEC’s a los flujos de capital a corto plazo y su integración asimétrica y jerárquica en el sistema monetario y financiero internacional mismo, en lugar de los fundamentos adversos, como en la economía neoclásica, o la falta de credibilidad monetaria... -que apuntala y perpetúa su subordinación monetaria” (2015, 443). Después de todo, como las monedas de los DEC’s son más inestables, son más propensas a la especulación, a retroalimentar esa inestabilidad, etc. Paradójicamente, en la dirección de entrada de capital, los buenos fundamentos pueden aumentarlos, generando dinámicamente más inestabilidad debido a la inevitabilidad de la reversión de los flujos de capital, incluso si un DEC mantiene estos buenos fundamentos, ya que la salida puede iniciarse en el extranjero, como en la crisis de 2008.

Los DEC’s integrados financieramente que mantienen una cuenta de capital abierta en su balanza de pagos, con una deuda externa relativamente alta en moneda extranjera, como se enfatizó anteriormente, deberán mantener una necesidad permanente de elevar las tasas de interés para mantener las entradas de capital líquido. En consecuencia, una característica importante de los DEC’s con una cuenta de capital abierta es la necesidad de absorber los “ahorros” extranjeros de los mercados privados, reduciendo drásticamente su espacio de políticas. En economías abiertas con mercado de capital libre, el espacio político también está dictado por la percepción de los mercados financieros internacionales sobre la capacidad de estas economías para cumplir sus compromisos financieros en moneda extranjera. Aunque éste puede ser el caso de las economías desarrolladas y en desarrollo (en las cuales esta evaluación determina en gran medida su estabilidad

financiera), para los países desarrollados esta inestabilidad no afecta su desempeño de manera significativa, ya que pueden emitir deudas en sus propias monedas, incluso si en cantidades reducidas en comparación con la principal moneda mundial, lo que puede reducir su inestabilidad económica potencial y una eventual dependencia de las reservas extranjeras.

Aunque la mayoría de los DEC's demuestran una alineación con los "fundamentos de las buenas políticas" (Kaltenbrunner, 2010; Guzman *et al.*, 2016), en términos de inflación, independencia del Banco Central, reservas de divisas, etc., los DEC's siguen siendo externamente vulnerables y deben mantenerse tasas de interés estructuralmente altas y, por lo tanto, un dominio monetario, a pesar de su buen comportamiento y desempeño: "El impacto actual de la flexibilización cuantitativa (y su posible retiro) en el tipo de cambio de los DEC's es solo un ejemplo de esta continua subordinación monetaria. Por ejemplo, el real brasileño se apreció de casi 4 reales por dólar a fines de 2003 a 1.5 en agosto de 2008, para luego perder alrededor del 60% de su valor durante la crisis financiera mundial. De manera similar, el peso colombiano y el won coreano perdieron 13% en un mes durante la crisis financiera internacional, en gran medida independiente de las condiciones económicas internas" (Kaltenbrunner, 2015, 435, nota 12). Por cierto, esta inestabilidad será más notoria ya que un DEC es considerado más riesgoso por los mercados internacionales (Ocampo, 2011).

Un DEC puede enfrentar una presión creciente para gastar reservas para defender su moneda¹³ o, si ocurre una depreciación (en última instancia), enfrentará obligaciones de deuda aumentadas, ya sean

¹³ "Entre los nuevos instrumentos que pueden diseñarse, uno atractivo es un requisito de reserva para los pasivos cambiarios de los agentes financieros y no financieros, que puede sustituir el requisito tradicional de reserva para las entradas de capital. Esto también haría que este instrumento sea más similar a los instrumentos tradicionales de regulación monetaria y prudencial, que operan con acciones en lugar de flujos" (Ocampo, 2011, 19).

privadas o públicas, que tienen al menos cuatro resultados posibles. Puede a) fomentar las exportaciones líquidas y el crecimiento económico; b) restringir las inversiones privadas o incluso la solvencia de algunas empresas, debido a su deuda externa, inversiones comprometedoras y niveles de crecimiento; c) afectar las inversiones públicas y el gasto público en general, fomentando presiones para medidas de austeridad (Blyth, 2013); o d) enfrentar altas fluctuaciones en las tasas de cambio que pueden afectar las tasas de inflación y las políticas económicas como consecuencia. Por lo tanto, los flujos netos de capital realizarán un ciclo procíclico, ya que los auges tienden a estimular la apreciación de la moneda y una reducción de los precios externos (de bienes de consumo terminados, bienes de capital y/o insumos), lo que trae condiciones más favorables a las políticas económicas, mientras que en los períodos de crisis lo contrario ocurrirá con las salidas y depreciaciones de capital (Ocampo, 2011).

De hecho, la visión de dominio de la balanza de pagos explica por qué la volatilidad macroeconómica se incrementa en los DEC's con una cuenta de capital abierta y una alta deuda externa en moneda extranjera. En estas economías, la cuenta de capital juega un papel importante en causar choques procíclicos, y los ciclos financieros son más fuertes para las "economías más riesgosas" debido a su integración "imperfecta" en el mercado financiero global (Guzman et al., 2016). La evaluación del riesgo puede conducir a un fácil acceso al crédito durante el auge, cuando la liquidez internacional es abundante y la entrada de capital extranjero es excesiva para simplemente financiar el equilibrio de la balanza de pagos, pero luego puede volver al racionamiento del crédito y al empeoramiento de las condiciones, cuando la liquidez internacional es escasa, dando lugar a crisis de balanza de pagos.

Por lo tanto, a pesar de las opciones de política que se ofrecen en la literatura para las economías emergentes globalmente financiariza-

das, los efectos de la financiarización sobre las DEC's todavía carecen de alternativas para abordar sus consecuencias negativas.

La siguiente sección explora este problema al ofrecer un mayor espacio de políticas como una opción viable para los DEC's financieramente integrados.

4. Incrementar el espacio político como alternativa de las economías en desarrollo financieramente integradas

Como se exploró en las secciones 1 a 3, los DEC's financieramente integrados enfrentan un desafío de autonomía con respecto a su reducido espacio de políticas. En esta sección, esbozaremos algunas sugerencias generales para ampliar el espacio disponible para políticas claras de desarrollo.

Primero, siguiendo el *Tratado sobre Dinero* de Keynes (1930) y Kregel (2008), los controles de capital deben abordarse como una forma de aumentar el espacio de políticas. Como sugiere Kregel (2008, 14, 16), "Keynes está argumentando que la liberalización financiera impide que un país use la política monetaria para compensar las fluctuaciones en la inversión interna, más bien requiere el uso de tasas de interés para influir en las entradas internacionales de capital. La pérdida de autonomía política fue causada por un conflicto político: las bajas tasas de interés, requeridas para compensar una disminución en la inversión interna causarían una disminución en la inversión extranjera... O, como Keynes ya había señalado, la política monetaria se había convertido en rehén de los mercados internacionales de capital. Estos controles deberían estar disponibles tanto para los flujos de capital a corto como a largo plazo, en la medida en que los flujos de capital puedan invertirse bajo la apariencia de inversión extranjera directa, pero en realidad constituyen "capital financiero". Tal tendencia se puede ver en muchos casos de privatizaciones y fusiones y adquisiciones, que fueron

esencialmente transferencias de propiedad en lugar de nuevas inversiones (Ocampo y Stiglitz, 2008).

Los controles de capital deben ir acompañados de restricciones al endeudamiento extranjero, tanto por parte de agentes privados como públicos. Esto evitaría las obligaciones extranjeras y los desajustes de monedas entre las ganancias en moneda nacional y las obligaciones en moneda extranjera, así como las presiones subyacentes contra la depreciación de la moneda. De hecho, siguiendo a Ocampo (2011), el "control" se usa generalmente para referirse a intervenciones en la cuenta de capital, en lugar de una "regulación" de los flujos de capital, que son de naturaleza similar a otros tipos de regulaciones; pueden ser de carácter cuantitativo (como prohibiciones) o basados en precios (como los requisitos de reserva para entradas de capital). Estas acciones centradas en evitar el exceso de entradas de capital son claramente de carácter *prudencial*, ya que tienen como objetivo corregir los riesgos asociados con tales entradas excesivas.

Sin embargo, cuando no se pueden obstaculizar las fuertes entradas de capital, un país debe esterilizar estas entradas, por ejemplo, exigiendo una estancia mínima en el país y aumentando los requisitos de reserva si las entradas van a 'financiar' los préstamos bancarios en el mercado interno, o incluso si los pasivos se deben a empresas no financieras. Las disposiciones fiscales también podrían utilizarse, por ejemplo, para limitar el tratamiento fiscal de los servicios de la deuda externa (Ocampo, 2011).

En segundo lugar, dichas restricciones al endeudamiento externo deben ir seguidas de grandes esfuerzos para desarrollar los mercados financieros nacionales, ya que será necesario financiar inversiones en capital real, Investigación y Desarrollo (I+D) y otras formas de inversión productiva. Esta estructura financiera debe ser complementada, cuando sea posible, por los bancos nacionales de desarrollo como una oposición a las medidas liberales que

desregulan los sistemas financieros (Kregel, 2008). Por lo tanto, un "paquete de políticas" completo requeriría el esfuerzo de apoyar un sistema financiero completo con suficiente crédito para tomar decisiones de inversión claras y con tasas de interés bajas y estables, mejorando la posición fiscal de la economía.

En tercer lugar, los tipos de cambio flexible pero competitivo podrían ser una opción adecuada en un régimen administrado, que no permitiría fluctuaciones completas de los tipos de cambio y su inestabilidad subyacente, que a menudo conlleva costos y expectativas de rendimiento. Wray (2012), por ejemplo, menciona que para las naciones con monedas soberanas, un tipo de cambio flotante amplía aún más el espacio de las políticas porque el gobierno no necesita acumular suficientes reservas para mantener un tipo de cambio fijo. Por el contrario, un país con una moneda no soberana no tiene soberanía monetaria y se enfrenta a un espacio de política reducido, ya que puede necesitar préstamos, principalmente como resultado de un sistema financiero nacional subdesarrollado, (para gastar) internacionalmente y, por lo tanto, está sujeto a las tasas de interés del mercado y los riesgos de incumplimiento.

La administración del tipo de cambio debería dar como resultado una mejor cuenta corriente, una fuerte reducción de la deuda externa (Priewe, 2008) y una mejora de la economía a través de una expansión de las exportaciones netas, mayores inversiones de capital e inversiones I+D (Martins Neto y Porcile, 2017). Esto aumentaría la estabilidad, aunque atraería entradas de capital, lo que requeriría medidas apropiadas para evitar una apreciación del tipo de cambio. En este sentido, este círculo virtuoso aumentaría las reservas extranjeras, haciendo que las especulaciones contra la moneda nacional sean cada vez más difíciles.

Por último, y lo que es más importante, las políticas macroeconómicas exigen una integración con la economía real. Como

ejemplifican Ocampo y Vos (2008), las economías de rápido crecimiento de Asia Oriental adoptaron políticas macroeconómicas como parte de una estrategia de desarrollo más amplia, contribuyendo directamente a su crecimiento a largo plazo. Las políticas fiscales priorizaron el gasto en desarrollo, incluida la inversión en educación, salud e infraestructura, así como subsidios y garantías de crédito para las industrias de exportación. Además, la política monetaria se coordinó con el sector financiero y las estrategias industriales a largo plazo, que incluyeron esquemas de crédito dirigidos y subsidiados y administraron las tasas de interés para influir directamente en la inversión y el ahorro, al mismo tiempo que los tipos de cambio competitivos se consideraban esenciales para alentar las exportaciones. En este contexto, la economía política de la política y la coordinación política también es importante, como el papel de los grupos de interés y las élites industriales para influir en las estrategias políticas a largo plazo.

Conclusión

Los DEC's integrados financieramente enfrentan una restricción jerárquica dentro de la economía global, particularmente con respecto a su dependencia de los ciclos financieros planteados por los países desarrollados. Esto afecta sus opciones monetarias y fiscales, así como compromete las estrategias de crecimiento a largo plazo al limitar el espacio de estas economías para establecer independientemente sus objetivos de política. Además, los beneficios del proyecto de integración financiera planteados por las recomendaciones neoliberales durante la década de 1980 no se han materializado como un aumento sostenido en los niveles de crecimiento y desarrollo, sino más bien como una volatilidad de los precios macroeconómicos y las tasas de crecimiento para estas economías recientemente abiertas.

Este artículo exploró las principales consecuencias de la integración financiera de las economías en desarrollo y cómo

reduce su espacio de políticas para buscar estrategias de crecimiento a largo plazo. Al señalar tres características clave de los DEC's integrados financieramente, sugerimos cómo la financiarización promueve un "bloqueo de políticas" que aumenta las tasas de interés, aprecia el tipo de cambio y afecta la balanza de pagos. Al asumir el aumento de las entradas de capital como resultado de la integración financiera, los DEC's presentan una mayor volatilidad en sus precios macroeconómicos (tipo de cambio real y tasas de interés), lo que restringe las posibilidades nacionales de toma de decisiones a largo plazo.

A pesar de que la literatura que se enumera en este artículo demuestra cómo ocurren estas restricciones dentro de un mundo financiero, las alternativas políticas aún merecen más atención por parte de los economistas y los tomadores de decisiones. Argumentamos a favor de un mayor espacio político como una opción viable para los DEC's integrados financieramente, en el sentido de expandir su autonomía política y económica, lo que también implica abordar la jerarquía de poder financiero que se plantea a estas economías. La imposición de controles de capital prudenciales con restricciones al endeudamiento externo es una condición necesaria para la estabilidad macroeconómica, pero dicha medida debe ir acompañada de esfuerzos consistentes para desarrollar el sector financiero interno y mejorar la estrategia de coordinación entre el sector real y el financiero.

Referencias

- Andrade, R. and D. Prates. 2013. "Exchange Rate Dynamics in a Peripheral Monetary Economy". *Journal of Post Keynesian Economics* 35 (3): 399-416.
- Blyth, M. 2013. *Austerity: The History of a Dangerous Idea*. New York, NY: Oxford University Press.
- Bonizzi, B. 2013. "Financialization in Developing and Emerging Countries: A Survey", *International Journal of Political Economy* 42 (4): 83-107.

- Camara Neto, A. and M. Vernengo. 2002. “Globalization, a Dangerous Obsession: Latin America in the Post-Washington Consensus Era”. *International Journal of Political Economy*, 32 (4): 4-21.
- Capie, F. 2004 *Capital Controls: A ‘Cure’ Worse than the Problem?* The Institute of Economic Affairs, disponible en: <https://iea.org.uk/publications/research/capital-controls-a-cure-worse-the-problem>.
- Carvalho, F.J.C. 2008. “Financial liberalization in Brazil and Argentina”. In *Financial Liberalization and Economic Performance in Emerging Countries*, edited by Arestis, P. and L.F. De Paula, 121-141. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Carvalho, F.J.C. 2009. “Macroeconomic Policy with Open Capital Account”. In *Finance-led Capitalism: Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector*, edited by Hein, E. et al., 273-296. Marburg, Metropolis, 2nd. Edition.
- Carvalho, F.J.C. 2013. “Liquidity Preference of Banks and Crises”. In *Keynesian Reflections: Effective Demand, Money, Finance, and Policies in the Crisis*, edited by Hirai, T. et al. Oxford: Oxford University Press.
- Chick, V. 1983. *Macroeconomics after Keynes: A Reconsideration of the General Theory*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Davidson, P. 1994 *Post-Keynesian Macroeconomic Theory*. Aldershot: Edward Elgar.
- De Paula, L.F. et al. 2017. Keynes at the Periphery: Currency Hierarchy and Challenges for Economic Policy in Emerging Economies. *Journal of Post Keynesian Economics* 40 (2): 183-202.
- Epstein, G. et al. 2004. *Capital Management Techniques in Developing Countries: An Assessment of Experiences from the 1990s and Lessons for the Future*. G-24 Discussion Paper, disponible en: <https://www.g24.org/wp-content/uploads/2016/01/27.pdf>.
- FESSUD. 2011. “Description of Work.” in Grant Agreement no: 266800 for Collaborative Project Under Framework Programme 7 of the European Union.
- Fontana, G. 2004. “Rethinking Endogenous Money: A Constructive Interpretation of the Debate between Horizontalists and Structuralists”. *Metroeconomica* 55 (4): 367-385.

- Friedman, B. 1988. “Lessons on Monetary Policy from the 1980s”. *Journal of Economic Perspectives* 2 (3): 51–7.
- Guzman, M. et al. 2016. *Real Exchange Rate Policies for Economic Development*. Unpublished Paper, Columbia University. New York: disponible en: http://policydialogue.org/files/publications/RER_policies_for_Ec_Dev_IPD_WP300.pdf.
- Hansen, P.H. 2014. “From Finance Capitalism to Financialization: A Cultural and Narrative Perspective on 150 Years of Financial History”. *Enterprise & Society* 15 (4): 605-642.
- Harvey, 1991. “A Post Keynesian View of Exchange Rate Determination”. *Journal of Post Keynesian Economics* 14 (1): 61–70.
- Herr, H. 2008. “Capital Controls and Economic Development in China”. In *Financial Liberalization and Economic Performance in Emerging Countries*, edited by Arestis, P. and L.F. De Paula, 142-172. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Kaldor, N. 1982. *The Scourge of Monetarism*, Oxford: Oxford University Press.
- Kaltenbrunner, A. 2010. “International Financialization and Depreciation: the Brazilian Real in the International Financial Crisis”. *Competition and Change* 14 (3- 4): 296-323.
- Kaltenbrunner, A. 2015. “A Post Keynesian Framework of Exchange Rate Determination: A Minskyan Approach”. *Journal of Post Keynesian Economics* 38 (3): 426-448.
- Keynes, J. M. [1930] 2013. *A Treatise on Money: The Applied Theory of Money*. The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. 6, Cambridge (UK): Cambridge University Press.
- Keynes, J.M. [1936] 2013. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. 7, Cambridge (UK): Cambridge University Press.
- Kose, M.A. et al. 2003. *Financial Integration and Macroeconomic Volatility*. IMF Working Paper Series, WP/03/50.
- Kregel, J. 2004. “Can We Create a Stable International Financial Environment That Ensures Net Resource Transfers to Developing Countries?”. *Journal of Post Keynesian Economics* 26 (4): 573-590.
- Kregel, J. 2008. “Financial Liberalization and Domestic Policy Space: Theory and Practice with Reference to Latin America”. In *Financial Liberalization and Economic Performance in Emerging Countries*,

- edited by Arestis, P. and L.F. De Paula, 9-25. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Lavoie, M. 1996. “Horizontalism, Structuralism, Liquidity Preference and the Principle of Increasing Risk”. *Scottish Journal of Political Economy* 43 (3).
 - Lavoie, M. 2001. “The reflux mechanism in the open economy”. In *Credit, Interest Rates and the Open Economy: Essays on Horizontalism*, edited by Rochon, L-P. and M. Vernengo, 215-242. Cheltenham, UK and Northampton, MA: Edward Elgar.
 - Martins Neto, A. and G. Porcile. 2017. “Destabilizing Austerity: Fiscal Policy in a BOP-Dominated Macrodynamics”. *Structural Change and Economic Dynamics* 43, 39-50.
 - McKinnon, R. 1973. *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C., Brookings Institution.
 - Minsky, H.P. 1986. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press.
 - Minsky, H.P. 1993. *Financial Integration and National Economic Policy*. Paper Prepared for an International Seminar on Financial Integration and Monetary Stability. Rome, disponible en: http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/41/.
 - Moore, B. 1988. *Horizontalists and Verticalists: the Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge: Cambridge University Press.
 - Ocampo, J.A. 2004. “Latin America’s Growth and Equity Frustrations During Structural Reforms”. *Journal of Economic Perspectives* 18 (2): 67-88.
 - Ocampo, J.A. and J. Stiglitz 2008. *Capital Market Liberalization and Development*, Oxford, Scholarship Online, May, disponible en: <http://www.oxfordscholarship.com/view/10.1093/acprof:oso/9780199230587.001.0001/acprof-9780199230587>
 - Ocampo, J.A. and R. Vos. 2008. *Policy Space and the Changing Paradigm in Conducting Macroeconomic Policies in Developing Countries*. BIS Papers 36: 28-45.
 - Ocampo, J.A. 2011. *Balance of Payments Dominance: Its Implications for Macroeconomic Policy*. Paper for the Conference in Honor of Roberto Frenkel, disponible en: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/16268>.

- Oreiro, J.L. *et al.* 2012. “The Economics of Demand-Led Growth: Theory and Evidence for Brazil”. *CEPAL Review* 106: 151-168.
- Palley, T.I. 2013. “Gattopardo Economics: the Crisis and the Mainstream Response of Change that Keeps Things the Same”. *Intervention* 10 (2): 193–206.
- Priewe, J. 2008. “Capital account management or laissez-faire of capital flows in developing countries”. In *Financial Liberalization and Economic Performance in Emerging Countries*, edited by Arestis, P. and L.F. De Paula, 26-51. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Rey, H. 2015. *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*. NBER Working Paper Series, 21162, disponible en: <http://www.nber.org/papers/w21162>.
- Romero, J.P *et al.* 2011. “Brazil: Structural Change and Balance-Of-Payments-Constrained Growth”. *CEPAL Review* 104: 173-195.
- Sayer, M. 2013. “What is Financialization?”. *International Journal of Political Economy* 42 (4): 5-18.
- Shaw, G. 1973. *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- Wray, L.R. 1992. “Commercial Banks, the Central Bank, and Endogenous Money”. *Journal of Post Keynesian Economics* 14 (3): 297-310.
- Wray, L.R. 2012. *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*. New York: Palgrave Macmillan.

Recibido 12 agosto/2019

Aceptado 30 agosto/2019