

Financiarización subordinada en América Latina: dolarización, endeudamiento externo e internacionalización de la riqueza*

Subordinated financialization in Latin America:
Dollarization, external indebtedness,
and internationalization of wealth

*Estanislao Malic
y Juan Santarcángelo***

ABSTRACT

Financialization refers to the process by which financial markets, actors, instruments, and institutions gain importance in the functioning of economies and where the surplus generated is directed towards financial accumulation, which displaces productive accumulation (Epstein, 2005). However, this process is heterogeneous among regions and countries, and occurs in the periphery in the form of “subordinate financialization”, since the dynamics of global accumulation condition its asymmetric and dependent insertion. This paper aims to examine a set of central aspects of the process of subordinate financialization of Latin American countries, which is manifested in the loss of sovereign monetary spaces, and which are linked to the process of dollarization of banking systems, the degree of indebtedness, and the internationalization of wealth.

Keywords: Subordinated financialization; Latin America; dollarization; indebtedness; internationalization of wealth. *JEL codes:* O16, O54, E44.

* Artículo recibido el 23 de mayo de 2022 y aceptado el 24 de agosto de 2022. Sus contenidos son responsabilidad exclusiva de los autores.

** Estanislao Malic, Universidad Nacional de Quilmes, Argentina (correo electrónico: tanomalic@gmail.com). Juan Santarcángelo, Universidad Nacional de Quilmes y del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (Conicet), Argentina (correo electrónico: jsantar@gmail.com).

RESUMEN

La financiarización remite al proceso mediante el cual mercados, actores, instrumentos e instituciones financieras ganan importancia en el funcionamiento de las economías y donde el excedente generado se destina hacia la acumulación financiera, que desplaza la acumulación productiva (Epstein, 2005). Sin embargo, este proceso es heterogéneo entre regiones y países, y se presenta en la periferia en la forma de “financiarización subordinada”, ya que las dinámicas de acumulación global condicionan su inserción asimétrica y dependiente. El presente trabajo pretende examinar un conjunto de aspectos centrales del proceso de financiarización subordinada de los países de América Latina, el cual se manifiesta en la pérdida de espacios monetarios soberanos que se vinculan con el proceso de dolarización de los sistemas bancarios, el grado de endeudamiento y la internacionalización de la riqueza.

Palabras clave: financiarización subordinada; América Latina; dolarización; endeudamiento; internacionalización de la riqueza. *Clasificación JEL:* O16, O54, E44.

INTRODUCCIÓN

A partir de los años setenta, comenzó un proceso de desregulación acelerada de los flujos financieros a escala global que se profundizaría durante la década de los noventa y se popularizó con el nombre de financiarización. Este fenómeno remite al proceso mediante el cual mercados, actores e instituciones financieras ganan importancia en el funcionamiento de las economías, donde el excedente generado se destina hacia la acumulación financiera, que desplaza la acumulación productiva (Epstein, 2005). Sin embargo, este proceso de financiarización es heterogéneo entre regiones y países, y se presenta en la periferia en la forma concreta de “financiarización subordinada”, ya que las dinámicas de acumulación global no sólo condicionan su nivel de subordinación sino también su inserción asimétrica y dependiente.

El presente trabajo pretende contribuir a la literatura sobre el tema a partir de examinar en profundidad un conjunto de aspectos centrales del proceso de financiarización subordinada de los países de América Latina, que se manifiesta en la pérdida de espacios monetarios soberanos en detrimento del sistema monetario mundial y su hegemonía: el dólar estadounidense. El obje-

tivo es analizar tres manifestaciones centrales de este proceso, que refieren a las transformaciones experimentadas por los principales países de la región en relación con la dolarización del sistema bancario nacional (depósitos y créditos); el grado de endeudamiento externo de los Estados y los capitales privados que operan en América Latina, así como la internacionalización de la riqueza por parte de residentes de los países de la región.

Con estos objetivos, el trabajo se estructura en cinco secciones luego de esta breve introducción. En la sección I se analizan conceptualmente el fenómeno de financiarización y, en particular, la cuestión de la financiarización subordinada; asimismo, se examina el lugar de América Latina dentro del proceso de financiarización global. En la sección II se estudia el fenómeno de la soberanía monetaria, la jerarquía de las monedas y la supremacía que detenta el dólar en el mercado financiero mundial desde comienzos del siglo XXI hasta la actualidad, y se reflexiona sobre las consecuencias de dichos fenómenos. En la sección III se aborda el grado de dolarización de los sistemas financieros latinoamericanos; se analizan las implicaciones en materia de riesgos y de limitaciones impuestas sobre las políticas públicas (en particular sobre la política monetaria y fiscal), y se repasan los elementos centrales de ciertos procesos de desdolarización exitosos llevados adelante por algunos países de la región. En la sección IV se examinan la evolución del ciclo de endeudamiento regional, así como la internacionalización de la riqueza por parte de los residentes como tendencia estructural de toda la región. Finalmente, cerramos el trabajo al presentar las principales conclusiones e implicaciones de los fenómenos analizados en materia de desarrollo económico.

I. LA FINANCIARIZACIÓN SUBORDINADA

La etapa que comprende desde el final de la segunda Guerra Mundial hasta comienzos de los años setenta suele denominarse la “edad de oro del capitalismo”, ya que en el marco del proceso de reconstrucción de la guerra se logró un conjunto amplio de mejoras económicas, productivas y sociales sin precedentes en la mayoría de los países del mundo (Marglin y Schor, 1990). Si bien durante estos años el eje de la acumulación global se centraba en las inversiones productivas, el sector financiero y, en particular, las instituciones financieras internacionales fueron paulatinamente ganando importancia a lo largo de estos años. Un ejemplo de esta tendencia puede apreciarse con la can-

tividad de miembros integrantes del Fondo Monetario Internacional (FMI), que para comienzos de los años setenta se había triplicado respecto del número original existente a mediados de la década de los cuarenta.

Sin embargo, la crisis global de comienzos de los años setenta produjo cambios radicales en el funcionamiento de las principales economías del mundo. Los países se encontraban ante un nuevo fenómeno económico: la estanflación, que combinaba simultáneamente dos de los principales males de la economía (inflación y desempleo). La solución fue un abrupto giro económico y político, donde las ideas keynesianas de fuerte intervención estatal fueron remplazadas por la ortodoxia neoliberal. De este modo, el Estado fue rápidamente abandonando su lugar central en el funcionamiento de la economía como planificador del desarrollo y garante del acceso a diversos servicios básicos, y comenzó a instalarse un fuerte proceso de liberalización económica y financiera que se fue profundizando durante las décadas siguientes, el cual se denomina neoliberalismo (Santarcángelo, 2017).

Este proceso se plasmó en el plano internacional con la apertura de las economías, las privatizaciones y con el progresivo desmantelamiento de las trabas y las regulaciones a los movimientos de capitales (Harvey, 2005; Venugopal, 2015). De este modo, en el marco de una creciente internacionalización de los procesos productivos donde las empresas trasnacionales (ETN) comienzan a producir en las regiones en que el costo es menor, empiezan a expandirse los consorcios bancarios internacionales dedicados a consolidar sus operaciones globales. En este marco, la dinámica de inversión de las empresas trasnacionales se transforma y comienza a descansar en la creciente articulación, en el ámbito mundial o regional, de una red de contratistas y subcontratistas conducida por una administración fuertemente centralizada que, antes de invertir, compara los retornos productivos y financieros globales.

Este conjunto de transformaciones fue amalgamando un proceso donde mercados, actores, instituciones e instrumentos financieros ganaron relevancia en el funcionamiento de las economías y lograron obtener crecientes niveles de excedentes que estimularon la acumulación financiera (Epstein, 2005). Este proceso fue apuntalado por significativas transformaciones en el marco institucional y legal de los diferentes países, pero también hubo cambios relevantes en la cultura y el comportamiento organizativo del sector financiero (Hansen, 2014). Las entidades bancarias, que durante la edad de oro del capitalismo obtenían su rentabilidad de manera central mediante el

rendimiento de los préstamos destinados a inversiones productivas que otorgaban a las grandes empresas industriales, comienzan a transformar su esquema de negocios al enfocarlo más en los individuos y las familias, así como en la obtención de mayores rendimientos de corto plazo (Lapavitsas, 2013). Durante estos años, la industria financiera abandona el financiamiento al sector productivo, lo que fue su actividad principal durante décadas, para estimular crecientes procesos de endeudamiento de las empresas y los hogares.

A pesar de que esta tendencia global se registra en todos los países del mundo, los procesos de financiarización son heterogéneos entre regiones y países. La particularidad es que en los países periféricos estas tendencias se presentan en la forma de “financiarización subordinada”, ya que las dinámicas de acumulación global no sólo condicionan su nivel de subordinación, sino también su inserción asimétrica y dependiente. En general, los flujos de cartera extranjeros, impulsados por la dinámica de los rendimientos en los países centrales, incrementan y luego abandonan sus inversiones en deuda pública, bonos y mercados inmobiliarios de los países de la periferia. Con tipos de cambio flexibles, estos movimientos generan costosos esfuerzos de los bancos centrales para esterilizar tales flujos, lo que suele incrementar los niveles de endeudamiento de los gobiernos y sus tenencias de reservas (Powell, 2013). Esta dinámica aparece explícitamente como resultado del carácter subordinado de los Estados periféricos en los mercados internacionales, así como de sus monedas nacionales.

La literatura académica crecientemente ha dedicado espacio al análisis de estos fenómenos, y desde la heterodoxia pueden destacarse tres grandes líneas de trabajo. Los primeros estudios referidos a la subordinación financiera en países dependientes y, en particular, en América Latina pueden encontrarse en la tradición estructuralista y de la teoría de la dependencia, donde autores como Tavares (1980 y 2000), Tavares y Belluzo (2007) y Dos Santos (2002) destacan que se manifiesta como un fenómeno fundamentalmente financiero o monetario intensificado a partir de los años setenta. Para la autora brasileña, la globalización neoliberal se caracteriza por una “acumulación” de activos financieros que en la mayoría de los países se consolidó como una nueva característica permanente de la gestación de la riqueza, donde las actividades rentistas se expandieron de forma generalizada. Este proceso consolidó la hegemonía estadounidense, aceleró la mutación en la composición de la riqueza del mundo capitalista y acentuó las

asimetrías de crecimiento, endeudamiento y distribución del ingreso entre países centrales y periféricos (Tavares y Belluzo, 2007). El Estado se convirtió en prisionero del capital financiero, ahogado por una deuda pública en crecimiento exponencial, cuyo servicio no deja ya ningún espacio para la inversión estatal, y cada vez menos para las políticas sociales y aun para la manutención del modesto funcionalismo público de la región (Dos Santos, 2002: 23).

En una línea similar, pero desde la teoría poskeynesiana, se enfatiza el impacto que el proceso de financiarización y endeudamiento tiene sobre la distribución del ingreso y la demanda agregada (Palley, 2007; Villavicencio y Meireles, 2019). En esta línea, Medeiros (2008) explica cómo Latinoamérica, a partir de la década de los setenta, pero fundamentalmente desde los años noventa, volvió a integrarse a la economía mundial de modo similar a como ocurrió hasta la década de 1930: integrada financieramente, pero de forma dependiente. En un mundo de libre movilidad de capitales, los países periféricos suelen tomar deuda (el sector público y privado) de forma excesiva en divisas, por factores tanto internacionales (*push*) como internos (*pull*); lo que genera crisis recurrentes y que las monedas periféricas tiendan a ser intrínsecamente frágiles, así se motiva que los capitales se denominen en moneda dura. Como resultado, la política monetaria local de los países periféricos queda severamente condicionada y subordinada a la divisa central, lo que deriva en un proceso generalizado de endeudamiento externo combinado con internacionalización de la riqueza doméstica. Para esta línea de trabajo, la financiarización está asociada con un papel cada vez mayor de las finanzas en la economía, lo que no está justificado por las necesidades de la economía real. También para algunos autores como Caldentey y Vernengo (2021), este proceso de financiarización se relaciona frecuentemente con un debilitamiento en el papel del sector manufacturero en la economía y con procesos de desindustrialización.

Finalmente, la tercera visión heterodoxa que se ha dedicado a analizar estos procesos y que merece destacarse proviene del análisis marxista. En esta línea, que se remonta a los trabajos pioneros de Hilferding y Lenin, la acumulación de capital y la financiarización son fenómenos diferentes. La acumulación es entendida como la formación de capital real, que aumenta la producción económica general; la financiarización y la creciente centralidad que poseen las finanzas en estos últimos años han sido resultado del desarrollo histórico del sistema capitalista, donde el incremento de actividades,

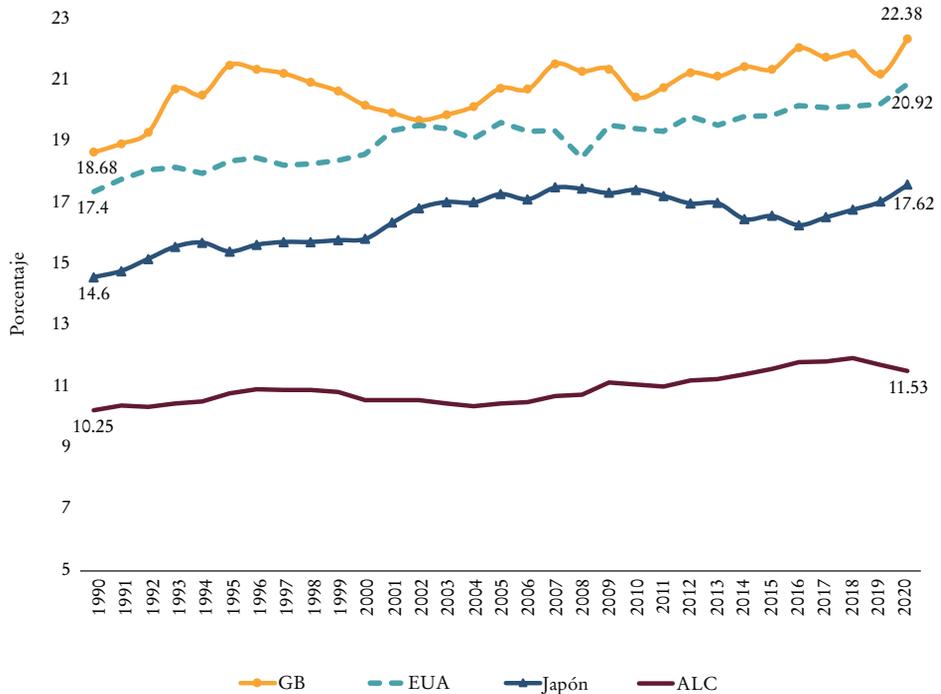
instrumentos e inversiones financieras tiene como objetivo la redistribución de la riqueza, pero no la generación de nuevo valor (Bellamy Foster, 2010; Durand, 2017; Fine, 2013; Roberts, 2016).

Para los principales autores de este enfoque, existen importantes diferencias entre los países desarrollados y los periféricos en materia de financiarización; los últimos presentan un claro carácter de financiarización subordinada. A raíz de esto, los países en desarrollo se ven continuamente en la obligación de atraer y mantener enormes cantidades de dólares para atesorar como reserva. Esto ha derivado en costos sustanciales que se han manifestado como la diferencia entre las tasas de interés internas y externas o como el costo de la esterilización por parte de los bancos centrales (Lapavitsas, 2013). De este modo, los países en desarrollo han estado pagando un tributo implícito a los desarrollados, principalmente a los Estados Unidos, el emisor hegemónico del dólar, y la acumulación de reservas ha contribuido al crecimiento de los mercados financieros nacionales, lo que ha impulsado también la financiarización interna. La entrada sostenida de bancos extranjeros en los países en desarrollo desde comienzos de los años setenta hasta la actualidad ha exacerbado la financiarización subordinada, al alentar un cambio de prácticas bancarias hacia mercados financieros abiertos y el ingreso personal como fuente de ganancias financieras (Lapavitsas, 2013).

Las diferencias entre las visiones heterodoxas presentadas no se centran en el carácter subordinado de la periferia en la financiarización, sino más bien en sus causas, así como en las posibilidades de resolverla. En Latinoamérica la evidencia empírica corrobora este carácter subordinado y nos muestra que la financiarización reviste características diferentes a las observadas en los países centrales. Su posición subordinada en la economía mundial se reproduce de forma acentuada en el sistema financiero internacional, aunque esto no se evidencia a simple vista. Mientras que las economías centrales, como los Estados Unidos, Gran Bretaña y Japón, muestran un crecimiento sistémico de su sector financiero en el peso del valor agregado total a lo largo de las últimas tres décadas, la tendencia promedio para la periferia de América Latina y el Caribe (ALC) exhibe una dinámica también creciente, aunque mucho más moderada y estable (gráfica 1).¹

¹ A fin de medir el peso de las actividades financieras, se consideran las actividades FIRE (independencia financiera y jubilación temprana, por sus siglas en inglés), que corresponden al valor agregado generado en las finanzas, seguros, bienes raíces, alquiler y arrendamiento.

GRÁFICA 1. FIRE sobre el valor agregado total (países seleccionados, en porcentaje, 1990-2020)^a



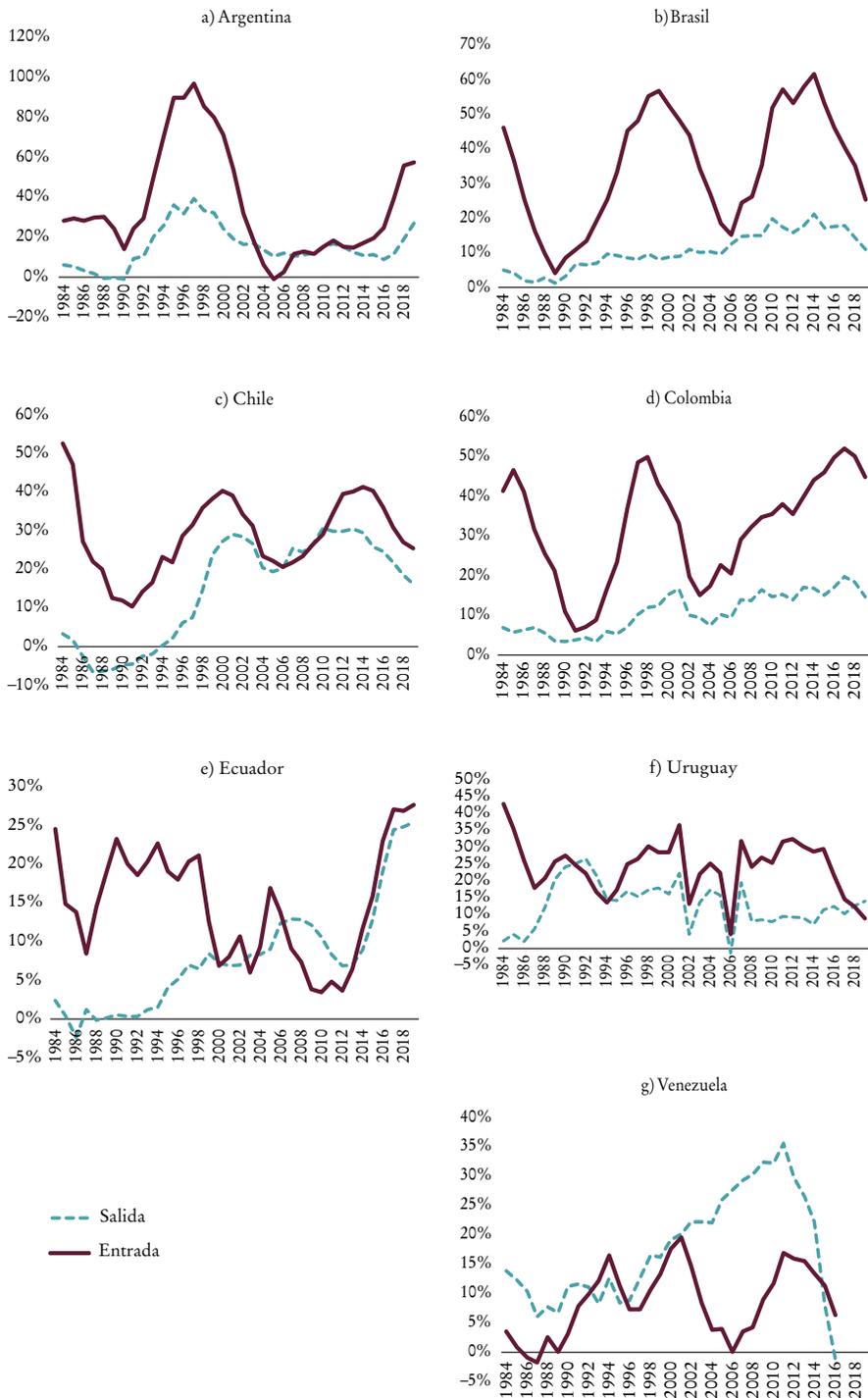
^a La información correspondiente a ALC surge del promedio de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México y Perú.

FUENTE: Zeolla (2021), basado en Timmer et al. (2014) y Gaaitzen et al. (2021).

Con el fin de comenzar a ver este fenómeno con mayor detalle, en la gráfica 2 presentamos el peso de los flujos financieros en relación con las exportaciones de ocho economías sudamericanas (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela) y de México para 1984-2019. Pese a cierta heterogeneidad en los comportamientos, podemos destacar dos procesos de fuerte ingreso de capitales financieros. El primero se verifica durante la década de los noventa y es resultado del auge de las políticas neoliberales aplicadas y basadas en el Consenso de Washington, que derivaron en un fuerte incremento de flujos financieros, en particular a raíz del profundo proceso de privatizaciones que experimentó toda la región.

El segundo proceso se extiende durante la segunda mitad de los años 2000, cuando, con el surgimiento de diversos gobiernos progresistas en toda

GRÁFICA 2. Balanza de pagos: flujo de activos financieros sobre exportaciones (en porcentaje, 1984-2019)



FUENTE: elaboración propia con base en datos del FMI.

la región, se incrementaron los flujos financieros en el sector externo, los cuales se han ido desacelerando a medida que nos acercamos a 2020. En este caso, el incremento en el flujo de capitales se explica por dos grandes motivos: primero, parte del ingreso de capitales financieros desde 2008 está vinculada con las políticas de estímulos monetarios impuestas por los países centrales como respuesta a la crisis *subprime*; segundo, el ingreso también es el resultado del incremento en el nivel de apalancamiento externo de las economías regionales que durante la década de 2010 sufrieron una merma tanto en sus desempeños económicos como en los ingresos de divisas por exportaciones. Como podemos apreciar, mientras algunos países registran claramente los dos ciclos (Brasil, Chile, Colombia y Ecuador), otros presentan más significativamente el ciclo de los años noventa (Argentina, México y Perú). Asimismo, se registra una salida permanente de flujos financieros en torno a 10-20% de las exportaciones, que adquiere rasgos de carácter estructural en todos los países estudiados. Ello podría explicarse por la creciente transnacionalización de las finanzas y la facilidad para acceder a activos de primera línea mundial desde los países periféricos en cuestión.

Finalmente, es preciso señalar también que los ingresos y los egresos no son cualitativamente simétricos: como veremos a lo largo del artículo, lo que caracteriza a todos los flujos es su moneda de denominación, el dólar. De esta forma, tanto los ingresos como los egresos implican una expansión del sistema monetario y financiero global sobre los espacios soberanos nacionales y una amenaza para construir sistemas financieros autónomos con cierta independencia financiera relativa de los ciclos globales. En la sección siguiente analizamos estos elementos.

II. SOBERANÍA DE LA MONEDA Y JERARQUÍA INTERNACIONAL

Hay dos conceptos clave para dar cuenta del grado de financiarización subordinada que presentan los países periféricos: la soberanía monetaria y la jerarquía internacional de monedas. A fin de entender ambas en profundidad, revisaremos algunas ideas centrales de autores de corte neocartalista y poskeynesiano, así como ciertos aportes que provienen de autores vinculados con la antropología y la sociología.

1. Soberanía

Para introducir el concepto de soberanía, primero delimitaremos el objeto de estudio donde se aplica. En tal sentido, resulta pertinente partir de la definición de “espacio monetario” de Ingham (2004), quien lo concibe como aquella construcción social donde las transacciones económicas (deudas y precios) son denominadas en una misma unidad de medida. Dicho esto, la construcción de este espacio estará atravesada por la “soberanía”. Para acercarnos a la idea de soberanía monetaria, podemos partir de Wray (2004), quien la define como la capacidad de los gobiernos de determinar la unidad de medida monetaria, así como de imprimir billetes, cualidades vinculadas con cobrar impuestos y realizar pagos en moneda propia (ya sea por la compra de servicios o insumos, o por intereses de deuda).

Para profundizar este enfoque: la soberanía monetaria implica la capacidad de movilizar recursos productivos mediante el sistema monetario y financiero nacional, denominado en moneda propia, lo que implica la política tanto monetaria como fiscal (Meireles, 2016). La aceptación de moneda (o activos denominados en ella) por parte de los residentes permite concretar el gasto público, así como construir el andamiaje financiero y bancario para administrar el crédito y el ahorro de la población, lo que construye, por lo tanto, un espacio monetario. Los países que pierden espacio y soberanía monetaria delegan su capacidad de construcción y movilización de recursos económicos a otros Estados, mientras que sus políticas monetarias y cambiarias se ven comprometidas. Autores como Minsky (2008), Rochon y Vernengo (2003) o Innes (1913) destacan que la creación de soberanía monetaria no es absoluta ni de aplicación simple, sino que precisa de una construcción social que se ve atravesada por múltiples conflictos entre países y actores privados.

A fin de entender los procesos de construcción monetaria, destacaremos ciertos puntos centrales de la definición de sistema monetario que pueden ayudar a dilucidar las herramientas con que cuentan los Estados para su desarrollo soberano. Antropólogos como Michel Innes (1913) o David Graeber (2011) sostienen que el dinero es una construcción social basada, fundamentalmente, en el sistema de deudas. El propio Keynes, en su *Treatise of Money* (1930), realiza una conceptualización profunda del dinero, donde, según él, la unidad de cuenta, en la cual se expresan los precios y las deudas, es el concepto fundamental del dinero. La moneda, para este enfoque, no

requiere presencia física alguna, ya que los sistemas de crédito y denominación monetaria son mucho más antiguos que las monedas acuñadas. De este modo, el dinero sería, ante todo, una unidad de cuenta. En estos autores las ideas de soberanía aparecen de manera implícita, pues la moneda es lo que la autoridad vigente impone como medio de cancelación de deudas (que puede ser físico o contable, como las cuentas bancarias); esto coincide con teóricos del cartalismo como Knapp (1924) y Lerner (1947). Vale destacar que el íntimo vínculo que tienen el dinero y las deudas se encuentra evidenciado hoy en día en las cuentas bancarias, las cuales, al ser pasivos de los bancos, funcionan efectivamente como el dinero más difundido en la actualidad.

Las reflexiones acerca de la conformación de un espacio monetario soberano no son nuevas ni ajenas. Aunque no pueden considerarse dentro de las tradiciones teóricas citadas, e incluso han sido poco rescatadas a escala local, debemos mencionar las ideas del argentino Mariano Fraguero (2021), quien, al desarrollar sus concepciones en pleno proceso de conformación del Estado argentino y el sistema nacional de crédito, pensaba la moneda y los bancos desde la periferia, con notable agudeza y actualidad. Según él, el crédito implica poder, que se alza de igual a igual frente a los poderes políticos. El crédito no requiere otro respaldo del que otorga la nación, el soberano y su sello, mientras que los bancos son instituciones sociales con ventaja temporal sobre los individuos, ya que los trascienden históricamente. Para el autor argentino, el crédito y el dinero motorizan las fuerzas de producción, siendo la moneda una representación de un sistema social, su producción, capital, organización y fuerza de trabajo, y debe ser utilizada para el bien común, en un contexto donde todo el sistema económico es social, no individual, pues la moneda es una construcción política. La generación de crédito en una determinada moneda la crea en sí misma y amplía ese espacio monetario.

Finalmente, y antes de adentrarnos en la jerarquía monetaria internacional, destacamos los aportes de Dodd (2014), quien indica que, a pesar de que el dinero se basa en la confianza en el sistema, no es explícitamente estatal, sino que se trata de confiar en que el resto de los individuos lo aceptarán; éste reposa en la idea de plena fungibilidad, en que es algo que puede convertirse en cualquier cosa. Esta descripción permite pensar en diferentes calidades de dineros estatales, ya que no todos tienen plena fungibilidad: las divisas son superiores, en este aspecto, a cualquier dinero nacional.

Al llevar el análisis de los autores citados a nuestro objeto de estudio, encontramos que la denominación del sistema monetario y financiero local

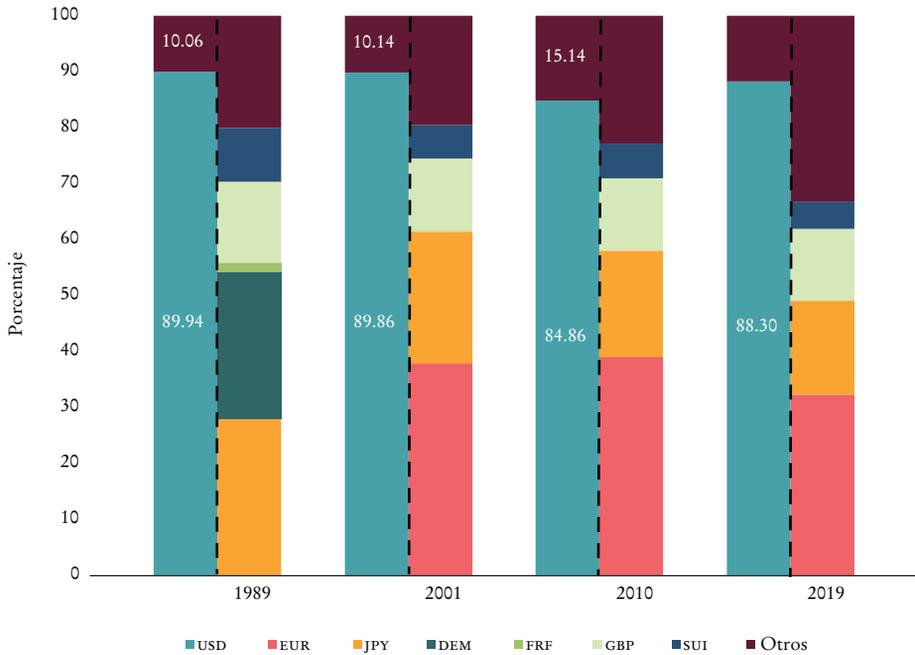
hace a las capacidades soberanas de movilizar y administrar recursos. En este contexto de competencia entre espacios monetarios, y a fin de evaluarlos en los países seleccionados, profundizaremos en la denominación de sus sistemas bancarios (moneda local o divisa), así como en la transnacionalización de sus activos y pasivos. Mientras mayor sea la intromisión de la divisa externa en el sistema local, menor será el margen de maniobra de esta economía. Asimismo, el apalancamiento externo y la formación de activos en moneda dura por parte de residentes implican también un retroceso de los espacios monetarios soberanos con la consecuente pérdida de influencia y administración por parte de los gobiernos implicados.

2. El sistema y la jerarquía monetaria internacional

La moneda en que se encuentran denominados los sistemas financieros a estudiar, así como el endeudamiento resultan clave a la hora de determinar la capacidad soberana de cada una de estas economías. Así, el sistema financiero internacional puede analizarse como un espacio saturado de poder, relaciones de dominación, subyugación y disputa entre los diferentes países, donde los emergentes y sus monedas se encuentran en posición de clara inferioridad respecto de los centros dominantes (Bortz y Kaltenbrunner, 2017; Alami et al., 2021). Por un lado, el comercio se realiza en monedas centrales; por otro, los mercados de capitales están en los centros y son articulados por sus monedas. De aquí se desprende que éstas no son sustitutos entre sí, sino que existe una pirámide donde coexisten diferentes categorías monetarias, estando las monedas periféricas en la base, lejos de la hegemonía en la cumbre.

Respecto de las monedas hegemónicas de categorías superiores, es interesante recuperar los planteamientos de Cohen sobre los determinantes que explican las causas por las que una moneda logra alcance mundial. El autor sostiene que el proceso de selección de la divisa mundial se da mediante la competencia y la búsqueda de mayor eficiencia y facilidad operativa. Como resultado de este proceso, todas las monedas dominantes empiezan a converger en la hegemónica, que a su vez debe reunir ciertos atributos económicos y políticos. En relación con los primeros, se destacan los siguientes elementos principales: confianza en que mantendrá su valor, un alto nivel de liquidez y alta transaccionalidad, es decir, que sea fácilmente aceptada. En

GRÁFICA 3. *Volumen de operaciones de cambio*
(en porcentaje, principales monedas de referencia, años seleccionados)



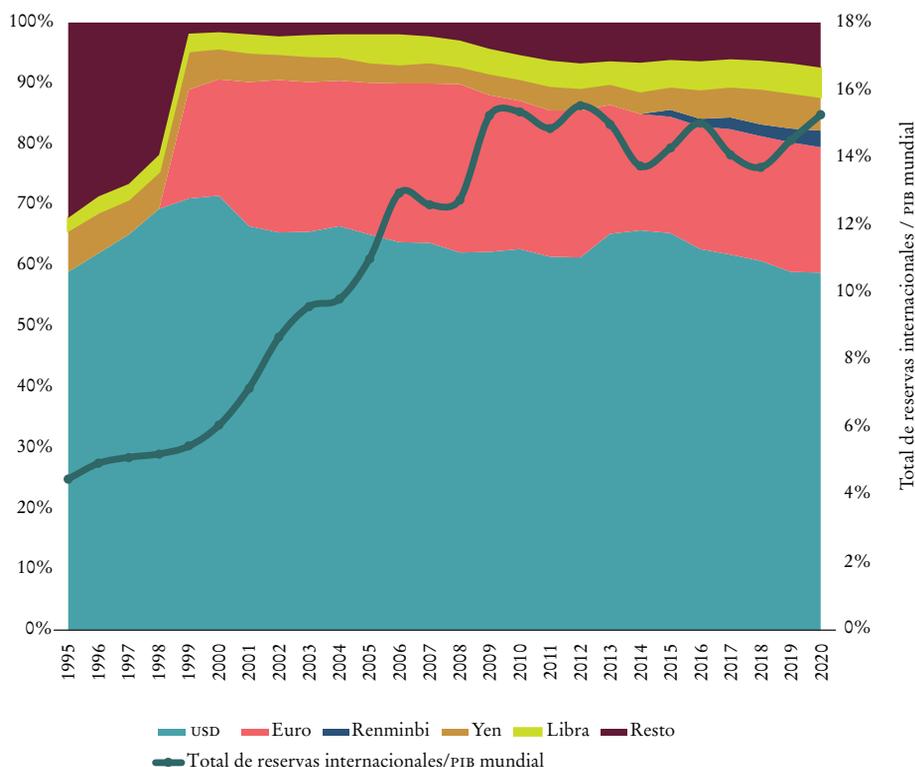
FUENTE: elaboración propia con base en datos del Banco Internacional de Pagos (BPI), Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Over-the-Counter (OTC) Derivatives Markets.

términos políticos influiría la estabilidad interna del país, su capacidad militar, así como su manejo de la presión diplomática internacional. La evidencia muestra que, si bien algunos países intentan disputar esta hegemonía, ninguna moneda parece encontrarse cerca de hacerle sombra al liderazgo del dólar.

Es destacable que, respecto de las transacciones internacionales y el sistema financiero global, los gobiernos nacionales pierden su poder político y económico territorial, siendo el dólar estadounidense la moneda que aparece como **hegemonía indiscutida**. En la gráfica 3 puede observarse la distribución de las operaciones de cambio globales según la moneda.

En la gráfica 3 cada columna corresponde al intercambio realizado entre monedas durante el año de referencia, y muestra el papel que ha tenido cada una a lo largo del tiempo. Cada año tiene dos columnas que representan

GRÁFICA 4. Reservas internacionales mundiales asignadas por moneda (en porcentaje) y total de reservas internacionales sobre producto interno bruto (PIB) mundial

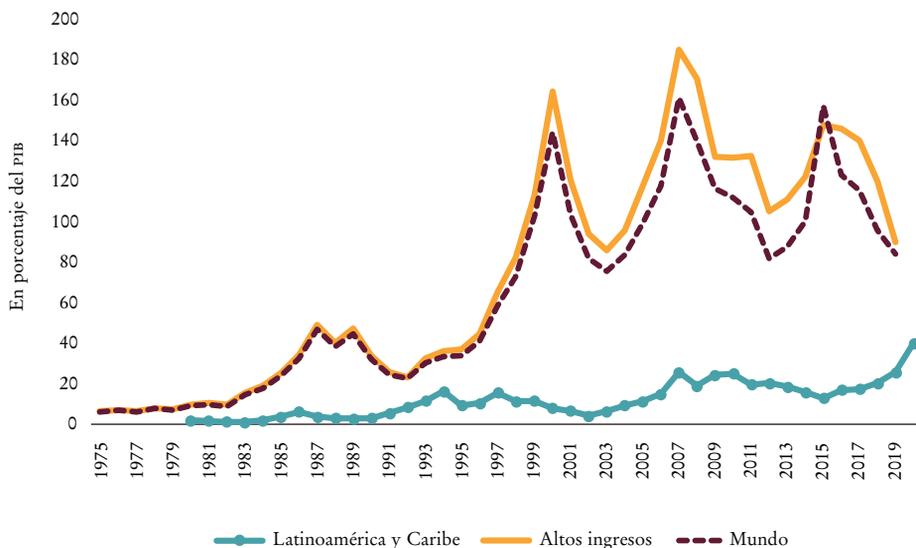


FUENTE: elaboración propia con base en datos del FMI y el Banco Mundial.

las monedas usadas para llevar adelante las transacciones globales. Como podemos apreciar, el dólar domina claramente como divisa mundial transaccional, al haber participado en promedio en los años seleccionados en 88.2% de todas las operaciones globales, y no ha sufrido mella por parte de otras monedas centrales desde 1989 hasta la actualidad.

Entre otros aspectos que destacan aparte de la transaccionalidad, Davidson (2002) sostiene que el dinero puede pensarse como una suerte de vínculo entre el presente y el pasado, fuertemente ligado a la existencia de incertidumbre, siendo la liquidez y el dinero formas de protegerse de ella. La necesidad de liquidez, de esta manera, es inevitable, a fin de contar con un activo que permita cancelar contratos ante cualquier escenario. Si se proyec-

GRÁFICA 5. *Volumen en mercado de capitales en porcentaje del PIB*
(en porcentaje, 1975-2019)



FUENTE: elaboración propia con base en datos del Banco Mundial.

tan estas consideraciones al sistema global y se observa la composición de reservas internacionales, podemos evaluar qué divisa cumple mayormente el papel de dinero como puente intertemporal y garante de la liquidez. En la gráfica 4 puede observarse la creciente relevancia de las reservas internacionales, así como la preeminencia del dólar en las mismas.

Por otra parte, es pertinente complementar este análisis con el peso que tienen los mercados de capitales centrales (en particular, de los países de altos ingresos) y de América Latina. La información se presenta en la gráfica 5, donde puede observarse la enorme relevancia de los mercados financieros de los centros, que presentan mercados de capitales en relación con su PIB mucho mayores que los países latinoamericanos y que, en promedio, durante la crisis financiera global, casi alcanzaron a duplicar el peso de los mercados en relación con el PIB.

Como podemos observar, durante el proceso de financiarización los países latinoamericanos mostraron crecientes niveles de operatividad en sus mercados financieros. Sin embargo, éstos se encuentran muy lejos del promedio mundial; están explicados, básicamente, por la evolución de los mercados de

capitales de los países de altos ingresos. De este modo, podemos afirmar que los mercados financieros mundiales son controlados esencialmente por el *core* del conjunto de países centrales, y su concentración alcanza grados aún mayores que los observados en los niveles de producción. Aunque los capitales financieros luego fluyan a la periferia en forma de deuda o renta variable, se transan y denominan según los sistemas financieros de los centros.

La existencia de esta jerarquía de monedas internacionales, donde el dólar es absolutamente dominante, mientras otras monedas sólo tienen un cierto grado de aceptación internacional (la mayoría funciona exclusivamente en el marco interno de las transacciones de las economías nacionales), evidencia la relevancia del espacio institucional de cada uno de los Estados y las fuerzas centrípetas, que permanentemente impulsan la convergencia hacia una sola moneda global. Esta confrontación entre espacios monetarios y la hegemonía estadounidense se muestra explícitamente en la actual dinámica global, donde aparecen nuevas tensiones para el sistema dólar. A las medidas reactivas de Rusia para transaccionar internacionalmente en moneda propia y la creciente cantidad de acuerdos e intercambio de monedas de China se suman los problemas surgidos de la misma dinámica de la institución dólar. La inflación global en tal moneda, así como la posibilidad discrecional de los Estados Unidos para incidir en los sistemas de pagos y bloquear reservas internacionales funcionan como mecanismos contrahegemónicos que pueden socavar los basamentos del patrón dólar global.

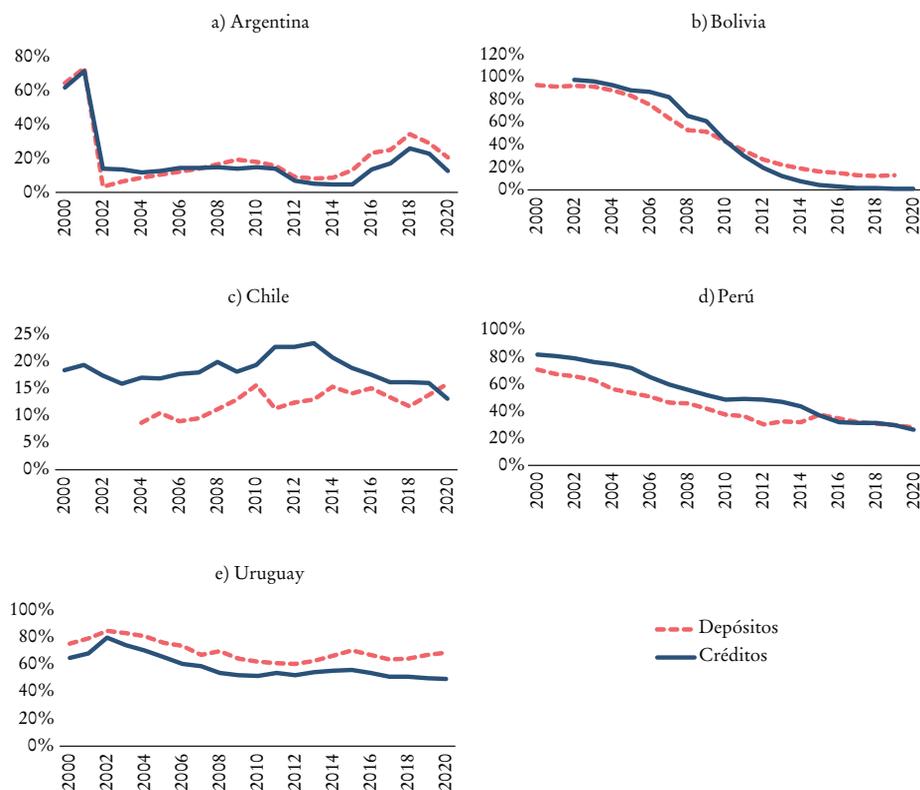
Debido a la hegemonía del dólar como moneda mundial y la debilidad de las monedas latinoamericanas en términos internacionales, los gobiernos nacionales se encuentran en continua resistencia y a la defensiva, en lo que hace a la competencia entre espacios monetarios. El dólar no sólo condiciona las relaciones externas de los países mediante el comercio exterior y el endeudamiento, sino que también se introduce en los sistemas financieros y los mercados locales; así reemplaza parcialmente las dinámicas de las monedas nacionales.

III. DOLARIZACIÓN DE LOS SISTEMAS BANCARIOS LOCALES

Ahora bien, ¿qué margen de maniobra monetaria tienen las economías latinoamericanas? ¿Éstas han podido resistir a las fuerzas centrípetas y mantener resguardados sus espacios monetarios nacionales? Para contestar estas

interrogantes, analizaremos la situación a escala tanto interna (depósitos y créditos en moneda extranjera) como externa (endeudamiento y flujos de capitales internacionales). El primer aspecto a abordar entonces es el estudio de la dolarización de los sistemas bancarios de América Latina. Como sabemos, la dolarización de depósitos y créditos en los sistemas bancarios sudamericanos ha sido una característica que comenzó a generalizarse desde comienzos de la década de los ochenta. Los problemas que tal fenómeno puede generar son múltiples y pueden clasificarse en cuatro categorías:

- 1) Riesgo sistémico: la dolarización de depósitos genera este riesgo, ya que, frente a corridas bancarias, el banco central se encuentra limitado para ser prestamista de última instancia. De esta forma, parte del sistema bancario (la parte dolarizada) funciona, virtualmente, como una antigua caja de conversión.
- 2) Riesgo de balance: la dolarización del crédito y los depósitos incorpora riesgo cambiario en los balances. Ante cualquier *shock* de tipo de cambio, se producen procesos de redistribución de activos y pasivos que pueden generar descalces de flujos relevantes, los cuales son enormemente perjudiciales para el desenvolvimiento normal de la actividad económica.
- 3) Limitaciones a la política monetaria: ésta depende de la influencia que posee el banco central para orientar o estimular el crédito y la demanda. Si el sistema se encuentra parcialmente dolarizado, la influencia sobre las tasas domésticas y sobre el nivel de crédito se ve también limitada. Asimismo, la dolarización de carteras puede llevar a saltos bruscos de las tasas, lo cual tiene impactos en los balances y genera volatilidad; esto redundará en aumento de *spreads* y reticencia a otorgar u obtener crédito a largo plazo.
- 4) Limitaciones a la política fiscal: como indicamos anteriormente, la capacidad fiscal de los gobiernos está fuertemente relacionada con la aceptación de la moneda; el gasto no es otra cosa que entrega de recursos al Estado a cambio de saldo monetario. De no ser aceptada o de ser aceptada parcialmente la moneda local, el gasto puede ejercerse, pero generar presiones sobre el mercado cambiario, producto del desprendimiento de activos en moneda local y la búsqueda de activos en moneda extranjera.

GRÁFICA 6. *Coefficiente de dolarización de depósitos y préstamos privados del sistema bancario (2000-2020)*

FUENTE: elaboración propia con base en datos provistos por bancos centrales.

Al observar la dinámica de la dolarización de los sistemas bancarios sudamericanos (gráfica 6), pueden observarse ciertos comportamientos estilizados, aunque con una marcada heterogeneidad. Es de destacar que las restricciones vigentes en tres de las mayores economías de la región —Brasil, México y Colombia— implican sistemas bancarios íntegramente en moneda nacional (por ello no existen estadísticas a presentar). En los paneles de la gráfica 6 se ha incluido a Bolivia, a fin de ilustrar el destacable fenómeno de desdolarización que presenta en el siglo XXI.

De esta forma, inicialmente debe presentarse la desdolarización de los sistemas boliviano y peruano, que, en un contexto de dolarización libre de los depósitos, lograron ampliar de forma relevante sus espacios moneta-

rios locales. Es notable que en ambos países el proceso implicó una migración a moneda nacional tanto de depósitos como de créditos, lo que obligó a descartarlos como ejemplos de resolución con base en expectativas cambiarias o de tasa. La hipótesis de la paridad de tasas de interés indica que los agentes formarán sus carteras de activos y pasivos con base en las expectativas de devaluación, la tasa internacional libre de riesgo y la tasa doméstica. Si ello fuera así, resultaría imposible observar procesos simultáneos de desdolarización de activos y pasivos, ya que tal ecuación implica que los estímulos a la dolarización de un lado de la hoja de balance fomentan la desdolarización del otro.

Una explicación alternativa podría considerar una variedad de cuestiones: por un lado, el proceso se dio en un contexto de abundancia de divisas, apreciación cambiaria en ciertas etapas y estabilidad de precios, lo que permitió baja nominalidad de tasas y, por lo tanto, acceso al crédito en moneda doméstica y *nacionalización* de balances, con la consecuente necesidad de la utilización de activos en moneda doméstica; por otro lado, existieron procesos de ampliación de la bancarización (particularmente en Bolivia) hacia sectores populares vinculados con una actividad interna creciente, lo cual pudo haber impulsado el uso de la moneda doméstica. Finalmente, debemos destacar que, mientras se desdolarizaban los sistemas domésticos, crecía la formación de activos externos por parte de residentes, lo cual indica que pueden convivir procesos de expansión de los sistemas monetarios soberanos con fenómenos en sentido contrario, y que el uso y las decisiones de cartera distan de ser homogéneas entre los agentes.

Por otra parte, el caso de mayor dolarización del sistema lo ilustra Uruguay cuya leve tendencia decreciente entre 2002 y 2011 se revirtió y terminó en 2020, cuando registró niveles cercanos a 70% de depósitos y 50% en los créditos. Finalmente, Argentina y Chile aparecen con particularidades propias. El primero de los países muestra una caída abrupta en su nivel de dolarización, motivada por la pesificación de depósitos tras la crisis bancaria de 2001 y la salida del régimen de convertibilidad, y luego una posterior tendencia de aumento en el nivel de dolarización interrumpida por etapas de férreos controles cambiarios (2011-2015), posteriormente relajados con la llegada de Mauricio Macri a la presidencia. Chile, por su parte, muestra niveles comparativamente reducidos de dolarización (los más bajos de los países analizados), pero, como veremos más adelante, con récord de exteriorización de activos financieros.

A modo de conclusión del apartado, podemos describir a Latinoamérica como una región que presenta vulnerabilidades respecto de su soberanía monetaria y, por ende, limitaciones a la política económica y riesgos acordes al nivel pertinente de cada economía. En varios países el sistema bancario muestra una estructura monetaria mixta, con gran presencia de depósitos y préstamos en moneda extranjera (USD). A pesar de ello, experiencias como las de Bolivia y Perú permiten pensar en la posibilidad de revertir este proceso, mientras que Brasil, México y Colombia (tres de las cuatro economías más grandes de la región) demuestran la viabilidad para la periferia, de contar con sistemas bancarios denominados exclusivamente en moneda soberana.

IV. ENDEUDAMIENTO EXTERNO E INTERNACIONALIZACIÓN DE LA RIQUEZA

1. *Endeudamiento externo*

La segunda década del siglo XXI presentó una significativa reorientación política de la región hacia la centro derecha; mediante procesos democráticos, interrupciones por caminos institucionales o golpes de Estado, desde 2012 hasta 2019 se observaron sucesivos ascensos de gobiernos identificados con políticas económicas de corte neoliberal. Ello se dio en un contexto de agotamiento del ciclo ascendente del precio de los *commodities* y un creciente endeudamiento externo de la región. Tras una década de reducción del mismo en forma generalizada (la deuda externa pasó de representar, en promedio, 47.4% del PIB y 266% de las exportaciones en 2000, a 26 y 103.5% en 2011, respectivamente), el proceso se revirtió y las economías estudiadas ingresaron en un sendero de creciente endeudamiento; así alcanzaron e incluso superaron los niveles que había a inicios de siglo XXI (en 2020 la deuda externa alcanzó, en promedio, 46% del PIB y 200.5% de las exportaciones). Este fenómeno regional de desendeudamiento y posterior endeudamiento externo puede observarse en detalle en el cuadro 1.

Es importante remarcar que, al medirse la deuda externa sobre el PIB, el coeficiente no es un indicador confiable de sostenibilidad, ya que no considera el frente externo (el cual permite obtener las divisas necesarias para afrontar los pagos) ni los plazos de vencimientos. Por un lado, las fluctuaciones del tipo de cambio pueden implicar variaciones abruptas de este

CUADRO 1. *Deuda externa sobre PIB y exportaciones*
(en porcentaje sobre PIB y exportaciones)^a

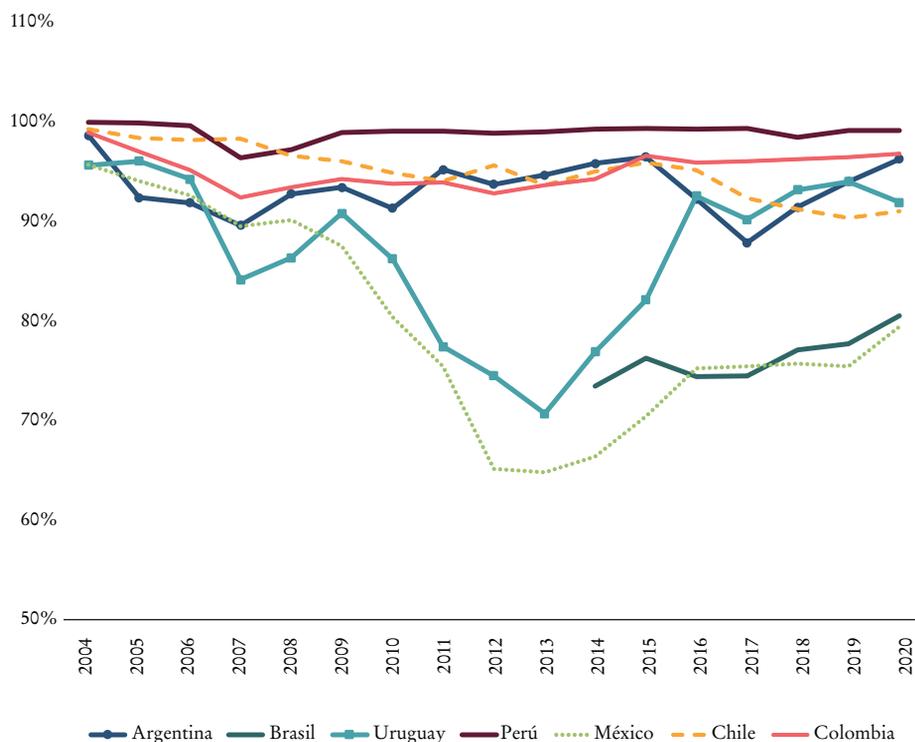
Países	Deuda externa sobre PIB				Deuda externa sobre exportaciones			
	2000	2011	2020	Var.	2000	2011	2020	Var.
Argentina	50.3	29.5	67.6	17.2	495.63	160.1	421.85	-73.8
Bolivia	80.3	26.3	35.6	-44.7	458.52	69.0	187.94	-270.6
Brasil	36.0	19.7	42.3	6.3	369.10	176.5	267.18	-101.9
Chile	47.8	40.0	83.3	35.5	159.60	107.0	261.87	102.3
Colombia	36.4	22.6	55.6	19.2	228.57	116.7	406.01	177.4
Ecuador	72.1	19.2	53.9	-18.3	223.78	61.7	255.57	31.8
México	21.0	17.8	34.7	13.7	82.63	57.6	85.93	3.3
Perú	54.1	27.9	39.7	-14.4	328.78	94.1	192.10	-136.7
Uruguay	58.9	35.2	83.1	24.2	399.15	142.0	341.92	-57.2
Venezuela*	33.8	35.6	92.1	58.4	113.92	123.7	643.74	529.8
Promedio ponderado	35.0	22.6	46.9	12.0	192.79	113.2	200.50	7.7

^a Var. = variación. * Las cifras en la columna de 2020 corresponden a 2019. ** El promedio pondera por PIB y exportaciones según corresponda.

FUENTE: elaboración propia con base en datos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

coeficiente, y no reflejar cambios reales respecto de las capacidades productivas o de pago del país en cuestión. Por otro, los procesos latinoamericanos de restricción externa implican, y están asociados con, una posición global subordinada en términos productivos y financieros (Santarcángelo, 2019). De esta forma, se observan ciclos de dominancia externa donde la disponibilidad de divisas determina la capacidad de crecer, así como de internacionalizar la riqueza por parte de las élites. Asimismo, en situaciones de endeudamiento externo nominado en divisas, los recursos monetarios en moneda nacional pierden validez, ya que los servicios de deuda deben afrontarse con excedente externo. Incluso procesos de crecimiento económico (aumento del PIB y caída del coeficiente deuda externa o del PIB) pueden asociarse con riesgo de insolvencia, por el aumento de las importaciones requerido.

De esta forma, la deuda externa, particularmente la denominada en moneda extranjera, sea pública o privada, es un limitante concreto al desarrollo económico mediante dos canales: por un lado, los servicios de deuda presionan sobre la balanza de pagos y limitan la capacidad de políticas

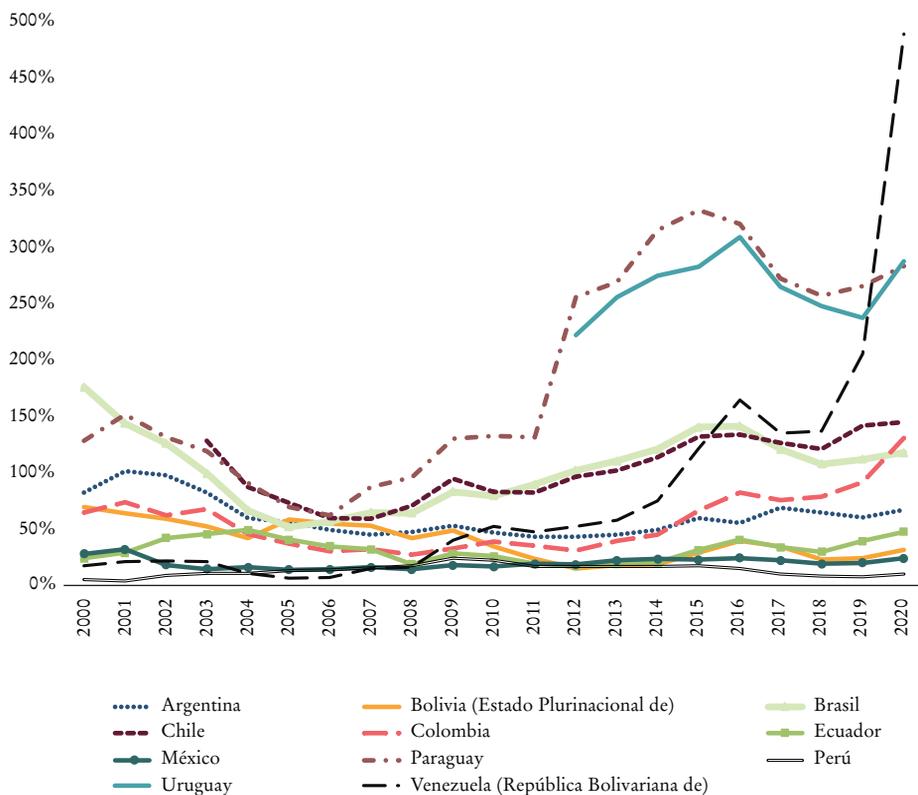
GRÁFICA 7. Deuda externa denominada en USD
(en porcentaje), 2004-2020

FUENTE: elaboración propia con base en datos del Banco Mundial.

públicas de los Estados; por el otro, si el endeudamiento es con los organismos financieros internacionales (como el FMI), los prestamistas exigen ciertas políticas económicas de apertura, desregulación de los mercados y reformas estructurales que se transforman en un condicionante de la capacidad de desarrollo de los países; en muchos casos, sobre todo en países de la región, hasta llegan a tener poder de veto sobre las políticas económicas internas que los países deudores desean aplicar.

En línea con lo observado a lo largo del trabajo, encontramos que la emisión de deuda externa pública es, mayormente, denominada en dólares. En la gráfica 7 puede observarse que, salvo un breve periodo entre 2008 y 2014 (etapa de apreciación cambiaria en varios de estos países), cuando parte de la deuda externa de México, Brasil y Uruguay no estaba denominada en divi-

GRÁFICA 8. *Deuda externa privada sobre exportaciones (en porcentaje), 2000-2020*



FUENTE: elaboración propia con base en datos de los bancos centrales.

sas, el fenómeno tiende a revertirse y converger al promedio de la región, con altos niveles de endeudamiento en divisas.

Como puede apreciarse en la gráfica 7, sólo Brasil y México han mostrado en el periodo de análisis cierto margen para emitir deuda en moneda propia. A pesar de ello, los niveles se encuentran en valores cercanos a 20% del total de sus deudas y con una tendencia decreciente, sobre todo en el último quinquenio. La capacidad de emisión de deuda externa en moneda local de estos países se ha debido en gran medida a procesos de apreciación cambiaria en contexto de aplicación de políticas expansivas de *quantitative easings* en los países centrales, lo que generó cierto atractivo de los activos en monedas periféricas. A pesar de estos casos, la tendencia regional a emitir deuda

externa en divisas es clara y evidencia la posición subordinada de Latinoamérica en el sistema financiero global, lo que deriva en que es poco probable que las políticas monetarias de tasas locales tengan efectos positivos a la hora de estimular los flujos de ingreso de capitales. De algún modo, resulta evidente que no habría extranjeros que asuman riesgo cambiario de economías latinoamericanas.²

Por el contrario, las tasas o las limitaciones al endeudamiento en moneda local a nivel doméstico pueden estimular endeudamiento externo nominado en divisas por parte de compañías locales. En este aspecto el panorama regional es sumamente heterogéneo: dentro de los países con bajo nivel de endeudamiento externo encontramos a Perú, Bolivia y México; como destacamos anteriormente, Perú y Bolivia son dos países que han logrado expandir el crédito en moneda local en los últimos años, mientras que México se caracteriza por un sistema bancario denominado en moneda propia, y políticas de tasas reales relativamente bajas a lo largo del periodo de estudio. Le siguen Argentina y Ecuador (con 48 y 67% de deuda externa privada sobre exportaciones en 2020), que se caracterizan por ser, la primera, una economía con etapas de estrictos controles de capitales, y la segunda, la única economía dolarizada. Brasil, Chile y Colombia muestran un endeudamiento creciente en el periodo; destaca Brasil como la economía con la tasa real activa positiva más alta en toda la etapa (el promedio del periodo fue de 39%, con picos de 52%).³ Finalmente, Uruguay aparece con altos niveles de endeudamiento probablemente asociado con la libre movilidad de capitales, mientras que Venezuela muestra niveles críticos en 2019 y 2020, vinculados con su crisis estructural, el bloqueo comercial y el desplome del precio del petróleo.

El creciente nivel de endeudamiento externo de las economías estudiadas, sea público o privado, implica severas limitaciones al crecimiento y el desarrollo. Desde un aspecto agregado (considerando la totalidad de la deuda), como indicamos anteriormente, la disponibilidad de divisas es la que permite importar los insumos y bienes de capital precisos para apuntalar la producción. Los servicios de la deuda compiten directamente con la capacidad de aumentar el acervo de capital. Asimismo, los acreedores, tanto privados como organismos multilaterales, se convierten en agentes con un gran peso

²Para mayor información sobre este fenómeno, véanse Villavicencio (2021) y Tovar (2005).

³Con base en datos del Banco Mundial.

político, ya que son quienes, mediante la permanente renovación del crédito, validarán o vetarán las políticas económicas del país endeudado. Por otro lado, si evaluamos el endeudamiento privado en divisas, encontraremos que tiende a incrementar la vulnerabilidad de las compañías frente a procesos de volatilidad cambiaria, cuyos balances podrían alterarse severamente frente a las variaciones del tipo de cambio.

2. *Internacionalización de la riqueza*

La capacidad de internalización de la riqueza por parte de residentes, que se visualiza a través de la formación de activos externos (pueden ser activos financieros, inmobiliarios, empresas, etc.), se encuentra directamente vinculada con la capacidad externa para financiarla. Es decir, que depende de la disponibilidad de divisas que pueden obtenerse a cambio de la moneda nacional periférica. Por la baja a nula aceptabilidad internacional de los activos denominados en monedas periféricas que hemos señalado, la formación de activos externos requiere algún mecanismo para financiarla, que puede surgir de tres posibilidades: de una cuenta corriente superavitaria, del aumento del endeudamiento externo denominado en divisas o del incremento de la inversión extranjera directa.

Al observar la dinámica de acumulación de activos externos por parte del sector privado, la tendencia es similar en toda la región a lo largo de las últimas dos décadas, donde ha crecido sostenidamente sobre el PIB (cuadro 2).

Sin embargo, encontramos una heterogeneidad relevante en los niveles de activos externos acumulados y en el ritmo del proceso. Mientras que los países que empezaron el siglo XXI con mayor *stock* de activos externos son Argentina (52%) y Uruguay (47%), Chile y Venezuela se destacan por una acumulación acelerada desde el 2000 hasta 2019, con incrementos de 77 y 59%, respectivamente. Por otro lado, Perú, Argentina, Colombia, México y Brasil se destacan por los bajos niveles de exteriorización relativa. Es importante recordar que los últimos tres poseen sistemas bancarios integralmente denominados en moneda local, mientras que Argentina contó entre 2012 y 2015 con fuertes restricciones en el mercado cambiario.

De esta forma, en economías restringidas en su crecimiento por su disponibilidad de divisas, la externalización de la riqueza se convierte en un límite adicional concreto al desarrollo económico, ya que impide la disponibilidad de recursos para la importación de bienes de capital e insumos, al

CUADRO 2. *Posición financiera internacional. Activos netos de reservas sobre PIB (en USD constantes de 2010)^a*

<i>Países</i>	<i>2000</i>	<i>2019</i>	<i>Variación</i>
Chile***	28%	105%	77%
Venezuela**	28%	87%	59%
Ecuador	2%	45%	43%
Uruguay	47%	79%	32%
Bolivia	6%	31%	25%
Colombia	11%	29%	18%
Perú	9%	26%	17%
Argentina	52%	68%	17%
México*	13%	27%	14%
Brasil*	6%	19%	14%

^a * Desde 2001. ** Hasta 2016. *** Se descuenta de la PII el FEE.

FUENTE: elaboración propia con base en datos del FMI y la CEPAL.

mismo tiempo que puede generar crisis externas recurrentes de balanza de pagos.

V. REFLEXIONES FINALES

Los países sudamericanos (y México) han ingresado al siglo XXI en una posición subordinada en lo que refiere al sistema monetario mundial y el proceso de financiarización. Mientras los centros y, particularmente, el dólar estadounidense concentran la mayor parte de las transacciones financieras y sus mercados, los países periféricos estudiados han tenido comportamientos divergentes, aunque presentan ciertas tendencias comunes. La no aceptabilidad internacional de activos en moneda doméstica parecería ser uno de ellos. Otro espejo local de las tendencias internacionales es la exteriorización de la riqueza. Con diferencias de nivel (Chile y Venezuela como los más destacados), se presenta como el vector que atraviesa todos los países de la región por igual. Tanto en el mundo como en estos países, la tendencia es dolarizar activos.

Este proceso puede financiarse con superávit de cuenta corriente o, como parece ser el caso del periodo iniciado tras la crisis *subprime*, con deuda externa. Los bajos niveles de endeudamiento que mostraban los países latinoamericanos a inicios del primer lustro del siglo comienzan a revertirse, e incluso muestran niveles que superan los alcanzados en el comienzo del

periodo. Este proceso es acompañado por el sector privado, el cual, con mayor o menor relevancia, buscó financiamiento en plazas externas; esto evidenció las fuertes limitaciones de ciertos sistemas nacionales para otorgar financiamiento al sector privado en moneda doméstica.

Esta lógica globalizadora presenta varios desafíos en términos de soberanía monetaria para el desarrollo económico de América Latina. Por el lado del crédito y el gasto fiscal, sistemas monetarios denominados en monedas nacionales permiten movilizar recursos productivos, por parte tanto de actores privados como del Estado, lo que no precisa acumulación de divisas para ello. Respecto de la riqueza financiera, si la misma tiende a exteriorizarse, genera presiones sobre la balanza de pagos, lo que agudiza la restricción externa propia de los países periféricos. Finalmente, la dolarización interna del sistema financiero genera un riesgo sistémico que puede tanto impactar en los balances de las compañías en el caso de variaciones abruptas del tipo de cambio como derivar en quiebras bancarias masivas o expropiación de ahorros en el caso de corridas bancarias en moneda dura. Sin capacidad de ser prestamista de última instancia, los bancos centrales no pueden garantizar sistemas financieros sólidos, ni tampoco orientar la producción mediante políticas monetarias.

A pesar de las limitaciones impuestas por la dinámica globalizadora, ciertos países han logrado implementar políticas que demuestran la existencia y la viabilidad de alternativas concretas a la liberalización, y que permiten construir, aunque a veces parcialmente, sistemas más autónomos. El trabajo muestra cómo tres de las mayores economías latinoamericanas —México, Brasil y Colombia— en cierto modo blindaron sus sistemas financieros locales con regulación, e impidieron la dolarización del sistema bancario local. Brasil se destaca por el persistente endeudamiento privado en divisas en el exterior, en gran medida como producto de su política monetaria sumamente contractiva.

Por otro lado, siendo economías más pequeñas, pero con procesos de desdolarización relevantes, se encuentran Perú y Bolivia. En ambos casos se observa una significativa migración del dólar a la moneda local en los depósitos y los créditos bancarios aun en un contexto de abundancia de divisas provenientes del comercio exterior, las cuales permitieron etapas de apreciación cambiaria y estabilidad del nivel de precios. Se destaca de esta forma que en un momento cuando los términos del intercambio resultan beneficiosos para Latinoamérica no sería prudente impulsar políticas de tipo de

cambio alto, que socavan las monedas nacionales y puedan redundar en procesos de aceleración inflacionaria.

En este marco resulta importante destacar un conjunto de elementos financieros que deben abordarse simultáneamente si se aspira a apuntalar senderos de desarrollo con cierta autonomía. Primero, por el papel hegemónico que consolidó el sector financiero en muchas de las economías de la región a partir del ascenso del neoliberalismo, es necesario redefinir estructuralmente el lugar que tal sector posee en la dinámica de acumulación de capital en los países del Sur global. Segundo, en relación con el punto anterior, cualquier modelo de desarrollo necesita recuperar los espacios monetarios nacionales, para lo cual es necesario establecer regulaciones que limiten la actividad financiera de los conglomerados extranjeros, así como la internacionalización de la riqueza; generar instituciones públicas con objetivos claros que consoliden un sistema financiero profundo, e implementar herramientas y andamiajes financieros alternativos que permitan reducir los riesgos vinculados con las dinámicas periféricas, como la volatilidad cambiaria y de tasas, la inflación o las variaciones abruptas de precios relativos. Tercero, una vez definido el papel del sector y su funcionamiento general, se deben establecer políticas específicas que brinden acceso al crédito en moneda local y alternativas para los ahorristas con el fin no sólo de transformar conductas, sino también de permitir que el conocimiento monetario y financiero sea apropiado por la sociedad.

Desarrollar economías donde los actores nacionales cuenten con las herramientas necesarias para motorizar las fuerzas productivas dentro de un sistema económico soberano, al tiempo que se limite o morigere la transnacionalización de la riqueza local, es un camino imprescindible para que la periferia recupere espacios y grados de libertad respecto de las lógicas de acumulación globales, tanto financieras como productivas.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aguilar Pacajes, H. (2013). Bolivianización financiera y eficacia de política monetaria en Bolivia. *Revista de Análisis*, 18(1), 81-142.
- Alami, I., Alves, C., Bonizzi, B., Kaltenbrunner, A., Koddenbrock, K., Kvangraven, I., y Powell, J. (2021). *International Financial Subordination:*

- A Critical Research Agenda* (Greenwich Papers in Political Economy, GPERC85). Londres: University of Greenwich.
- Bellamy Foster, J. (2010). The financialization of accumulation. *Monthly Review*, 62(5). Recuperado de: <https://monthlyreview.org/2010/10/01/the-financialization-of-accumulation/>
- Bonizzi, B., Kaltenbrunner, A., y Powell, J. (2019). *Subordinate Financialization in Emerging Capitalist Economies* (Greenwich papers in political economy, GPERC69). Londres: Greenwich Political Economy Research Center.
- Bortz, P., y Kaltenbrunner, A. (2017). The international dimension of financialization in developing and emerging economies. *Development and Change*, 49(2), 375-393. Recuperado de: <https://doi.org/10.1111/dech.12371>
- Caldentey, E., y Vernengo, M. (2021). Financialization, premature deindustrialization, and instability in Latin America. *Review of Keynesian Economics*, 9(4), 493-511. Recuperado de: <https://doi.org/10.4337/roke.2021.04.03>
- Cohen, B. J. (2015). *Currency Power: Understanding Monetary Rivalry*. Princeton: Princeton University Press.
- Davidson, P. (2002). *Financial Markets, Money and the Real World*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Dodd, N. (2014). *The Social Life of Money*. Princeton: Princeton University Press.
- Dos Santos, T. (2002). *Teoría de la dependencia. Balance y perspectivas*. México: Plaza y Janés.
- Durand, C. (2017). *Fictitious Capital: How Finance Is Appropriating Our Future*. Londres: Verso.
- Epstein, G. A. (ed.) (2005). *Financialization and the World Economy*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Fine, B. (2013). Financialization from a Marxist perspective. *International Journal of Political Economy*, 42(4), 47-66. Recuperado de: <https://doi.org/10.2753/IJP0891-1916420403>
- Fragueiro, M. (2021). *Escritos sobre moneda y banca*. Buenos Aires: Manuel Belgrano Ediciones.
- Gaitzen, V. de, Arfelt, L., Drees, D., Godemann, M., Hamilton, C., Jessen-Thiesen, B., Ihsan Kaya, A., Kruse, H., Mensah, E., y Woltjer, P. (2021).

- The Economic Transformation Database (ETD): Content, Sources, and Methods* (WIDER Technical Note, 2/2021). Helsinki: UNU-WIDER.
- García Escribano, M. (2011). Factores que impulsan la desdolarización de Perú. *Revista Estudios Económicos*, 21, 23-40.
- Graeber, D. (2011). *Debt: The First 5.000 Years*. Nueva York: Melville House Publishing.
- Hansen, P. (2014). From finance capitalism to financialization: A cultural and narrative perspective on 150 years of financial history. *Enterprise & Society*, 15(4), 605-642. Recuperado de: <https://doi.org/10.1093/es/khu047>
- Harvey, D. (2005). *A Brief History of Neoliberalism*. Oxford: Oxford University Press.
- Ingham, G. (2004). *The Nature of Money*. Cambridge: Polity Press Ltd.
- Innes, A. (1913). What is money? *Banking Law Journal*, (mayo), 377-408.
- Ito, H., y McCauley, R. (2019). *The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves* (BIS Working Papers, 828). BPI. Recuperado de: <https://www.bis.org/publ/work828.pdf>
- Kaltenbrunner, A., y Lysandrou, P. (2017). The US dollar's continuing hegemony as an international currency: A double-matrix analysis. *Development and Change*, 48(4), 663-691. Recuperado de: <https://doi.org/10.1111/dech.12318>
- Keynes, J. M. (1996). *Teoría general del empleo, el interés y el dinero*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Keynes, J. M. (2013/1930). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Vol. V. *A Treatise of Money*. Cambridge: Royal Economic Society.
- Knapp, G. (1924). *The State Theory of Money*. Londres: Macmillan & Co.
- Ingham, G. (2004). *The Nature of Money*. Cambridge: Polity Press.
- Lane, P. R., y Milesi-Ferretti, G. M. (2012). External adjustment and the global crisis. *Journal of International Economics*, 88(2), 252-265. Recuperado de: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2011.12.013>
- Lapavistas, C. (2013). The financialization of capitalism: "Profiting without producing". *City*, 17(6), 792-805. Recuperado de: <https://doi.org/10.1080/13604813.2013.853865>
- Lerner, A. (1947). Money as a creature of the state. *The American Economic Review*, 37(2), 312-317.
- Marglin, S. A., y Schor, J. B. (1990). *The Golden Age of Capitalism: Reinterpreting the Postwar Experience*. Oxford: Oxford University Press.

- Medeiros, C. de (2008). Financial dependency and growth cycles in Latin America. *Journal of Post Keynesian Economics*, 38(1), 80-99. Recuperado de: <https://doi.org/10.2753/PKE0160-3477310104>
- Meireles, M. (2016). *Soberanía monetaria, desarrollo y pensamiento económico latinoamericano: enseñanzas de la dolarización ecuatoriana*. México: Instituto de Investigaciones Económicas-UNAM.
- Minsky, H. (2008). *Stabilizing a Unstable Economy*. Nueva York: McGraw Hill.
- Palley, T. (2007). *Financialization: What It Is and Why It Matters* (working paper, 525). Nueva York: The Levy Economics Institute of Bard College.
- Powell, J. (2013). *Subordinate Financialisation: A Study of Mexico and Its Non-Financial Corporations* (tesis de doctorado). University of London, Londres.
- Roberts, M. (2016). *The Long Depression. Marxism and the Global Crisis of Capitalism*. Londres: Haymarket Books.
- Robinson, W. (2020, 24 de marzo). Don't cry for me Latin America. *Human Geography*. Recuperado de: <https://doi.org/10.1177%2F1942778620910941>
- Rochon, L. P., y Vernengo, M. (2003). State money and the real world: Or chartalism and its discontents. *Journal of Post Keynesian Economics*, 26(1), 57-67.
- Santarcángelo, J. (2017). Las transformaciones de la economía mundial y el endeudamiento de América Latina. *Voces del Fenix*, (64), 94.
- Santarcángelo, J. (ed.) (2019). *The Manufacturing Sector in Argentina, Brazil, and Mexico: Transformations and Challenges in the Industrial Core of Latin America*. Cham, Suiza: Palgrave Macmillan.
- Tavares, M. (1980). *De la sustitución de importaciones al capitalismo financiero: ensayos sobre economía brasileña*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Tavares, M. (ed.) (2000). *Celso Furtado e o Brasil*. São Paulo: Editora Fundacao Perseu Abramo.
- Tavares, M., y Belluzo, L. (2007). A mundialização do Capital e a Expansão do Poder Americano. En J. Fiori (ed.), *O Poder Americano* (pp. 111-138). Petrópolis: Editora Vozes.
- Timmer, M., Erumban, A., Los, B., Stehrer, R., y Vries, G. de (2014). Slicing up global value chains. *Journal of Economic Perspectives*, 28(2), 99-118.

- Tovar, C. E. (2005). *Deuda pública internacional denominada en moneda local: desarrollo reciente en América Latina* (Informe Trimestral del BPI). BPI.
- Venugopal, R. (2015). Neoliberalism as concept. *Economy and Society*, 44(2), 165-187. Recuperado de: <https://doi.org/10.1080/03085147.2015.1013356>
- Vernengo, M. (2006), Technology, finance, and dependency: Latin American radical political economy in retrospect. *Review of Radical Political Economics*, 38(4), 551-568. Recuperado de: <https://doi.org/10.1177%2F0486613406293220>
- Vernengo, M., y Rochon, L. P. (2003). State money and the real world: Or Chartalism and its discontents. *Journal of Post Keynesian Economics*, 26(1), 57-67.
- Villavicencio, G. (2021). Financiarización subordinada y emisión de títulos de deuda en América Latina: las experiencias de Argentina, México y Brasil. *El Trimestre Económico*, 88(349), 181-200. Recuperado de: <https://doi.org/10.20430/ete.v88i349.966>
- Villavicencio, G., y Meireles, M. (2019). Discusión teórica sobre la financiarización: marxistas, poskeynesianos y en economías subdesarrolladas. *Ola Financiera*, 12(32), 61-112.
- Wray, R. (1998). *Understanding Modern Money*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Wray, R. (2004). *Credit and State Theories of Money: The Contribution of Mitchell Innes*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Zeolla, N. (2021). *Dimensión nacional e internacional de la financierización en América Latina: un estudio en base a Estados Contables de Grandes Empresas No Financieras de 2000 a 2015* (tesis de doctorado). Universidad de Buenos Aires, Buenos Aires.