

Capítulo II

¿Existe un régimen de acumulación financierizado en América Latina? Un análisis desde la escuela de la regulación

*Egidio Luis Miotti*¹

Introducción

La crisis global de 2008 y su impacto negativo en América Latina abrieron el debate en la región acerca de la presunta financierización de su modelo de desarrollo. Este debate se enmarca en un volumen relativamente importante de producción académica que hace uso del concepto de financierización para referirse a la existencia generalizada de regímenes de acumulación sobredeterminados por las finanzas. Sin embargo, así como el régimen fordista de los “30 años gloriosos” no se generalizó a los países en desarrollo (y mucho menos a América Latina), el régimen financierizado (o patrimonial en el concepto de Aglietta (1998a)) que caracterizó a algunos pocos países del mundo desarrollado tampoco se hace presente en la región. Esa es la tesis principal de este capítulo, en que se plantea que, si bien ciertas instituciones pueden haber convergido hacia formas propias de un régimen financierizado,

¹ Universidad Sorbonne Paris Cité, Observatorio de Ciencias y Tecnología (OST). El autor agradece los comentarios de Martín Abeles, Sebastián Valdecantos, Fernando Porta, Edgardo Torija Zane y Jorge Carrera y de los participantes del Seminario-taller “Estructura productiva, instituciones y dinámica macroeconómica en América Latina”, de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Buenos Aires, 1 y 2 de septiembre de 2016.

la dinámica que exhiben la acumulación de capital y la distribución del ingreso no permite ubicar a los países latinoamericanos en esta categoría. Esto no quiere decir que —según la definición que se adopte para el concepto de financierización— América Latina esté al margen del fenómeno. En efecto, si se toma un concepto amplio que incorpore desde el rol que cumplen los actores del mundo de las finanzas en la economía hasta la influencia que ejercen sobre el poder político (Alonso y Fernández, 2012), América Latina aparecería claramente financierizada. De la misma manera, la financierización en la región puede aludir al impacto que tienen los mercados financieros mundiales y la percepción del riesgo en el crecimiento de América Latina (Levy-Yeyati y Cohan, 2011; Levy-Yeyati, Castro y Cohan, 2012; Lautier y Miotti, 2016).

El objetivo del presente capítulo es analizar, desde el punto de vista de la escuela de la regulación, la pertinencia de la aplicación para América Latina del concepto de régimen de acumulación financierizado o patrimonial. Para ello, se analiza en las secciones siguientes la sucesión de regímenes de acumulación que tuvo lugar en algunos de los países centrales desde la segunda posguerra. Así, en la sección A se estudian las características y el funcionamiento del régimen de acumulación fordista. Luego de analizar su crisis estructural en la sección B, en la sección C se tratan el renacimiento de las finanzas y el proceso de globalización. En la sección D se introducen las modificaciones que se dan en el seno del régimen de acumulación dominante, para terminar, en la sección E, con una síntesis de las discusiones que ocurrieron en la escuela de la regulación en lo concerniente a la estabilidad dinámica de dicho régimen y a la posibilidad de su difusión a otras economías desarrolladas y en desarrollo. Finalmente, en la sección F se examina si en América Latina aparecen las formas institucionales centrales para el funcionamiento del régimen financierizado. Es justamente la ausencia de estas características, constitutivas del régimen de acumulación financierizado, la que permite descartar la aplicación del concepto para los países latinoamericanos.

A. El círculo virtuoso de crecimiento de la posguerra, el Fordismo

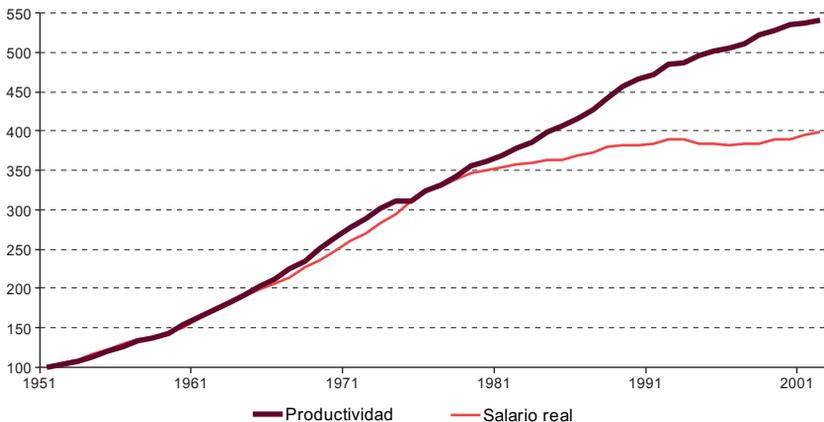
Un conjunto de fenómenos, constituido sobre todo por las luchas sociales de principios del siglo XX, las innovaciones tecnológicas y organizacionales en el proceso de producción y las turbulencias producidas por la crisis de 1930 y las grandes guerras mundiales, engendró formas institucionales que configuraron un modo de regulación muy particular². Este modo de regulación monopolista, al que se denominó fordista, se caracterizó por ser

² Las expresiones modo de regulación y régimen de acumulación remiten a conceptos que son propios de la escuela de la regulación francesa. Para una lectura detallada de estos conceptos, véase Boyer (1986).

un régimen de acumulación intensiva, centrado en la producción en masa y la organización taylorista del proceso productivo. El fordismo identificó al crecimiento de la posguerra en un conjunto más o menos limitado de países desarrollados.

El período conocido como los 30 años gloriosos, en los que los Estados Unidos y el continente europeo lograron sostener tasas de crecimiento muy elevadas, se distingue por una relación particular entre el crecimiento de la productividad y los salarios, que se sustentó en un acuerdo entre los sindicatos, los empresarios y el Estado, de manera tal que dichas ganancias de productividad se repartían de forma equitativa. La consecuencia de este acuerdo fue que el nivel del salario real aumentó, validando posteriormente los aumentos de producción. Este compromiso entre el capital y el trabajo, arbitrado por el Estado, se basaba en la aceptación de los ritmos de trabajo exigidos por la organización científica del trabajo (taylorismo) y la línea de montaje destinada a obtener ganancias de productividad sostenidas en el tiempo. Como contrapartida, esas ganancias de productividad se repartían entre los asalariados como un incentivo a la aceptación de las exigencias que implicaba el trabajo en la fábrica bajo el modelo taylorista.

Gráfico II.1
Francia: evolución de la productividad y los salarios reales
(Índice base 1951=100)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos del Instituto Nacional de Estadística y Estudios Económicos (INSEE).

Tomando como ejemplo el caso de Francia (véase el gráfico II.1), se observa que en el período 1950-1975 tanto el salario real como la productividad crecieron alrededor de 3,5 veces, lo que indica claramente que el conflicto distributivo estaba relativamente contenido: ni los asalariados aumentaban sus salarios por encima del crecimiento de la productividad comprimiendo

la tasa de ganancias de las empresas, ni las empresas estrangulaban a los trabajadores absorbiendo la totalidad del aumento de la productividad de la mano de obra. En los Estados Unidos también se replica esta paridad en el ritmo de crecimiento de la productividad y el salario real durante el período 1950-1975 (véase el gráfico II.2).

Gráfico II.2
Estados Unidos: evolución de la productividad y los salarios reales
 (Índice base 1950=100)

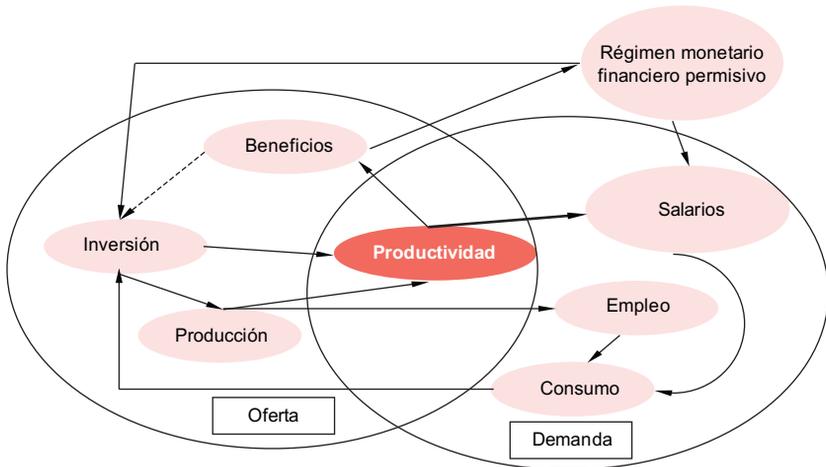


Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos de la Oficina de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos.

El diagrama II.1 sintetiza el particular funcionamiento de un régimen de acumulación fordista. Por un lado, el aumento del consumo, empujado por los salarios, impulsaba la inversión productiva. Estas relaciones pueden ser denominadas “intuiciones keynesianas”. El aumento de la inversión, por su parte, determinaba un primer aumento de la productividad (“intuiciones salterianas”) y un aumento de la producción, que a su vez también repercutía positivamente en la productividad a través de las economías de escala (“intuiciones kaldorianas”). En otras palabras, el diagrama II.1 muestra una conjunción de dos círculos virtuosos, uno por el lado de la oferta y el otro por el lado de la demanda, que permitió sobrepasar los límites del régimen de acumulación que restringían el crecimiento con anterioridad a la Segunda Guerra Mundial³.

³ Estos límites del régimen de acumulación previo refieren al desequilibrio generado por una producción en masa resultante de las innovaciones de procesos productivos (organización científica del trabajo taylorista más la línea de montaje) que no encontraba validación en el consumo de masas, situación que desembocó en la crisis de 1929.

Diagrama II.1
Funcionamiento del régimen de acumulación fordista durante los 30 años gloriosos



Fuente: Elaboración propia.

En lo que respecta al papel que desempeñan el dinero y las finanzas, en este régimen de acumulación la oferta monetaria se ajustaba validando los aumentos del salario y de la inversión. El sistema bancario se encontraba bajo restricción reglamentaria extrema (incluso en varios países del mundo desarrollado, los bancos estaban nacionalizados) y la tasa de interés estaba regulada por el Estado. El mercado de capitales también estaba muy regulado y las instituciones que actualmente configuran el mercado financiero internacional eran casi inexistentes, debido a tres hechos fundamentales: la Ley Glass-Steagall de 1933 (que decretó la separación de actividades bancarias de intermediación de aquellas ligadas a la gestión de fondos especulativa y fijación de la tasa de interés), la disrupción que significó la Segunda Guerra Mundial y la entrada en vigencia de los acuerdos de Bretton Woods, que fijaron normas internacionales para los movimientos de capitales financieros (incluidos aquellos destinados al financiamiento del desarrollo⁴).

⁴ Esencialmente, estas normas establecían que el financiamiento de corto plazo quedaba a cargo del Fondo Monetario Internacional (FMI), mientras que el financiamiento de largo plazo recaía sobre el Banco Mundial.

B. La crisis estructural del régimen de acumulación fordista

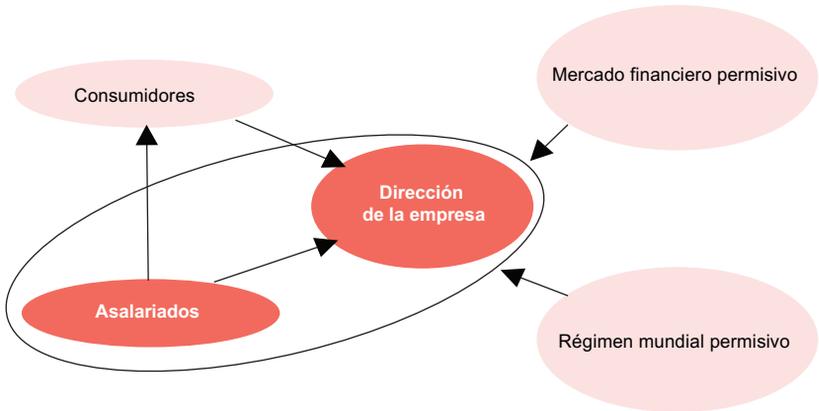
Mucho se ha escrito sobre los procesos que condujeron al agotamiento del régimen fordista. A modo de síntesis, cabe mencionar una serie de factores, entre los que se encuentran la madurez alcanzada por la demanda de bienes durables y la aparición de demandas de productos diferenciados; el surgimiento de métodos de producción flexibles sobre la base del modelo japonés, que entraron en franca competencia con la rigidez del modelo estadounidense; los conflictos sociales ligados a la resistencia creciente frente a la organización científica del trabajo (a veces canalizados en forma de un ausentismo al alza en los puestos de la cadena de producción); las reivindicaciones salariales conseguidas por el sector asalariado no compensadas por un aumento de la productividad, y los aumentos de los costos del Estado de bienestar (salarios indirectos).

A estos procesos, que impactaron directa o indirectamente en la tasa de ganancia, se agregó un episodio decisivo: la crisis petrolera de 1973, que desequilibró las balanzas de pagos de las principales economías del mundo. Esos desequilibrios provocaron el abandono definitivo de los acuerdos de Bretton Woods en materia de régimen de cambios, que pasaron del tipo de cambio fijo al flotante. En este marco de procesos endógenos y exógenos se configuró un escenario de crisis estructural. Ninguno de los mecanismos que hacían funcionar a la economía podía reactivar la acumulación de capital. Incluso las políticas keynesianas resultaron impotentes ante el fenómeno novedoso de la estanflación, que conjugaba una elevada tasa de inflación con la persistencia de un escenario recesivo. La crisis estructural devino inflacionista y no deflacionista como en 1929.

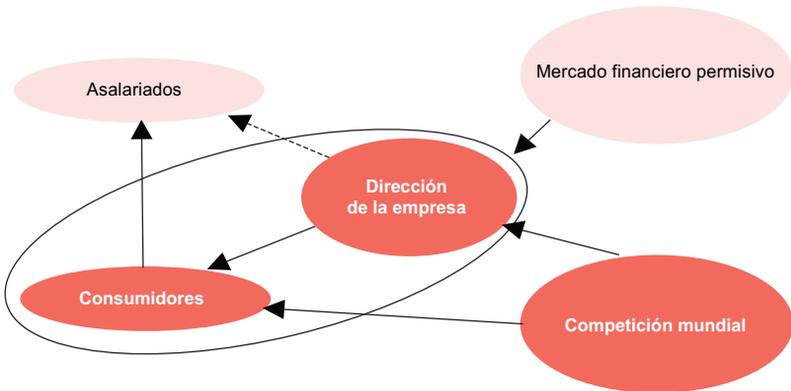
El tipo de crisis estructural que tuvo lugar con el agotamiento del modelo fordista fue diferente en cada región del mundo desarrollado: en los Estados Unidos se produjo una crisis de la regulación y de la acumulación; en cambio, Europa experimentó únicamente una crisis de la regulación, aunque el régimen de acumulación se sostuvo con dificultades. En el caso de los Estados Unidos, el posfordismo tomó la forma de una acumulación de tipo extensiva y la baja registrada en la tasa de ganancias generó la necesidad de su recomposición a partir de una búsqueda de costos bajos. De esa manera, se aceleró un fuerte proceso de deslocalizaciones que fue acompañado por crecientes presiones a favor de una mayor apertura comercial. Este tipo de cambios en la regulación funcionaba como un mecanismo de disciplina de los asalariados. Así, si durante la vigencia del régimen fordista el núcleo de los compromisos explícitos (o implícitos) se encontraba en la relación entre el capital y el trabajo (véase el diagrama II.2), la crisis del régimen desplaza esos compromisos a la relación entre el capital y los consumidores: ganancias para estos últimos, derivadas de la baja de precios inducida por el comercio exterior, y aumentos de los beneficios para las empresas, al presionar a la moderación salarial, erosionando fuertemente el viejo compromiso distributivo.

Diagrama II.2
Relación entre el capital y el trabajo

A. Del compromiso entre el capital y el trabajo durante los 30 años gloriosos



B. Al compromiso posterior entre el capital y los consumidores durante los años ochenta



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de R. Boyer, “Some steps towards a political economy of financial crises”, documento presentado en la conferencia “Political Economy and the Outlook for Capitalism”, París, Asociación Francesa de Economía Política (AFEP)/ Iniciativa Internacional para la Promoción de la Economía Política (IIPPE)/Asociación para la Economía Heterodoxa (AHE), 5 a 7 de julio de 2012.

C. El renacimiento de las finanzas internacionales y el proceso de globalización

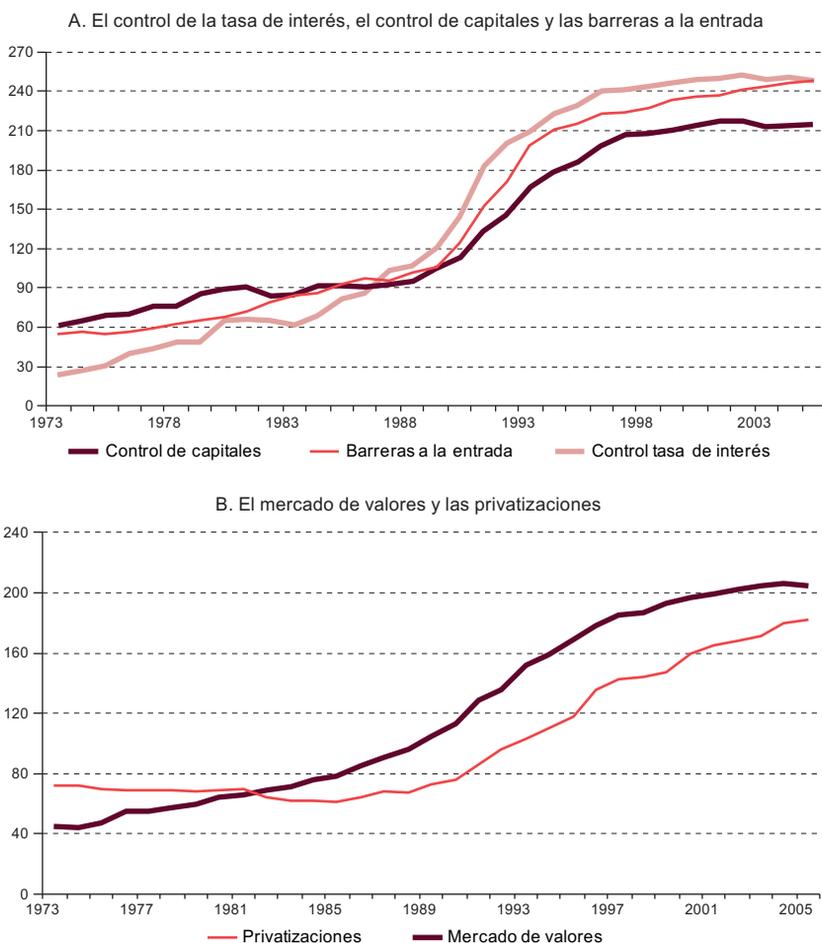
Después de la crisis estructural que determinó el fin del régimen de acumulación fordista, las finanzas continuaron durante un cierto período siendo permisivas y pacientes. Ello obedeció en buena medida a la enorme masa de capitales disponibles en los bancos occidentales, resultado del reciclaje de los petrodólares. En efecto, una de las consecuencias de las crisis petroleras de 1973 y 1980 (que redundaron en la multiplicación del precio del barril por 4 y por 3, respectivamente) fue la aparición de un excedente

monetario en los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), que colocaban estos fondos en los bancos estadounidenses y europeos. Dado el contexto recesivo que caracterizaba a los países centrales, los capitales buscaron destinos alternativos para rentabilizar los pasivos resultantes de los depósitos. De esta manera reapareció el crédito privado internacional, que encontró fácil colocación en el mundo en desarrollo. Las regiones emergentes del mundo capitalista estaban ávidas de financiamiento sin condicionalidad dado que, por la crisis de los años treinta, la Segunda Guerra Mundial (incluido como consecuencia de esta el vasto proceso de descolonización) y los acuerdos de Bretton Woods, el financiamiento internacional había prácticamente desaparecido (junto con el mercado internacional de capitales). Nació entonces una (primera) regulación privada de las finanzas internacionales, en la que los bancos internacionales ocuparon el lugar dejado vacante por el abandono de la institucionalidad monetaria internacional acordada en la Conferencia de Bretton Woods, transformándose en los recolectores y distribuidores de la liquidez mundial. Para ello resultó esencial la apertura prácticamente indiscriminada de las economías periféricas a los flujos internacionales de capital.

La incapacidad de los bancos de administrar el sistema así definido, sumada a la ausencia notoria de una regulación supranacional (por la casi desaparición del rol de reguladores que cumplieron el FMI y el Banco Mundial durante la vigencia del sistema de Bretton Woods) y a un cambio drástico de la política monetaria estadounidense (que tuvo lugar durante la gestión de Paul Volcker en la Reserva Federal), precipitó en América Latina la crisis de la deuda de los años ochenta. En este contexto, la desregulación de la banca se extendió desde los Estados Unidos hasta Europa continental (en virtud del Acta Única Europea de 1987 y la Segunda Directiva Bancaria de 1989) y también a los países en desarrollo, que se vieron obligados a reformar su sector bancario a raíz de sus crisis. En paralelo con el avance de la liberalización financiera, aparecieron y se generalizaron rápidamente los mercados de valores en los países emergentes, con un importante crecimiento de los segmentos en divisas. Este hecho estuvo muy correlacionado con la ola de privatizaciones registrada en los países emergentes, que se efectuaron sobre todo a través de estos segmentos del mercado. A su vez, estos mercados interactuaban con los mercados de los países centrales (las grandes bolsas estadounidenses y europeas), consolidando la globalización financiera.

El gráfico II.3 muestra la aceleración de la liberalización financiera a partir de mediados de la década de 1980. Se observa la evolución de índices sintéticos —para una muestra de 90 países— representativos del grado de liberalización financiera (cada indicador está codificado entre 1, que representa restricciones totales, y 4, que indica liberalización completa). Este impulso que experimentó la globalización financiera cambió radicalmente el funcionamiento de la producción y de la distribución.

Gráfico II.3
Indicadores de evolución de las reformas financieras: el camino
a la globalización financiera



Fuente: A. Abiad, E. Detragiache y T. Tressel, "A New Database of Financial Reforms", *IMF Working Paper*, N° 08/266, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), 2008.

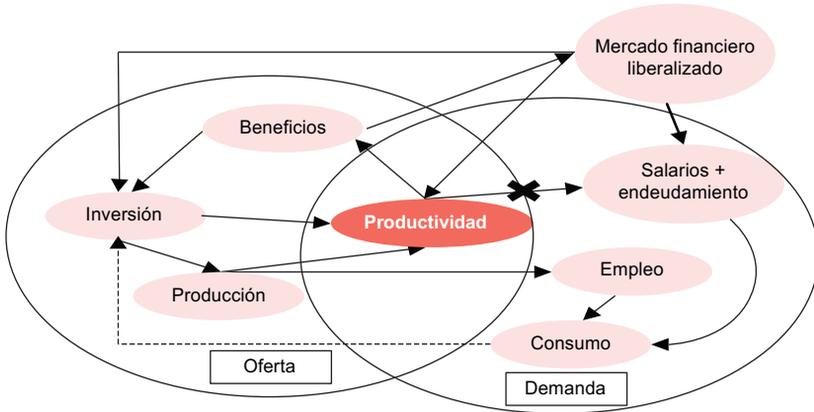
D. El crecimiento inestable bajo la regulación de las finanzas

El avance de la globalización financiera trajo aparejada una modificación en la jerarquía de las formas institucionales que regulan el régimen de acumulación. El cambio fundamental estuvo determinado por la preeminencia que adquirieron las finanzas durante este período sobre otras formas institucionales, particularmente sobre el Estado y la relación salarial. En

consecuencia, el panorama actual es muy distinto del existente durante la vigencia del modelo de crecimiento que funcionaba con un reparto de las ganancias de productividad entre los empresarios y los asalariados y una distribución equitativa del ingreso.

El diagrama II.3 muestra las modificaciones que se introdujeron con el aumento de la influencia de las finanzas. En este nuevo esquema el crecimiento de la productividad de la mano de obra induce un aumento de los beneficios de los empresarios y por lo tanto redundando en un aumento de la inversión y de la producción de bienes. Una diferencia fundamental con respecto al fordismo de los 30 años gloriosos es que la función de inversión resulta mucho más dependiente de la tasa de ganancia que del efecto acelerador. Por consiguiente, desaparece el aumento del salario ligado a los avances de la productividad, institución clave en el régimen de acumulación de la posguerra.

Diagrama II.3
Funcionamiento del régimen de acumulación financierizado, 1985-2008



Fuente: Elaboración propia.

Durante el régimen fordista, el crecimiento de los salarios reales junto con el crecimiento de la productividad dinamizaban la actividad económica sosteniendo el ritmo de expansión de la demanda agregada. Ante la ruptura de la relación entre productividad y salarios reales, el consumo pasa a financiarse con endeudamiento de los asalariados. De esta manera, el endeudamiento adquiere un rol central en el nuevo régimen de acumulación, ya que permite el aumento de la producción, del empleo y de la masa salarial, y la generación de más consumo a pesar del virtual estancamiento de los salarios reales. En este contexto, la capacidad de los consumidores para amortizar sus deudas resulta de crucial importancia para la estabilidad del sistema, ya que los riesgos del modelo son elevados si sobreviene una crisis de solvencia, como la llamada crisis de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*) de 2008. En efecto,

como sugiere el gráfico II.4, en esta crisis la burbuja hipotecaria colapsó ante la situación de ingresos congelados y endeudamiento que enfrentaba el sector asalariado, trasladándose luego la crisis al conjunto de los actores del sistema (bancos, hogares, Estado y mercados de capitales).

Gráfico II.4
Estados Unidos: endeudamiento de las familias, 1947-2014
(En porcentajes del PIB)



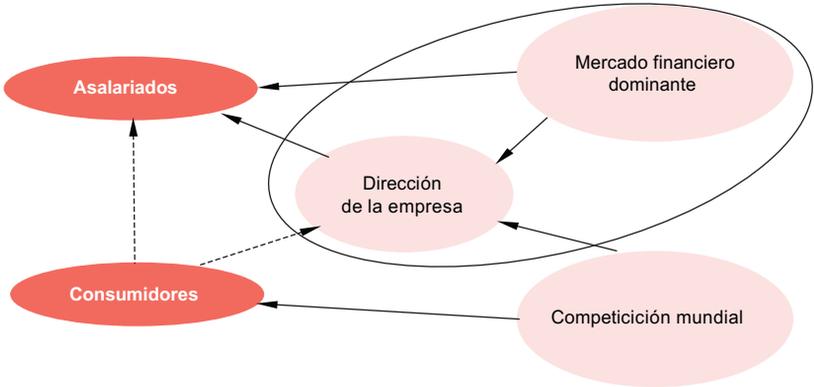
Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

El mercado financiero liberalizado se erige entonces como la institución dominante en este nuevo régimen de acumulación. En ese sentido, al no concretarse la distribución de los aumentos de productividad entre empresarios y asalariados, cabe preguntarse cuáles son los estímulos que reciben los asalariados para convalidar un aumento en la productividad. La respuesta está en la flexibilización del mercado de trabajo. El mercado financiero determina entonces tanto la productividad de las empresas como el nivel del salario, utilizando para este último dos herramientas bien distintas: una incitación negativa, el desempleo, y una incitación positiva, la distribución de acciones y bonos entre una cierta clase de asalariados, generalmente cuadros de dirección (véase el diagrama II.4).

La variable central de este nuevo modelo es la cotización bursátil, observada simultáneamente por: las empresas en su elección del modo de gobernanza y de las decisiones de inversión (y por ende de la gestión de la productividad y rentabilidad); los asalariados en la gestión de sus ahorros, de las decisiones de endeudamiento de largo plazo (con garantía de la cartera de acciones) y del consumo (por el efecto riqueza); el banco central, cuya función es impedir la entrada del régimen en una zona de inestabilidad (del tipo de cambio, de los precios, del tipo de interés y, evidentemente, de

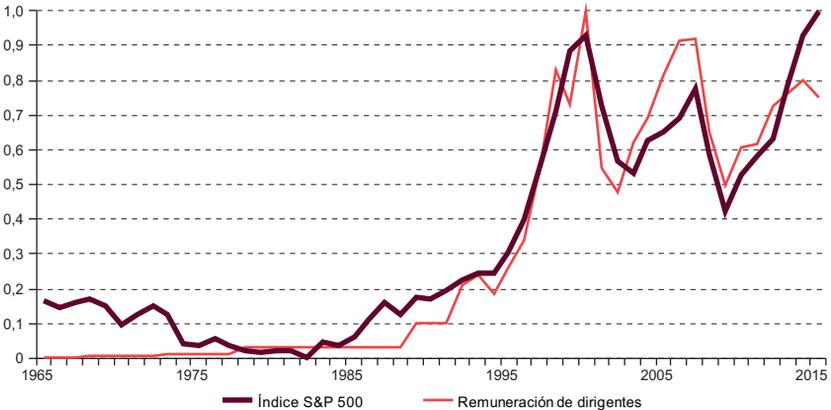
impactos sobre el valor de las acciones), y por el Tesoro, si se considera la cotización de la deuda (percepción de riesgos, influenciados por la medición de las agencias calificadoras de riesgo). El gráfico II.5 muestra claramente cómo, desde la segunda mitad de los años ochenta, la remuneración de los gerentes en los Estados Unidos está estrechamente relacionada con la evolución de la cotización bursátil.

Diagrama II.4
El compromiso entre el capital productivo y el capital financiero desde los años noventa



Fuente: Elaboración propia.

Gráfico II.5
Estados Unidos: la remuneración de los dirigentes como incitación en la nueva gobernanza
(En dólares constantes de 2015, datos normalizados)

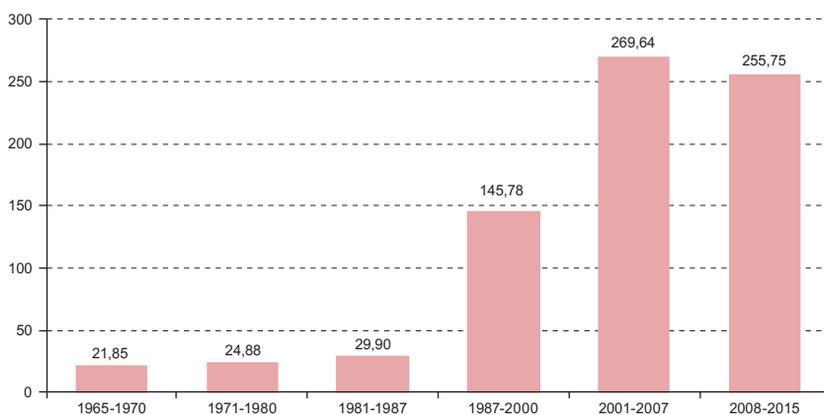


Fuente: Instituto de Política Económica (EPI), "CEO compensation, CEO-to-worker compensation ratio, and stock prices, 1965–2015 (2015 dollars)", Washington, D.C., 2016 [en línea] <http://www.epi.org/chart/ceopay2016-table-1-ceo-compensation-ceo-to-worker-compensation-ratio-and-stock-prices-1965-2015-2015-dollars/>.

Al mismo tiempo, la brecha entre la remuneración que perciben los dirigentes de las empresas y la de los asalariados crece de manera considerable, como se constata en el gráfico II.6, y por consiguiente se deteriora mucho la distribución del ingreso.

Así, en contraste con el modelo fordista, el consumo local está estrechamente relacionado con la riqueza financiera, ya que parte de los ingresos de los consumidores se obtiene a través del sistema financiero (aquellos cuyos ingresos aumentan cuando se incrementa el precio de los activos financieros) y a su vez el mercado financiero permite sostener el consumo mediante el endeudamiento de los consumidores, aun cuando sus salarios reales estén estancados o en proceso de deterioro. Esto puede dar lugar a una situación en apariencia paradójica, donde un período de austeridad salarial puede traer aparejado un aumento tal de los beneficios que el aumento resultante de los precios de las acciones termine generando un aumento del gasto del consumidor. Por lo tanto, ese escenario constituye la antítesis de los modelos de inspiración kaleckiana o kaldoriana con dos propensiones a ahorrar: una correspondiente a los salarios y la otra a los beneficios (Boyer, 2009).

Gráfico II.6
Estados Unidos: relación entre la remuneración de los dirigentes
y el ingreso promedio de los asalariados



Fuente: Instituto de Política Económica (EPI), "CEO compensation, CEO-to-worker compensation ratio, and stock prices, 1965–2015 (2015 dollars)", Washington, D.C., 2016 [en línea] <http://www.epi.org/chart/ceopay2016-table-1-ceo-compensation-ceo-to-worker-compensation-ratio-and-stock-prices-1965-2015-2015-dollars/>.

Tanto la magnitud como la dirección de las inversiones de las empresas no financieras están sumamente guiadas por la rentabilidad deseada por los accionistas. El conjunto de alternativas de inversión (reales y financieras) de la empresa se construye sobre la base del criterio que busca la maximización del

valor de las acciones de la firma. Esto impacta, a su vez, sobre su organización interna y su estrategia en materia de producción, localización, empleo y productividad. En lo que respecta a la inversión estrictamente productiva, si bien el efecto acelerador sigue vigente, su intensidad es muy inferior a la observada en los tiempos del modelo fordista (Boyer, 2009; Ertuk y otros, 2008).

En resumen, en la globalización contemporánea los salarios ya no son acordados de forma conjunta entre empresas y sindicatos. La remuneración de los trabajadores ya no se actualiza ni por el costo de vida ni por la productividad. El Estado no arbitra más (o arbitra poco) el conflicto entre el capital y el trabajo, y el ideal monetario es que el banco central sea independiente. El sistema financiero está bajo restricción reglamentaria mínima.

E. Las condiciones de estabilidad dinámica del régimen financierizado y su potencial generalización

Aglietta (1998a) es el primero de los regulacionistas en describir no solo la dinámica sino también en considerar que dicho régimen, que él considera sucesor del fordismo y del que se diferencia término a término, resulta coherente de manera endógena. En el cuadro II.1 se sintetizan las diferencias entre ambos regímenes. Al mismo tiempo, este autor reconoce que ciertos encadenamientos resultan problemáticos: la regulación salarial y la vulnerabilidad frente a la inestabilidad financiera.

Cuadro II.1
Comparación de los regímenes de crecimiento

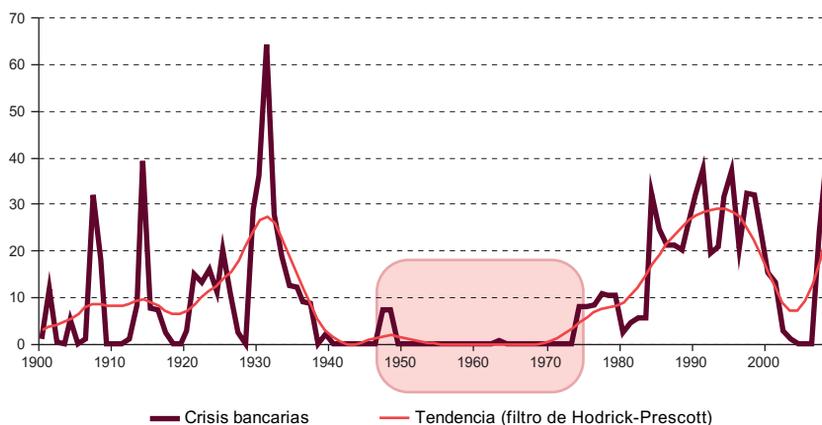
Características	Fordismo	Patrimonial
Producción y tecnología	Inversión intensiva en capital Metalmeccánica Aumento de la productividad del trabajo	Inversión informacional intensiva en trabajo Aumento de la productividad del capital
Gobernanza	Control interno y búsqueda de soluciones	Accionariado institucional
Criterio de desempeño	Crecimiento de la empresa Partes de mercado	Beneficio por acción
Objetivo intermediario	Autofinanciamiento	Dividendo
Salarios	Patrón-salario nacional por convenciones colectivas	Minimización del costo salarial bajo la restricción de precios
Precios	Costo de producción y tasa de margen normal	Patrón internacional y tasa de cambio
Demanda	Consumo de masa crece regularmente y favorece los rendimientos dinámicos crecientes	Consumo de diversidad versátil que favorece las rentas temporarias de la innovación de productos

Fuente: M. Aglietta, "Les transformations du capitalisme contemporain", *Capitalisme et socialisme en perspective. Évolution et transformation des systèmes économiques*, B. Chavance y otros (coords.), París, La Découverte, 1999.

En este régimen de crecimiento el mercado bursátil se convierte en el lugar donde se validan socialmente las apuestas de las empresas. El aumento de las cotizaciones bursátiles incrementa la riqueza neta de los hogares que poseen acciones a un ritmo más veloz que el que permite el ingreso corriente. El enriquecimiento de los hogares y la presión de la competencia sobre el precio de los bienes se combinan para estimular un consumo cada vez más diversificado. Esta demanda estimula la innovación en los productos y permite que las empresas obtengan rentas por sus innovaciones. El beneficio resultante valida la rentabilidad de los fondos propios exigidos por los inversores institucionales (Aglietta, 1999).

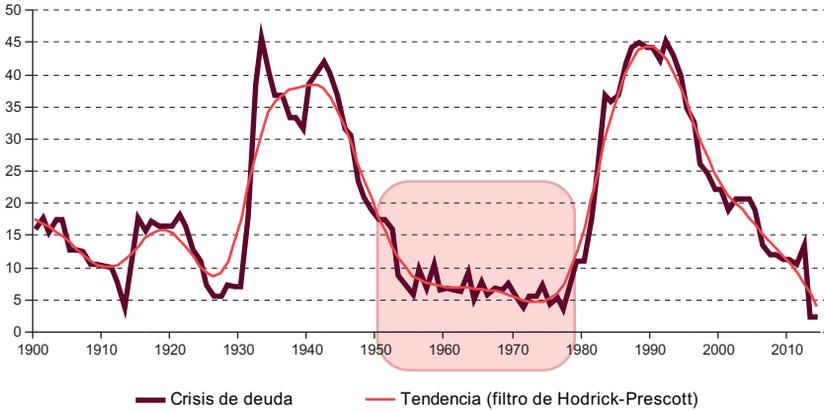
En un régimen internacional dominado por las finanzas, la inestabilidad del crecimiento mundial deviene la norma. El gráfico II.7 muestra una fuerte concentración de las crisis bancarias en el período en que la globalización financiera se acelera, debido a la generalización de los procesos de liberalización. Esa concentración de crisis financieras solo es comparable a la situación de la economía mundial antes de la Segunda Guerra Mundial. Una imagen similar se observa en el gráfico II.8, que ilustra la evolución del porcentaje de países con crisis de deuda (sean cesaciones de pago o renegociaciones). La ausencia de crisis que se advierte durante los 30 años gloriosos fue el resultado de las restricciones mayores que limitaban el libre desenvolvimiento de las finanzas (nacionales e internacionales). Como se expresó antes, estas restricciones se debían a la Ley Glass-Steagall de 1933, la disrupción que significó la Segunda Guerra Mundial y los acuerdos de Bretton Woods (1944).

Gráfico II.7
Países con crisis bancarias, 1900-2008
(En porcentajes)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de C. Reinhart, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, Princeton University Press, 2009 [en línea] <http://www.carmenreinhardt.com/this-time-is-different/>.

Gráfico II.8
Países con crisis de endeudamiento, 1900-2014
(En porcentajes)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de C. Reinhart, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, Princeton University Press, 2009 [en línea] <http://www.carmenreinhart.com/this-time-is-different/>.

Si las finanzas generan un marco de inestabilidad mundial, es lícito preguntarse si un régimen de acumulación financierizado puede, en esas condiciones, ser estable. En efecto, uno de los problemas teóricos mayores que presenta la propuesta de Aglietta radica en la identificación de las condiciones que permiten la estabilidad dinámica de este nuevo régimen de acumulación. En otras palabras, el principal desafío está dado por la identificación de las condiciones que debe cumplir el régimen de acumulación y su modo de regulación para ser capaz de asegurar una progresión general y relativamente coherente de la acumulación de capital y, al mismo tiempo, de reabsorber o de desplazar en el tiempo las distorsiones y los desequilibrios inmanentes al proceso. Sin embargo, no hay que perder de vista que la estabilidad dinámica no está necesariamente garantizada en el largo plazo porque la progresiva dominación y la profundización de un régimen de acumulación producen, con el correr del tiempo, una nueva forma de crisis estructural. Esta crisis puede tener su origen en la regulación y terminar por desestabilizar el régimen de acumulación o, por el contrario, puede que la crisis del régimen de acumulación se vuelva contra la regulación (Boyer, 1986).

De acuerdo con Boyer (2009), el régimen se mostró estable en un período de tiempo más o menos corto, fundamentalmente durante la década de 1990. Mientras que durante el régimen fordista era la lógica de la creación de valor la que dominaba, en el modelo financierizado la lógica dominante es la anticipación de la riqueza futura medida por el mercado de valores. Esta lógica es la que desencadena el proceso de producción. De esta manera, las expectativas y la confianza en las finanzas son centrales en las condiciones de estabilidad de un régimen de este tipo.

Un modelo calibrado muestra que las condiciones de estabilidad podrían haber sido satisfechas en la economía de los Estados Unidos de la década de 1990 (Boyer, 2000). Estas condiciones son: la importancia del patrimonio financiero de los hogares; una gran parte de los ingresos disponibles en relación con las ganancias de capital; la posesión de una parte significativa del patrimonio en forma de acciones y bonos, ya sea directa o indirectamente a través de fondos de pensiones; la presencia de tasas de interés bajas; un efecto riqueza superior al efecto ingreso en el consumo de los hogares; un acelerador financiero superior al acelerador real (modelo de inversión clásico que supera al acelerador keynesiano), y la capacidad del sistema para absorber “pequeñas crisis”.

Ahora bien, el régimen financierizado presenta contradicciones que permiten sostener la idea de que una crisis estructural puede presentarse y bloquear severamente el crecimiento. Boyer (2000) sostenía con anterioridad a la crisis global de 2008 que la viabilidad y la deseabilidad de un régimen de crecimiento liderado por las finanzas primero debe evaluarse en relación con la evidencia histórica sobre los regímenes alternativos que se han propuesto como sucesores del fordismo. Luego, se construye un modelo puramente teórico con un conjunto de hipótesis derivadas de la observación de las principales tendencias de la economía estadounidense. La imposición de normas financieras, como la preeminencia de los accionistas por sobre la gerencia, requiere de una nueva y coherente arquitectura de gobernanza de las firmas, de las formas de competencia, del nexo entre salario y trabajo, y de los objetivos de las políticas monetaria y fiscal. De acuerdo con el modelo, cualquier requerimiento de mayores beneficios tiene un impacto macroeconómico variable en los salarios y en la actividad económica de acuerdo con el tamaño del efecto acelerador y según la distribución funcional del ingreso. La estabilidad de un régimen basado en el patrimonio (financierizado) depende de la política monetaria, que controla la formación de burbujas financieras, y por tanto la difusión de las finanzas puede empujar a la economía hacia una zona de inestabilidad estructural. La próxima gran crisis financiera puede generarse en los Estados Unidos, cuya economía más se asemeja al modelo. En la misma línea, Quemia (2001) advertía que la problemática regulacionista sugiere que la crisis estructural debe producirse en el corazón del sistema más avanzado en la constitución de un régimen económico gobernado por las finanzas.

Chesnais (2001), desde una posición marxista por fuera de la escuela de la regulación, llega a las mismas conclusiones, al tiempo que no acepta la posibilidad de que exista una estabilidad dinámica. De acuerdo con Chesnais, el régimen de acumulación financierizado presenta procesos circulares y acumulativos nuevos en los que se perciben rasgos sistémicos. No es cierto, sin embargo, que este conjunto de elementos nos sitúe frente a un régimen de acumulación viable, dotado de cierta estabilidad y susceptible de arraigarse fuera de los países en los que ese régimen ha surgido, o incluso en ellos. Es

posible, y hasta probable, que derive próximamente una crisis cuyo epicentro estará situado en los Estados Unidos. Las consecuencias políticas mundiales serán, sin duda, graves. En otra ocasión, Chesnais manifestaba que la duda que permanece sin resolver radica en la intensidad de los sobresaltos que se necesitarían para que la hipótesis de la “reversibilidad” de la mundialización financiera se concrete y para que se avance hacia la construcción, socialmente controlable, de un régimen de acumulación diferente del régimen dominado por lo financiero (Chesnais, 2001).

En lo que respecta a la posibilidad de su generalización, existe una cierta homogeneidad en las posturas de los principales teóricos de la escuela de la regulación: el régimen no es generalizable (Boyer, 2002 y 2009; Chesnais, 2001; Clevenot, 2006). En este sentido, Boyer (2002) sostenía que solo el Reino Unido se aproxima a la configuración estadounidense. De hecho, para todos los demás países, especialmente el Japón, Alemania y Francia, la lógica productivista de creación de valor agregado en la empresa no financiera prevalece sobre la maximización del valor de las acciones.

F. ¿Y América Latina? ¿Convergencia o hibridación parcial?

La inserción subordinada de América Latina en la globalización comercial y financiera determinó que la región incorporara parcialmente una serie de formas institucionales presentes en el régimen de acumulación financierizado. Estas formas institucionales configuraron un modo de regulación que se combina y superpone a la regulación de regímenes de acumulación rentísticos⁵. De hecho, la forma institucional dominante en América Latina (con matices según los países) es el modo de adhesión al régimen internacional y no necesariamente la moneda y las finanzas. Se configuró de esta manera un proceso de hibridación, en el que la región adoptó algunas de las características institucionales de los regímenes financierizados manteniendo otras propias de los regímenes predominantemente rentísticos. El cuadro II.2, tomado de Quemia (2001), presenta una síntesis de las fortalezas y las fragilidades que resultan de esta modalidad de adhesión al régimen internacional financierizado.

⁵ Un régimen de acumulación rentístico puede definirse rápidamente como aquel donde el ritmo de la acumulación está determinado por el volumen de la renta de los recursos naturales (que financian por otra parte la importación de bienes de capital), la forma institucional dominante es el modo de adhesión al régimen internacional y el conflicto de repartición no se encuentra solo en la relación entre el capital y el trabajo sino que es tripartito (si el Estado es propietario de la fuente de la renta) o cuatripartito (si la renta proviene de la propiedad privada de los recursos naturales). Este conflicto de repartición puede bloquear la aparición de actividades productivas diferentes de la explotación de recursos naturales. Véanse Lanzarotti (1992) y Talha (1994, 1995 y 2001).

Cuadro II.2
Las consecuencias de la financierización: menos restricciones a corto plazo,
pero con crisis más profundas

Fuerzas	Fragilidades
- Atracción de inversiones y de organizaciones situadas en la frontera tecnológica	- Destrucción de los conocimientos especializados incorporados en las ramas tradicionales con la apertura externa
- Posibilidad de aumentar (transitoriamente) la tasa de inversión nacional más allá del ahorro interno	- Probabilidad de auges especulativos y, luego de ajustes excesivos durante las recesiones, tanto más marcados cuanto el sistema bancario y financiero es frágil y mal supervisado. El auge del crédito a corto plazo puede ocultar la insostenibilidad del desarrollo a largo plazo
- Fomentar la aplicación de reformas estructurales ambiciosas, reduciendo tanto los comportamientos rentistas como proteccionistas	- Posibilidad de adoptar regímenes cambiarios (por ejemplo, régimen de convertibilidad, tipo de cambio fijo) o fiscales (sin impuesto sobre el capital), cuya viabilidad a largo plazo es problemática ^a
- Sumisión de políticas monetarias y presupuestarias a un imperativo de credibilidad, disciplinando el comportamiento oportunista de los gobiernos	- Posibles cambios repentinos de confianza, en el contexto de una economía mundial altamente financierizada y volátil

Fuente: M. Quemia, "Théorie de la Régulation et développement: trajectoires latino-américaines", *L'année de la Régulation: Économie, Institutions, Pouvoir*, N° 5, Paris, Presses de Sciences Po, 2001.

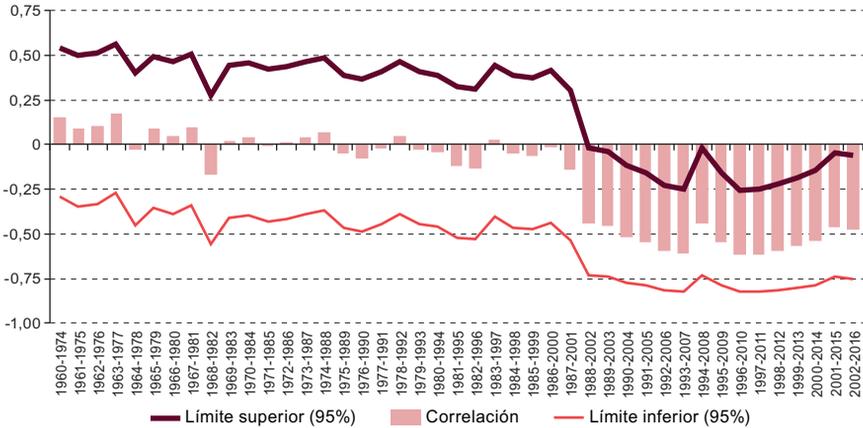
^a Hay que tener en cuenta que el cuadro fue escrito a fines de 1990. Lo que proliferan hoy son regímenes de metas de inflación con flotación cambiaria relativamente libre en contextos de apertura financiera casi total, que no son menos problemáticos que los regímenes de tipo de cambio fijo o los regímenes de convertibilidad, en la medida en que fluctúan en términos de rendimientos financieros y, en consecuencia, resultan altamente volátiles.

Respecto de la integración financiera latinoamericana, Quemia (2001) advertía que está en la naturaleza de este régimen conducir a una crisis de confianza que precipita una fuerte retirada de la inversión de cartera, lo cual deriva generalmente en una recesión vinculada en particular a la necesidad de políticas económicas restrictivas dirigidas a la restauración de la confianza. En términos generales, la financierización impulsa reformas institucionales en un principio favorables a la acumulación y al crecimiento pero, simultáneamente, eliminando la restricción a corto plazo sobre la balanza de pagos, engendra la posibilidad de la aparición de burbujas financieras que a la larga llevan a crisis tanto más profundas cuanto más intensa y duradera haya sido la fase de especulación.

En la misma línea, el gráfico II.9 pone en evidencia que la penetración de la globalización financiera en la región repercutió sobre el desempeño económico de las economías latinoamericanas a partir de la década de 1980. La evolución de la correlación entre la inestabilidad de los mercados financieros medida por la volatilidad del índice (el índice S&P 500 de los Estados Unidos) y la tasa de crecimiento de América Latina muestra una correlación inexistente hasta fines de los años ochenta y principios de los noventa. A

partir de entonces, la correlación es fuertemente negativa y significativa⁶. En otras palabras, a partir de la década de 1990 un aumento de la volatilidad en el valor de las acciones en el mercado estadounidense, que refleja un aumento en la percepción del riesgo y una concomitante disminución de la confianza de los inversores globales, impacta negativamente en el crecimiento de América Latina. En consecuencia, la adopción —incluso parcial— por parte de los países de la región de formas institucionales asociadas a los regímenes financierizados y su hibridación con regímenes de acumulación nacionales aumentaron la fragilidad de sus economías.

Gráfico II.9
La volatilidad del índice S&P 500 y el crecimiento de América Latina^a
(Correlaciones móviles de 15 años e intervalos de confianza)



Fuente: M. Lautier y L. Miotti, “Gone with the wind: emerging growth in global tailwinds and headwinds”, París, Centro de Economía de la Universidad París Nord (CEPN), inédito, 2016.

^a La volatilidad del índice S&P 500 está medida como el máximo anual del cociente entre el desvío estándar del valor diario del índice sobre el promedio mensual. La correlación utiliza el coeficiente de correlación de Pearson y los intervalos de confianza se calculan a partir de la transformación de Fisher.

Ahora bien, esta hibridación no genera las características fundamentales que se encuentran en el corazón de un régimen financierizado. El cuadro II.3 presenta el nivel de endeudamiento de las empresas y de los hogares. En este cuadro puede observarse que los grandes países de América Latina tienen indicadores que se ubican a distancia considerable de los que registra un conjunto

⁶ La correlación puede interpretarse como el resultado de una ecuación reducida de un modelo donde un cierto número de variables e instituciones median entre el nerviosismo de la Bolsa de los Estados Unidos y el crecimiento de América Latina. Por ejemplo, la función de reacción de la Reserva Federal de los Estados Unidos ante la “exuberancia de los mercados”, expresada en el manejo de los tipos de interés, que impactan los movimientos de capitales produciendo el fenómeno de interrupción súbita (*sudden stop*) bien conocido (Reinhart, Calvo y Leiderman, 1993; Calvo y otros, 2001).

de países desarrollados. La deuda de los hogares, por ejemplo, no parece tener el tamaño suficiente para dinamizar el consumo corriente ni para hacerlo en el mercado inmobiliario. El endeudamiento no juega entonces el rol de complemento importante del ingreso asalariado o el de sustituto dinámico de capacidad de compra. En lo que respecta al endeudamiento de las empresas, el panorama es similar ya que, con la excepción de Chile, que tiene un nivel comparable al de los países desarrollados, los niveles relativos son extremadamente bajos.

Cuadro II.3
El endeudamiento de las empresas y las familias, 2014-2015
(En porcentajes del PIB)

	Deuda de los hogares	Deuda de las empresas
Argentina	6,9	27,1
México	15,6	18,0
Brasil	25,5	24,8
Chile	40,3	98,4
Italia	42,5	56,3
Austria	51,4	83,0
Alemania	53,6	58,1
Francia	56,5	97,7
Bélgica	59,5	104,7
Japón	65,9	123,6
España	67,5	73,0
Portugal	77,4	82,5
Estados Unidos	79,2	64,0
Reino Unido	87,3	74,1
República de Corea	88,4	89,9
Países Bajos	111,0	133,1
Australia	124,3	68,0

Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI).

Tal como se vio, un régimen de acumulación financierizado se define por: i) un mercado de capitales desarrollado, ii) un acceso de la población, directo o indirecto, a la posesión de títulos cotizados en ese mercado y iii) un acceso importante de la población al sistema de crédito. Estas características están sintetizadas en Boyer (2000), quien sostiene que en un régimen financierizado los asalariados tienen acceso a ganancias financieras, a través de la posesión de acciones o, más frecuentemente, a través de la intermediación de los fondos de pensión. Como consecuencia, la perspectiva de ganancias en los mercados financieros tiene una influencia directa en las decisiones de ahorro y consumo. Por esta razón, el sistema puede ser descrito como patrimonial ya que la riqueza, medida con los criterios de los mercados financieros, tiende a convertirse en un factor importante en la evolución del consumo de los bienes durables e incluso en las transacciones de inmuebles y los niveles de endeudamiento con los bancos.

No obstante, estas características concretas no se advierten en la región. El gráfico II.10 presenta la proyección sobre dos ejes factoriales de un cierto número de variables que pueden considerarse variables indirectas de las tres características enunciadas. El eje horizontal asocia fundamentalmente variables ligadas al acceso al sistema financiero (porcentaje de la población mayor de 15 años que tiene cuenta corriente, ahorros y tarjetas de crédito), mientras que el eje vertical asocia variables ligadas al mercado financiero (capitalización bursátil, participación de las acciones y títulos en porcentaje del ahorro). Es interesante constatar que el acceso al crédito está asociado mucho más a variables del mercado de valores que a las otras variables de acceso al sistema financiero.

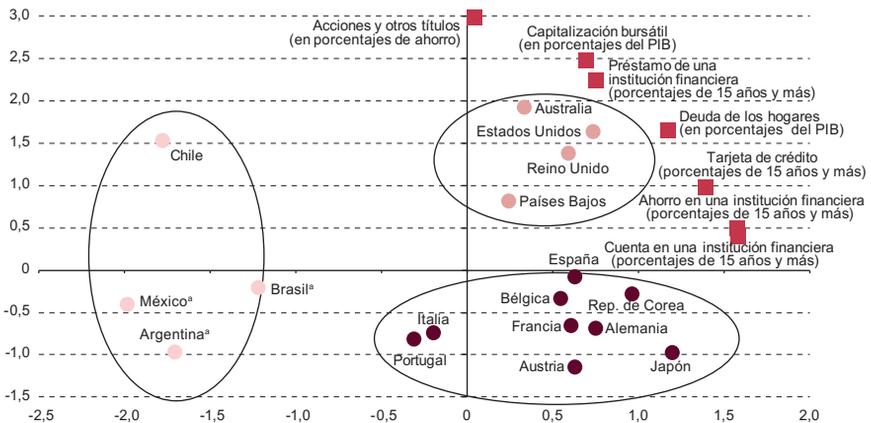
El gráfico permite observar tres grupos de países bien diferenciados. El primer grupo está constituido por los Estados Unidos y Gran Bretaña, donde el régimen de acumulación financierizado aparece como dominante, a los que se agregan Australia y los Países Bajos. Este grupo combina un desarrollo muy notable del mercado de valores, asociado con un fuerte endeudamiento de la población (eje vertical), con un acceso importante al sistema financiero en su conjunto (eje horizontal). El grupo 2 se conforma por un grupo numeroso de países europeos (Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Italia y Portugal), a los que se agregan el Japón y la República de Corea, que se caracterizan por un acceso significativo al sistema financiero (eje horizontal) pero que presentan valores relativamente menos elevados en materia de mercado de valores y de endeudamiento de los hogares (eje vertical). Los países de América Latina conforman el tercer grupo, cuyas poblaciones tienen un bajo acceso al sistema financiero (eje horizontal) y cuyos niveles de endeudamiento y desarrollo del mercado de capitales son relativamente bajos o muy bajos (con la excepción de Chile).

En definitiva, ni el acceso al sistema financiero ni el desarrollo del mercado de capitales permiten caracterizar a los regímenes de acumulación latinoamericanos como financierizados. En efecto, es necesario no confundir régimen de acumulación financierizado con hibridación parcial, cuyos principales rasgos son: i) la adopción parcial de un conjunto institucional propio de los regímenes financierizados (bancos centrales independientes en algunos casos; fondos de pensión); ii) la ausencia manifiesta de control de la productividad y de la relación salarial; iii) la importancia relativa de la intermediación en comparación con el financiamiento directo (tamaño reducido del mercado de capitales); iv) la ausencia muy probable de control del consumo por las finanzas (bajo nivel de endeudamiento de los hogares, bajo acceso al sistema bancario y muy débil efecto riqueza); v) la débil presencia de complementos de remuneración del tipo opción de compra de acciones y la inexistencia de mecanismos de participación en las ganancias (primas anuales bajo la forma de acciones) para los asalariados; vi) un tipo de

cambio que se determina en función de rendimientos financieros y resulta volátil, y vii) la importancia de la tasa de interés en el financiamiento de los déficits públicos.

En suma, el modo de adhesión al régimen internacional donde las finanzas juegan un rol fundamental es una fuente de inestabilidad, pero no parece verificarse una convergencia hacia un régimen financierizado en el sentido planteado por la escuela francesa de la regulación. En este sentido, Boyer (2000) sostiene que es una falacia de composición pretender impulsar una política de desarrollo mediante la adopción de algunas de las características institucionales de los países centrales. Según este autor, fuera de los Estados Unidos, muchos gobiernos pueden verse tentados de importar rápidamente el núcleo institucional de una economía financierizada, lo que a su vez requiere de la adopción de un conjunto de instituciones típicas de un capitalismo liderado por el mercado. Por supuesto, estas economías están lideradas por el mercado y fuertemente especializadas en la intermediación financiera internacional, pero el rol asimétrico que cumplen en estos mercados no puede reproducirse por la simple importación de las políticas de flexibilización del mercado de trabajo y el recorte del gasto público y de la protección social. Básicamente, la economía estadounidense, hasta la actualidad, se beneficia de esta asimetría, que no puede replicarse automáticamente en otras regiones.

Gráfico II.10
Finanzas y acceso al sistema bancario: análisis factorial
en componentes principales, 2014-2015



Fuente: Banco Mundial, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) y Banco de Pagos Internacionales (BPI).

^a Las acciones en poder de los hogares de la Argentina, el Brasil y México fueron estimadas (algoritmo NIPALS).

G. Conclusión

El régimen de acumulación financierizado caracteriza a un muy reducido número de economías desarrolladas, fundamentalmente aquellas que configuran los centros financieros mundiales (particularmente los Estados Unidos y Gran Bretaña). Los principales rasgos de este régimen son: un mercado de capitales desarrollado, un acceso de la población, directo o indirecto, a la posesión de títulos cotizados en ese mercado y un acceso importante de la población al sistema de crédito. Es este acceso al crédito el que permite sostener los niveles de consumo —y por tanto el crecimiento— en un escenario de persistente deterioro distributivo que resultó de la ruptura del compromiso entre el capital y el trabajo que rigió a los países avanzados hasta finales de la década de 1970. Si bien el régimen de crecimiento financierizado pudo ser estable por un período muy corto de tiempo, generó una fuerte inestabilidad mundial al exportar un cierto número de formas institucionales que configuran lo que se denominó globalización financiera.

La forma en la que América Latina se insertó en la globalización financiera se caracterizó por una adopción parcial de las instituciones que configuran el régimen financierizado estadounidense (banco central independiente, surgimiento de fondos de pensión, entre otras). Pese a la decisiva influencia que tuvo la globalización financiera sobre el desempeño de la región, un análisis rápido de los regímenes de acumulación latinoamericanos permite concluir que no se presentan las características inherentes al régimen de acumulación financierizado anteriormente mencionadas. Ni el mercado de capitales alcanzó el nivel de desarrollo suficiente para dinamizar la actividad económica en torno de sí, ni los hogares gozaron de un acceso al crédito sobre el cual sostener los niveles de consumo en un contexto de deterioro distributivo.

Por el contrario, de acuerdo a un análisis histórico institucional, se puede afirmar que en los países latinoamericanos se ha producido una hibridación entre formas institucionales características de los países financierizados y otras formas institucionales propias. Sin embargo, el proceso de hibridación no genera las condiciones para la mutación de un régimen de acumulación, en general rentista, hacia un régimen financierizado.

Bibliografía

- Abiad, A., E. Detragiache y T. Tressel (2008), "A new Database of Financial Reforms", *IMF Working Paper*, N° 08/266, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), diciembre.
- Aglietta, M. (2008), *La crise: pourquoi en est-on arrivé là? Comment en sortir?*, París, Michalon.
- (1999), "Les transformations du capitalisme contemporain", *Capitalisme et socialisme en perspective. Évolution et transformation des systèmes économiques*, B. Chavance y otros (coords.), París, La Découverte.
- (1998a), "L'avenir du capitalisme", *Notes de la Fondation Saint-Simon*, N° 101, París, Fundación Saint-Simon, noviembre.
- (1998b), "Le capitalisme de demain", *Notes de la Fondation Saint-Simon*, N° 101, París, Fundación Saint-Simon, noviembre.
- Aglietta, M. y A. Reberieux (2004), *Dérives du capitalisme financier*, París, Albin Michel.
- Alonso, L. y C. Fernández (2012), *La financierización de las relaciones salariales: una perspectiva internacional*, Madrid, Los libros de la Catarata.
- Boyer, R. (2012), "Some steps towards a political economy of financial crises", documento presentado en la conferencia "Political Economy and the Outlook for Capitalism", París, Asociación Francesa de Economía Política (AFEP)/ Iniciativa Internacional para la Promoción de la Economía Política (IIPPE)/ Asociación para la Economía Heterodoxa (AHE), 5 a 7 de julio.
- (2009), "Feu le régime d'accumulation tiré par la finance: La crise des subprimes en perspective historique", *Revue de la Régulation*, vol. 5, París [en línea] <https://regulation.revues.org/7367>.
- (2002), *La croissance, début de siècle. De l'octet au gène*, París, Albin Michel.
- (2000), "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis", *Economy and Society*, vol. 29, N° 1, Abingdon, Routledge.
- (1986), *La théorie de la régulation: une analyse critique*, París, La Découverte.
- Boyer, R. y M. Juillard (1995), "Les Etats-Unis: adieu au fordisme!", *Théorie de la régulation. L'état des savoirs*, París, La Découverte.
- Calvo, G. y otros (2001), "The growth-interest rate cycle in the United States and its consequences for emerging markets", *Working Paper*, N° 458, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Chesnais, F. (2001), "La théorie du régime d'accumulation financiarisé: contenu, portée et interrogations", documento preparado para el "Forum de la Régulation", París, 11 a 12 de octubre [en línea] https://rechercheregulation.files.wordpress.com/2012/12/03_chesnais.pdf.
- Clevenot, M. (2006), "Financiarisation, régime d'accumulation mode de régulation. Peut-on appliquer le 'modèle' américain à l'économie française?", París, Universidad de París XIII [en línea] <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-00120886/document>.
- Coriat, B. (2004), "Du fordisme à l'hypothèse du régime d'accumulation 'tiré par la finance' la TR face aux mutations du capitalisme contemporain", documento preparado para el simposio internacional "Où en est la théorie de la régulation?", París, 28 a 29 de junio.
- (1994), "La théorie de la régulation. Origines, spécificité et perspectives", *Futur Antérieur*, París, L'Harmattan.
- Ertuk, I. y otros (2008), *Financialization at Work: Key Texts and Commentary*, Londres, Routledge.
- Lanzarotti, M. (1992), *La Corée du Sud: une sortie du sous-développement*, París, Prensas Universitarias de Francia (PUF).

- Lautier, M. y L. Miotti (2016), "Gone with the wind: emerging growth in global tailwinds and headwinds", París, Centro de Economía de la Universidad París Nord (CEPN), inédito.
- Levy-Yeyati, E., L. Castro y L. Cohan (2012), *Latin American Economic Perspectives. All Together Now: The Challenge of Regional Integration*, Washington, D.C., Brookings, abril.
- Levy-Yeyati, E. y L. Cohan (2011), *Latin American Economic Perspectives: Innocent Bystanders in a Brave New World*, Washington, D.C., Brookings, noviembre.
- Quemia, M. (2001), "Théorie de la Régulation et développement: trajectoires latino-américaines", *L'année de la Régulation: Économie, Institutions, Pouvoir*, N° 5, París, Presses de Sciences Po.
- Reinhart, C., G. Calvo y L. Leiderman (1993), "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors", *Staff Papers*, vol. 40, N° 1, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), marzo.
- Talha, L. (2001), "Le régime rentier à l'épreuve de la transition institutionnelle: l'économie algérienne au milieu du gué", *Où va l'Algérie?*, A. Mahiou y J. R. Henry (eds.), París, Karthala.
- _____(1995), "Théorie de la régulation et développement", *Théorie de la régulation: L'état des savoirs*, R. Boyer y Y. Saillard (eds.), París, La Découverte.
- _____(1994), "Accumulation et crises dans les économies maghrébines: l'apport de l'approche en termes de régulation", *Annales marocaines de l'économie*, vol. 3, N° 6, Rabat, Asociación de Economistas Marroquíes (AEM).