

Financiamiento del desarrollo: nuevas evidencias para el rol ampliado de la política monetaria y las herramientas de direccionamiento del crédito

Autores: Alejo y Valentina

I. Introducción

La reciente crisis financiera internacional encontró a los países de la región en una situación de mayor holgura externa y fiscal en relación a otros episodios de la historia. En los años previos al estallido de la crisis *subprime*, la conjugación de la mejora de los términos de intercambio -por el aumento de los precios de los productos primarios- y el ingreso de capitales financieros -vinculados al elevado grado de liquidez internacional y a las bajas tasas de interés de los países desarrollados- posibilitaron llevar a cabo una política de acumulación de reservas internacionales, que dio mayores grados de libertad a la política económica (Carrera, 2006; Arceo, 2009).

Frente a un contexto adverso, caracterizado por la reducción de la demanda externa de bienes y servicios, mayores dificultades para acceder al financiamiento internacional y tensiones cambiarias y financieras derivadas de los fuertes episodios de salida de capitales, esta mayor holgura permitió llevar a la práctica medidas de carácter contracíclico de diversa índole a fin de atenuar los impactos negativos de la propagación de la crisis (Abeles, Cuattromo, Mareso y Toledo, 2013; CEPAL, 2009; Fernández-Arias y Montiel, 2009; Ghosh et al., 2009). Si bien las herramientas de política mostraron cierta efectividad para contener la caída del nivel de actividad económica y la creación de empleo, la crisis ha puesto en evidencia los problemas estructurales que enfrentan los países subdesarrollados.

En particular, el principal desafío que históricamente presentaron los países subdesarrollados para dar continuidad a los procesos de industrialización fue la dependencia externa (Prebisch, 1949; Diamand, 1972). Con una estructura productiva desequilibrada, los problemas del desarrollo en economías semi-industrializadas han estado asociados a la matriz productiva, caracterizada por una predominancia de sectores vinculados a la actividad primaria de elevada competitividad internacional a valores de tipo de cambio bajos. En tanto, la presencia de un sector industrial, cuya productividad -al tipo de cambio dado- no le permite generar divisas suficientes para financiar la demanda de

importaciones que requiere la expansión del proceso productivo, implica una restricción al crecimiento originada en la dinámica del sector externo.

Además de este tradicional enfoque respecto de la restricción externa derivada de la balanza comercial, a partir de la etapa de financiarización (Bellamy Foster, 2008; Brunhoff et al., 2006; Epstein, 2005; Husson, 2008; Krippner, 2005; Palley, 2007; Stockhammer, 2007), la restricción externa adquirió otras facetas que complejizaron la problemática. La creciente movilidad de capitales desde la década de 1970 inauguró una etapa de volatilidad financiera que, a los problemas externos originados en la dinámica de la cuenta corriente, sumó las fragilidades resultantes de episodios de salida de divisas de carácter especulativo propiciados por crecientes expectativas de devaluación (Frenkel y Krugman, 1997).

Frente a este contexto en que la volatilidad de las variables financieras comenzó a condicionar el crecimiento económico, se difundieron trabajos respecto del rol de la política monetaria para suavizar estos ciclos. Desde estos enfoques, la política monetaria se concibe a partir de su rol en la determinación de las grandes variables macroeconómicas como la tasa de interés y el tipo de cambio. Mediante el uso de estas herramientas de política, el banco central puede garantizar la estabilidad macroeconómica y moderar los efectos de perturbaciones exógenas sobre la economía local. Asimismo, tiene un rol contracíclico en las fases descendentes del ciclo económico (Frenkel, Epstein, Leijonhuvvud 2007, Woodford, 2003).

Sin embargo, además del rol convencional asignado al banco central para la suavización del ciclo económico, la autoridad monetaria tiene también un rol en la superación de los límites que impone la restricción externa, a partir de su interacción con las variables de la economía real, puntualmente a través de la política de crédito.

En este sentido, dos de las principales funciones del crédito remiten a los efectos del mismo sobre la matriz productiva. Por un lado, el crédito es un elemento fundamental al momento de llevar a cabo ampliaciones de la capacidad instalada en grandes magnitudes (Beltrani y Cuattromo; 2011; Cuattromo y Serino, 2010; Filippo, Kostzer y Schlese, 2004, Golonbek, 2008; Kulfas, 2010; Rougier, 2011; Schumpeter, 1963). Por otro lado, el crédito cumple un rol de relevancia en la transformación del entramado productivo, que trae consigo la necesidad de reasignar recursos y factores de producción entre los distintos sectores, de

manera tal de contribuir al cambio estructural (CEPAL, 2012; Rueschemeyer y Evans, 1986). En este sentido, el financiamiento productivo de aquellos sectores con potencial exportador y capacidad sustitutiva de importaciones establece un vínculo directo entre la política de direccionamiento de crédito y la superación de la restricción externa.

Diversos estudios de caso -entre los que se destacan países de variadas regiones como Alemania, Brasil, Corea del Sur, entre otros- han demostrado que la política de direccionamiento del crédito impulsada desde la esfera pública, es un elemento central para la continuidad del proceso de industrialización. Se reafirma, de esta forma, la estrecha relación que existe entre las políticas impulsadas desde el campo monetario y la dinámica del proceso de desarrollo, más allá del tradicional rol asignado a esta herramienta.

En cambio, el modelo de valorización financiera adoptado por los países centrales -principalmente Estados Unidos- en las últimas décadas, consolidó un sistema financiero desregulado y con un elevado nivel de especulación, que se desacopló de las condiciones de la economía real (Palley, 2010; Keen, 2011). Esto demostró que una política de crédito expansiva, desligada de las condiciones bajo las cuales opera la actividad productiva, conduce a un esquema insostenible.

Así, la crisis internacional suma dos importantes evidencias: por un lado, reluce los desafíos estructurales del desarrollo asociados a la vulnerabilidad externa de las economías semi-industrializadas. Por otro, en contraste con lo ocurrido en las economías centrales luego del desacople entre las finanzas y la actividad productiva, reafirma la necesidad de fortalecer la interacción entre ambos componentes.

El trabajo se organiza del siguiente modo. En la sección II se hace un repaso de la literatura que identifica en el sector externo una causa estructural del subdesarrollo. En la sección III se desarrolla el rol de la política monetaria frente a este desafío, con un especial énfasis en la problemática de direccionamiento del crédito. Por último, la sección IV dimensiona los problemas del desarrollo en el contexto de la crisis internacional desatada a mediados de 2007. En la sección V se presentan las reflexiones finales.

Sección II: los desafíos del subdesarrollo como una condición estructural

En esta primera sección del trabajo se argumenta que el subdesarrollo presenta ciertos desafíos de carácter estructural asociados a la dinámica del sector externo. Originalmente la

restricción externa se presentó como consecuencia de los estrangulamientos de la balanza comercial (Prebisch, 1949; Furtado, 1958; Ferrer, 1969 y Diamand, 1968) y posteriormente también cobraron relevancia los movimientos de la cuenta capital (Frenkel, 1982). Partiendo de este enfoque, la superación de los límites impuestos por el balance de pagos es una condición necesaria para alcanzar un proceso de crecimiento sostenible en el tiempo. Diversas políticas se derivan de este diagnóstico con el objetivo de favorecer la promoción de exportaciones, fomentar la sustitución de importaciones, moderar la salida de capitales *por motivos especulativos y reducir los compromisos de deuda en moneda extranjera*.

Desde el punto de vista de la cuenta corriente, la restricción externa se origina en la estructura productiva desequilibrada, que tradicionalmente ha caracterizado a los países semi-industrializados. El marco analítico es el de una economía con dos sectores. Uno, asociado al sector primario, con elevada productividad relativa a partir de condiciones naturales ventajosas, cuya producción se encuentra principalmente orientada al mercado internacional y presenta una baja elasticidad precio de la oferta. El segundo sector, vinculado a la industria, se encuentra orientado al mercado interno y cuenta con elevados requerimientos de bienes intermedios y de capital importados. Por limitaciones de la oferta y de la demanda mundial, las exportaciones primarias crecen más lentamente que el crecimiento potencial de la industria. Así, el problema de las economías con estructuras productivas desequilibradas está dado por la divergencia entre el consumo y la generación de divisas (Prebisch, 1949; Furtado, 1958; Ferrer, 1969 y Diamand, 1968).

El crecimiento puede ser continuo en la medida en que el ingreso de divisas sea consistente con la demanda del sector privado. De esta forma, la tasa de expansión de la actividad se encuentra limitada por la tasa de expansión de las exportaciones y la elasticidad ingreso de las importaciones¹. Sin embargo, cuando se alcanza el límite de la restricción externa, el proceso de industrialización se ve condicionado, derivando en un conjunto de medidas que restablecen el equilibrio externo con un efecto negativo sobre la actividad. Luego, la actividad doméstica se recupera hasta alcanzar nuevamente el límite externo.

¹ Para mayor detalle, Thirlwall (1979) formaliza esta idea en la llamada “Ley de Thirlwall”, en la cual bajo ciertos supuestos, plantea que la tasa de crecimiento de la demanda consistente con el equilibrio del balance de pagos va a depender de la tasa a la cual crezcan las exportaciones y de la elasticidad ingreso de las importaciones $y_{Bt} = \frac{x_t}{\pi}$. Si bien fue planteado para países desarrollados, la relación puede ser generalizada a otro tipo de economías.

Durante el período de contracción, el proceso de desarrollo industrial se ve interrumpido, y cuando vuelve a cobrar impulso lo hace desde una posición de mayor atraso relativo respecto de las condiciones sobre las cuales opera la industria en el resto de los países (Diamand, 1984). Son dos las causas de este mayor atraso relativo. Por una parte, durante la fase descendente del ciclo hay industrias que cierran, lo cual implica una destrucción del entramado productivo que va contra la industrialización y por otra parte, durante los años en que no hay crecimiento industrial, se amplía la brecha con las industrias de los países avanzados, que continúan desarrollándose². De esta forma, la imposibilidad de brindar continuidad a la industrialización, a raíz del límite impuesto por el sector externo, es el principal obstáculo al desarrollo.

Adicionalmente, hay dos factores que acentúan este obstáculo en el largo plazo. Por un lado, a medida que avanza el proceso de industrialización aumentan los requerimientos de insumos y bienes de capital importados, por la mayor participación del sector en el producto. Así, la elasticidad ingreso de las importaciones no es constante sino función creciente del proceso de industrialización. Esto conduce a que el límite al crecimiento impuesto por el sector externo aumente progresivamente (Furtado, 1958).

Cabe destacar que la competitividad de las exportaciones industriales no depende de la ineficiencia del sector, sino del valor del tipo de cambio. En este sentido, mientras que en los países que cuentan con economías tradicionales, el tipo de cambio se ubica en un nivel tal que la producción industrial sea competitiva internacionalmente, este mecanismo de adaptación cambiaria no opera en los países con estructuras desequilibradas. Esto es así porque, habiendo dos sectores de diferente productividad, el tipo de cambio se ubica en un nivel tal que las exportaciones del sector con ventajas comparativas sean competitivas (Diamand, 1972).

Por otro lado, el estructuralismo sostiene la hipótesis de la tendencia al deterioro de los términos del intercambio. Este concepto remite a la idea de que en el largo plazo el precio de los *commodities* tiende a caer en relación a los precios de los productos manufacturados³. En particular, Prebisch (1949) observa que entre la década de 1860 y

² Si bien estos países también presentan fluctuaciones de actividad asociadas al ciclo económico, lo hacen con una menor frecuencia e intensidad que los países subdesarrollados.

³ Esta idea es conocida como la hipótesis Prebisch-Singer, ya que ambos autores la expusieron simultáneamente.

1930 el progreso técnico fue mayor en los países centrales, en comparación a los países de la periferia. Sin embargo, el poder adquisitivo de los productos primarios en relación a los productos industriales, descendió, por lo que el incremento del ingreso de los países del centro fue mayor al aumento de la productividad de su industria.

La tendencia al deterioro de los términos del intercambio encuentra justificación en la teoría del ciclo económico, donde el conflicto distributivo asume un rol central. Así, si bien en las fases de auge se registra cierto aumento de los términos del intercambio, en momentos descendentes se registra una caída mayor que el aumento anterior. Este movimiento está explicado por el mayor poder de negociación de los trabajadores del centro, que determina que en la fase descendente del ciclo, los salarios no caigan, poniendo una reticencia a la baja de los precios industriales. En cambio, el menor ingreso de los países centrales se traslada a la periferia a través de una caída del precio de los productos primarios. A diferencia de los productores del centro, los productores locales tienen mayor margen para reducir salarios. Así, mientras los precios de los productos industriales se sostienen, los precios de los bienes primarios caen y los términos del intercambio de la periferia tienden a deteriorarse en el largo plazo. (Prebisch, 1949; Pérez Caldentey y Vernengo, 2012).

Un factor adicional que contribuye al deterioro de la cuenta corriente del balance de pagos es la remisión de utilidades y dividendos, en el marco de economías con un elevado grado de extranjerización (Kulfas y Basualdo, 2002). Este fenómeno tiende a acentuarse en contextos de volatilidad externa.

Un punto central de los enfoques estructuralistas radica en la ruptura respecto de los tradicionales enfoques de las teorías neoclásicas de comercio internacional. Mediante este postulado, las teorías ortodoxas sostienen que el patrón de especialización de los distintos países debe guiarse por las condiciones de productividad relativas entre sectores. Así, los países subdesarrollados deben seguir especializándose en la producción de *commodities* y materias primas para el mercado externo, mientras que la producción industrial queda circunscripta a los países desarrollados (Heckscher, 1919; Ohlin, 1933). Por el contrario, las teorías estructuralistas han propuesto el cambio del patrón de especialización como la forma de superar el límite externo. En este sentido, el desafío planteado para las economías subdesarrolladas es el de promover las exportaciones industriales y sustituir importaciones.

Además del desafío que supone el patrón de especialización comercial para la restricción externa, ya desde la década de 1970 -en el marco de una creciente globalización de los flujos internacionales de capital- el estudio de los movimientos de la cuenta capital del balance cambiario, comenzó a tener mayor incidencia. En este aspecto, diversos trabajos señalan que los abruptos cambios de composición de cartera del sector privado, originados en componentes especulativos (i.e expectativas de devaluaciones) pueden crear episodios disruptivos en el frente externo, desvinculados de las condiciones de comercio exterior (Frenkel, 1982; Krugman, 1979). Asimismo, un elevado peso del endeudamiento externo, cuando el mismo no está dirigido a ampliar la capacidad productiva -especialmente la relacionada con diversificación de exportaciones o sustitución de importaciones-, ha tendido a incrementar el requerimiento de divisas, agudizando el problema de balance de pagos, en lugar de relajarlo. En este punto, la evidencia histórica ha demostrado que el endeudamiento externo no se ha utilizado para llevar a cabo políticas sustitutivas sino que se constituyó en un elemento cuyo objetivo no fue más allá de alejar temporalmente el límite externo (Kulfas y Basualdo, 2002; Diamand, 1983).

Dentro este marco teórico, además de las políticas dirigidas a sortear la restricción externa desde la cuenta corriente (a través de la movilización de exportaciones industriales, los estímulos a la exportación y la producción primaria, la selectividad de las importaciones y la política de sustitución), se plantea la necesidad de llevar a cabo un manejo racional de los capitales extranjeros y el sistema financiero (i.e. controles de cambios que permitan cambiar la composición de la salida de divisas por la cuenta capital) (Diamand, 1983; Prebisch, 1949).

¿La devaluación como solución?

A contramano de los desafíos expuestos anteriormente, la devaluación de la moneda local ha sido un instrumento utilizado de forma recurrente ante situaciones de desequilibrios externos para recomponer el superávit del balance de pagos. Sin embargo la devaluación no sólo tiene efectos sobre el saldo del balance de pagos, sino también sobre el producto y sobre la distribución del ingreso.

Puntualmente, la devaluación tiene un efecto en dos etapas (Díaz Alejandro, 1963). En una etapa inicial altera los precios relativos, mejorando la competitividad precio de las

exportaciones y encareciendo las importaciones en moneda local. En esta etapa, el impacto depende de las elasticidades precios, las cuales van a reflejar las capacidades del país de incrementar las exportaciones y de sustituir importaciones ante el cambio de precios relativos. Mientras que en una segunda etapa, la devaluación tiene un efecto sobre el ingreso, redistribuyendo en favor de los sectores exportadores primarios y en contra de los asalariados, que por el diferencial de las propensiones a consumir, deprime la demanda doméstica.

De acuerdo a la evidencia empírica, las devaluaciones tienen un leve impacto positivo en la balanza comercial y una caída en el producto, asociado a la mayor incidencia del efecto regresivo sobre la distribución del ingreso (Díaz Alejandro, 1963; Krugman y Taylor, 1978; Fiorito et al., 2013). Este segundo efecto prima sobre el cambio en los precios relativos, por la imposibilidad de adecuar en el corto plazo la producción de bienes transables.

Precisamente, uno de los puntos resaltados por la teoría estructuralista es la inelasticidad precio de la oferta de bienes primarios y la incapacidad de adecuar la matriz productiva en el corto plazo para sustituir bienes importados. Por esta razón, el impacto positivo de la devaluación sobre la demanda de los bienes transables es menor al efecto depresivo sobre la demanda del bien doméstico, derivado del efecto distributivo regresivo. En esta línea, una parte importante de la recomposición del superávit de cuenta corriente se origina como consecuencia de la menor demanda de importaciones por la contracción de la actividad interna.

Sin embargo, el impacto de la devaluación no sólo se encuentra condicionado por la imposibilidad de adecuar la oferta en el corto plazo, sino también por el nivel de tipo de cambio requerido para hacer competitivas a las exportaciones industriales (Diamand, 1972). Dadas las diferencias de productividad entre los dos sectores definidos por la literatura estructuralista (primario e industrial), un único tipo de cambio fijado al nivel requerido para favorecer a las exportaciones industriales, exacerbaría el efecto regresivo sobre la distribución del ingreso provocado por la devaluación.

En base a las condiciones estructurales de la economías subdesarrolladas y con el objetivo de sostener un crecimiento que permita la generación de empleo, el desafío de la política monetaria debe ser el de brindar las condiciones adecuadas para favorecer a los sectores

con potencial exportador y con capacidad sustitutiva de importaciones, desalentar los egresos a través de la cuenta capital y financiera y evitar recurrir a medidas tales como la devaluación.

Sección II. Política monetaria: su rol en el financiamiento y desarrollo

Habida cuenta de la necesidad de contribuir a crear las condiciones para favorecer un proceso de cambio estructural en la matriz productiva (Chang, 2002; Diamand 1983; Kulfas, 2010), se abren ciertas líneas de debate en torno al rol que cumple el sistema financiero en este proceso. En general, los autores que se concentraron en el estudio de la relación entre financiamiento y desarrollo económico han llegado a la conclusión de que existe un sólido vínculo entre estas variables (Levine, 2004; Mc Kinnon 1973; Stiglitz, 1994). Sin embargo, el enfoque tradicional del sistema financiero y el desarrollo ha dirigido su atención al rol de la política monetaria en la suavización del ciclo a través del manejo de las herramientas que típicamente tiene a su alcance, como la tasa de interés y el tipo de cambio, para amortiguar los impactos negativos de las perturbaciones externas (Frenkel y Taylor, 2006; Frenkel, 2008; Gluzmann et al., 2008; Leijonhufvud, 2007; Rodrik, 2008; Weber, 2006; Woodford, 2003). En tanto, el análisis respecto de cuál es el papel de los bancos centrales en el proceso productivo, cuando el mismo requiere de una decisiva participación estatal para impulsar el desarrollo y, puntualmente, alejar la restricción externa, ha quedado más rezagado. En esta sección, se plantea que el banco central, a través del conjunto de políticas orientadas a direccionar el crédito y regular sus condiciones de otorgamiento, es susceptible de incidir en la composición de la matriz productiva y alejar el límite que supone la restricción externa (Mariante, 2007, Rougier, 2011, Pollack y García, 2004).

La literatura referida a esta problemática ha encontrado dos principales canales bajo los cuales el sistema financiero y la política monetaria influyen en el proceso de desarrollo.

Por un lado, se destacan los enfoques tradicionales donde la política monetaria se concibe a partir de su rol en la determinación de las grandes variables macroeconómicas como la tasa de interés y el tipo de cambio. Mediante el uso de estas herramientas de política, el banco central puede garantizar la estabilidad macroeconómica y moderar los efectos de perturbaciones exógenas sobre la economía local. Asimismo, tiene un rol contracíclico en

las fases descendentes del ciclo económico. Desde este punto de vista, la política monetaria tiene un rol de suma relevancia en la determinación del contexto macroeconómico sobre el cual operará el proceso de desarrollo. En ausencia de condiciones que sean sostenibles, la continuidad del proceso de desarrollo se verá limitada. En este aspecto, la política monetaria cumple un 'rol indirecto', ya que cumple el papel de garantizar las condiciones sobre las cuales operaría el resto de las políticas vinculadas al desarrollo (Frenkel y Taylor, 2006; Frenkel, 2008; Gluzmann et al; 2008; Leijonhufvud, 2007; Rodrik, 2008; Weber, 2006; Woodford, 2003).

Pero además del reconocimiento de un rol indirecto de la política monetaria en el proceso de desarrollo, cobra también una especial relevancia el denominado 'canal directo'. Este mecanismo está asociado a la capacidad de la política monetaria de incidir sobre el nivel y composición de la demanda agregada, con el objetivo de promover y consolidar ciertas ramas de actividad, influir en la configuración de la matriz productiva y apuntalar el pleno empleo de los recursos (Cuattromo y Serino, 2010; Golonbek, 2008; Kulfas, 2010; Rougier, 2011).

Si bien ambos canales de política son centrales para la continuidad de un proceso de desarrollo, debido a que el primer canal es el que tradicionalmente ha abordado la literatura, a lo largo del trabajo se hará foco en este segundo aspecto. Asimismo, la jerarquización de esta segunda función resulta de suma relevancia para la atención de los problemas estructurales del subdesarrollo asociados con las restricciones externas, que fueron identificados en la sección anterior.

En primera instancia, esta corriente de análisis se ha centrado en la importancia de la política de crédito en la expansión de la capacidad productiva. Esta relevancia se deriva a partir de definir como *capital* a todo el crédito y los medios de pago que son requeridos para llevar adelante el proceso de innovación⁴. Así, identificando en el crédito un componente central del capital, se reconoce en el sistema financiero una condición necesaria para la continuidad del ciclo productivo. En ausencia de crédito que financie nuevos proyectos, se presentan obstáculos para desarrollar innovaciones y, por lo tanto, aparece un freno al ciclo (Beltrani y Cuattromo; 2011; Cuattromo y Serino, 2010; Filippo,

⁴ Entendido como la sumatoria de cambios cualitativos en la producción que permiten emplear los recursos existentes de forma distinta Schumpeter (1963)

Kostzer y Schlese, 2004, Golonbek, 2008; Kulfas, 2010; Rougier, 2011; Schumpeter, 1963).

Por otro lado, el crédito cumple un rol de relevancia en la transformación del entramado productivo. Este proceso trae consigo la necesidad de reasignar recursos y factores de producción entre los distintos sectores de manera tal de mejorar la eficiencia dinámica y contribuir al cambio estructural (CEPAL, 2012; Rueschemeyer y Evans, 1986). En general, esta reasignación opera desde los sectores tradicionales –comúnmente asociados a actividades con ventajas naturales- hacia aquellos menos fortalecidos y que presentan un potencial en la agregación de valor. En ausencia de un sistema financiero que permita reasignar recursos hacia nuevos proyectos y sectores más dinámicos, el crecimiento estará en gran medida sesgado hacia las actividades tradicionales mientras que las transformaciones con implicancias positivas para la dinámica económica se verán mayormente restringidas (Kulfas, 2010).

Otro punto de vista respecto de la relevancia del sistema financiero fue desarrollado por Stiglitz (1994). Este enfoque reconoce, diversas funciones para los mercados financieros entre las cuales enumera: (i) la trasferencia de recursos hacia la demanda de crédito, (ii) la posibilidad de aglomerar capital que fuera del sistema estaría fraccionado, (iii) la selección de proyectos a financiar, (iv) el monitoreo de los préstamos, (v) garantizar el cumplimiento de los contratos, (vi) transferir, compartir y diversificar riesgos y (vii) registrar las transacciones y emitir medios de cambio.

Sin embargo, no existe entre la literatura referida a esta materia una posición unánime respecto de la participación del Estado en el sistema financiero. Por un lado, hay una serie de pensadores que sostienen que el Estado debe intervenir en sistema financiero para producir un cambio estructural en la matriz productiva y dar impulso al desarrollo. Partiendo de la premisa de que no existen mecanismos que de modo descentralizado conduzcan al desarrollo de largo plazo, hay espacio para llevar adelante una política de direccionamiento del crédito a favor de ciertos sectores considerados estratégicos. Entre estas visiones se encuentran los aportes de los pensadores clásicos del desarrollo económico (Hirschman, 1958; Nurkse, 1952; Rosenstein-Rodan, 1943) y también los del estructuralismo (Diamand, 1983; Prebisch, 1949).

Recapitulando lo expuesto en la sección anterior, en el caso del estructuralismo latinoamericano, el subdesarrollo suele presentarse como una consecuencia de la configuración (desfavorable) de la estructura productiva. En términos de Diamand (1983) la estructura productiva desequilibrada implica un obstáculo al desarrollo ya que la inelasticidad de la oferta de exportaciones primarias y las recurrentes crisis de balance de pagos suponen un obstáculo para un proceso de desarrollo continuo de la industria, desembocado en la dinámica de *stop-go*⁵. La estrategia sugerida para salir de este círculo vicioso radica en la transformación y diversificación de la estructura productiva. La salida, por tanto, consistiría en crear las condiciones para favorecer un cambio estructural que consolide un proceso de crecimiento de largo plazo sostenible en el tiempo (i.e., que no implique lidiar con el limitante que impone la restricción externa).

En este sentido, debido a que dos de las principales funciones del crédito remiten a los efectos del mismo sobre la matriz productiva, la participación pública adquiere centralidad a partir de las herramientas de direccionamiento de crédito y de regulación de sus condiciones de otorgamiento, a favor de ciertos sectores de actividad considerados estratégicos desde el punto de vista de su potencial en la sustitución de importaciones y diversificación de exportaciones.

El enfoque anti-represión financiera

No obstante lo desarrollado previamente, gran parte del pensamiento ortodoxo explica al subdesarrollo como una consecuencia de las distorsiones derivadas de la intervención estatal en la economía. Las políticas de direccionamiento del crédito y fijación de tasas de interés son catalogadas bajo el concepto de “represión financiera”, argumentando que generan efectos depresivos sobre el ahorro y por lo tanto la inversión. Esto se debe a que el pensamiento ortodoxo asume la vigencia de la ley de Say. Este término remite al supuesto implícito de plena ocupación de los recursos existentes, y consiste principalmente en el establecimiento de una causalidad de la oferta agregada a la demanda agregada. De acuerdo a este esquema, el ahorro es una condición preexistente para la inversión, donde la tasa de interés es la variable que determina el equilibrio entre ambos componentes. Como recomendación de política se propone la liberalización financiera y específicamente de las tasas de interés (McKinnon, 1973; Shaw ,1973).

⁵ Frenos y contramarchas.

A diferencia del pensamiento estructuralista, el pensamiento ortodoxo suele entender al subdesarrollo como una consecuencia de las distorsiones derivadas de la intervención estatal en la economía (Krueger, 1974). Las políticas de direccionamiento del crédito y fijación de tasas de interés son catalogadas bajo el concepto de “represión financiera”, argumentando que generan efectos depresivos sobre el ahorro y la inversión. De acuerdo a estas posiciones, las políticas orientadas a regular la operatoria del sistema financiero generan restricciones adversas para la economía en tanto que reducen la eficiencia asignativa, aumentan los costos de intermediación y reducen las tasas de acumulación (Montiel, 2003).

Los impulsores de estas teorías fueron McKinnon y Shaw hacia comienzos de la década de 1970 con los desarrollos de los modelos que vinculaban el desarrollo económico con el desarrollo del sistema financiero. Estos modelos fueron el sustento teórico de las políticas de liberalización financiera promovidas durante la década de los años 70. Si bien en primera instancia surgieron como una crítica hacia los enfoques neoclásicos tradicionales que hasta el momento habían dejado de lado la cuestión del sistema financiero, mantuvieron sus principales supuestos en lo que se refiere a la concepción macroeconómica del ahorro y la inversión implícita en la ley de Say y en la prioridad dada al mercado como agente optimizador de recursos. En este sentido, dado que tomaron como punto de partida que la escasez de capital es provocada por una limitante en el ahorro, el ahorro se posiciona como una condición preexistente a la inversión al igual que en la ley de Say. Asimismo, estos enfoques fueron críticos respecto las modalidades de intervención del Estado sobre el sistema financiero propuestas por los modelos keynesianos y, en cambio, como recomendación de política económica propusieron desarmar las diversas modalidades de intervenciones gubernamentales argumentando que las mismas tenían un carácter “represor” sobre el funcionamiento de los mercados.

El modelo monetario neoclásico predominante operaba con una serie de supuestos entre los cuales se destacaban principalmente: (i) la existencia de un mercado de capitales perfecto donde la tasa de interés nominal refleja exactamente la inflación esperada y (ii) el limitado rol del dinero, que no juega ningún papel en la acumulación de capital. McKinnon (1973) niega la vigencia de estos supuestos y especialmente niega su aplicación en las economías subdesarrolladas.

Sin embargo, cuando se trata de países subdesarrollados, estos supuestos no se verifican. McKinnon sostiene que es preciso considerar que estas economías se caracterizan por una gran fragmentación. Este concepto remite en primer lugar a las deficiencias en los vínculos entre individuos y las unidades económicas y en segunda instancia a los accesos desiguales a los mercados de bienes y factores. Más concretamente, la fragmentación se ve cuando los individuos tienen restricciones sobre los trabajos que pueden hacer y sobre las actividades en las cuales invertir el capital⁶. Como consecuencias nocivas, la fragmentación genera mayores dispersiones en las tasas de retorno de los activos y reduce la calidad del acervo de capital. Esto impide que los precios sean el reflejo de las condiciones de escasez de la economía y por lo tanto obstaculiza el proceso de asignación de recursos.

Dado que los modelos monetarios de crecimiento encuentran que el principal problema del mal funcionamiento de los mercados en los países subdesarrollados radica en la estructura del sistema financiero, proponen una serie de recomendaciones de política dirigidas a corregir el funcionamiento del mismo⁷. Principalmente, lo que proponen es liberalizar el mercado financiero eliminando las políticas de direccionamiento del crédito a bajas tasas (i.e., eliminar las medidas de “represión financiera”). La prioridad debe ser corregir el funcionamiento del sistema financiero para evitar malas asignaciones de recursos y permitir que los precios reflejen la escasez relativa de recursos. Este modelo predice que como resultado de la liberalización se observará, en primer lugar, un aumento de la intermediación financiera y de las tasas de interés como reflejo de la correcta apreciación del costo del capital, y en segundo lugar, con las tasas de interés corregidas se desalentarán los proyectos tradicionales porque no son rentables y se permitirá la ejecución de otros proyectos más modernos y con mayor potencial de rentabilidad. Finalmente, el mayor rendimiento del dinero alentará el ahorro y por lo tanto la inversión, con un efecto positivo sobre el crecimiento económico.

⁶ Si bien en un principio la fragmentación de las economías subdesarrolladas estuvo ligada al pasado colonial donde estos países operaban como enclaves en la explotación de materias primas, posteriormente la fragmentación fue, según la lógica ortodoxa, resultado de la intervención estatal errónea. De esta forma, más allá de las raíces coloniales de la fragmentación, su forma moderna es el resultado de una intervención estatal inadecuada que genera distorsiones en los mercados y deriva en ineficiencias en la utilización de los recursos (Fillipo, 2009: 83).

⁷ En este sentido, considerando que los mercados de capitales no son perfectos, que existe una amplia dispersión entre los rendimientos de los activos y que la calidad del capital acumulado no es óptima (el capital se encuentra subutilizado), hay motivos para consolidar un sistema financiero que realice un aporte concreto al proceso de producción. El desarrollo del sistema financiero es lo que permite a la economía de un país en desarrollo mejorar la calidad del capital, por ejemplo mediante un proceso de selección de las inversiones a financiar y de los capitalistas que las desarrollarán.

Políticas de direccionamiento de crédito

Pese a que las visiones que argumentaban que las políticas de liberalización financiera iban a conducir a un aumento del ahorro y la acumulación, Díaz Alejandro (1985) advirtió la paradoja que esto implicaba en los países de América Latina. A diferencia de lo que planteaba el pensamiento liberal, las medidas tendientes a desregular la operatoria del sistema financiero condujeron a la quiebra de entidades, a recurrentes intervenciones del gobierno -que en algunos casos derivaron en posteriores nacionalizaciones- y a una caída de los niveles de ahorro.

Sobre la base del caso argentino, Damill y Frenkel (1987) refuerzan esta idea afirmando que, durante los años de liberalización, el ahorro no alcanzó tasas adecuadas de crecimiento, sino que las mismas se redujeron acentuadamente y la volatilidad macroeconómica aumentó castigando al aparato productivo. El esquema de reformas financieras condujo a la inestabilidad de tasas nominales y reales, derivando en la presencia de un sesgo cortoplacista de las operaciones. Como resultado se obtuvo que en lugar de alcanzar una mayor profundidad financiera -entendida en términos de diversificación, mayor variedad de activos, plazos y tasas- se alcanzó una tendencia inversa.

En contraposición a esto, existe una sólida postura respecto de la relevancia de la participación estatal en la arquitectura del sistema financiero. El objetivo primario de estas intervenciones, además de contribuir a la estabilidad macroeconómica, radica en la promoción de un cambio estructural en la matriz productiva. A diferencia del enfoque anterior, se parte de la premisa de que el desarrollo no se alcanza de modo descentralizado. Tanto los aportes de los pensadores clásicos del desarrollo económico (Hirschman, 1958; Nurkse, 1952; Rosenstein-Rodan, 1943) como los del estructuralismo (Diamand, 1983; Prebisch, 1949) se encuentran en esta línea.

Así, esta corriente de pensadores cuestiona la capacidad de los mercados de emitir las señales que mejor repercutirían en el progreso económico: "(...) dichas señales no necesariamente coinciden con las que resultarían estratégicamente más convenientes para alentar el crecimiento económico y la industrialización en el largo plazo. La intertemporalidad, la no coincidencia entre las señales de mercado y la implementación de los procesos de desarrollo son los argumentos centrales que justifican la intervención estatal

-como representante de la voluntad general- en la confección de los planes de desenvolvimiento y dentro de ellos, los bancos de desarrollo como instrumento de política" (Kampel, y Rojze, 2004: 18).

Adicionalmente, se plantea que la existencia de fallas de mercado justifica la presencia del Estado en los mercados financieros. Puntualmente, las externalidades negativas derivadas de las posibles crisis financieras, los problemas de fallas de información y competencia imperfecta así como las externalidades originadas a partir del monitoreo de la actividad y de los beneficios sociales asociados a la expansión del crédito en determinados sectores, brindan argumentos suficientes para justificar la activa participación del Estado (Stiglitz, 1994).

Para salir de estas fallas de mercado, se propone una intervención del Estado decisiva, guiada por estas acciones: i) regulación de instituciones financieras; ii) participación en las instituciones financieras a través de otros mecanismos además del regulatorio; y iii) participación directa en el mercado monetario a través de la provisión de crédito. En este sentido, la función más importante en los países subdesarrollados es precisamente la creación de instituciones financieras capaces de ocupar los espacios vacíos que dejan las instituciones privadas de crédito (Kampel y Rojze, 2004; Kulfas, 2010; Stiglitz, 1994; Titelman, 2003)

La política de direccionamiento del crédito asume un rol central bajo esta óptica y busca incidir en las condiciones bajo las cuales los bancos asignan el financiamiento (tasas de interés, plazo, destino de los fondos, moneda, ubicación del proyecto, tamaño de la empresa, entre otras).

Dado que el objetivo último es proveer financiamiento a tasas subsidiadas a determinados sectores de actividad que serán favorecidos con la política de crédito, se plantean, por un lado, ciertas ventajas de usar estos esquema en lugar de subsidios por la vía fiscal y, en segundo lugar, la necesidad de prestar atención a ciertos factores, para cuidar que los objetivos sean alcanzados, minimizando las fallas de implementación.

Respecto de los elementos que brindan racionalidad a esos instrumentos, además de las justificaciones sobre la relevancia de la política crediticia ya presentadas anteriormente, se destacan cuatro factores: i) Ante la presencia de sistemas tributarios poco desarrollados, el

crédito dirigido no requiere esfuerzos por parte del gobierno en la recaudación de impuestos adicionales; ii) cuando el gobierno interviene como agente financiero no se comporta bajo los objetivos de maximización de la rentabilidad que típicamente se piensa para las instituciones privadas. En este sentido, para fomentar la inversión productiva, invierte en activos de baja rentabilidad relativa, es decir, con una acotado *spread* de tasas sin limitar la capacidad del banco de asumir los compromisos respecto de los depósitos. Esto se debe a que puede contar con otras fuentes de recursos fiscales, independientes de los retornos de las inversiones financieras en créditos, que la banca privada no; iii) en condiciones que suelen ser cambiantes, como ocurre durante el proceso de desarrollo, controlar la cantidad de crédito suele ser más efectivo para proveer estabilidad macroeconómica, en contraste con la volatilidad que pueden registrar las tasas de interés; iv) por último, una vez que los principales sectores de elevado retorno social son identificados, los costos fijos asociados al proceso de obtención de información ya están cubiertos, por tanto, los costos incrementales que deben afrontar los bancos al momento de otorgar los préstamos son bajos, pues el mecanismo de selección ya fue hecho previamente. Dado que muchas veces las críticas a la política de direccionamiento del crédito se sustentan en la dificultad de seleccionar a los proyectos prioritarios (*picking winners*), se destacan dos variables a tener en cuenta en relación al potencial que presenta la política de crédito en la superación de la restricción externa:

i) Focalizar esfuerzos en la inversión en tecnología: este sector es uno de los que enfrenta la mayor discrepancia entre el retorno privado y el retorno social⁸. La ventaja de fomentar la inversión en tecnología radica en el potencial que presenta para favorecer la sustitución de importaciones y la superación de los diferenciales intersectoriales de productividad.

ii) Direccionamiento del crédito a los sectores orientados a la exportación y la sustitución de importaciones: a contramano del principio de ventajas comparativas estáticas que supone la teoría clásica del comercio internacional, la propuesta se orienta a brindar

⁸ Como consecuencia de que los logros alcanzados por la innovación no son exclusivamente apropiados por la empresa que los llevó adelante, el sector privado presenta reducidos incentivos a invertir en ese campo. Asimismo, la existencia de elevados costos de entrada que suele enfrentar el sector privado se presenta como otro obstáculo (Stiglitz, 1994).

financiamiento a las actividades que presentan potencial exportador, pero cuyo alcance se encuentra limitado por la estructura de costos⁹.

Las sugerencias de política derivadas de los análisis previos se encuentran estrechamente vinculadas con lo que históricamente ha planteado la corriente estructuralista, a la que se hizo referencia en el apartado anterior.

Como exponente de esta corriente, ya en los años posteriores a la crisis de 1930, en su libro *La moneda y el ritmo de la actividad económica*, Prebisch (1943) señalaba tres objetivos centrales de la política monetaria y financiera. Además de: (i) atenuar los efectos abruptos de perturbaciones significativas en las condiciones naturales y las contingencias externas; (ii) de contribuir al alcance de la mayor tasa de crecimiento posible de la actividad económica, y (iii) desempeñar la función de crear las condiciones monetarias que estimulen el desarrollo y mantenimiento del pleno empleo de la fuerza laboral (Pérez Caldentey y Vernengo, 2012).

Ferrer (2010) refuerza esta línea de razonamiento sosteniendo que uno de los desafíos del desarrollo radica en incorporar al sector financiero la función de banca de inversión. Esto se debe a que el desafío del desarrollo implica un proceso de transformación de la estructura productiva que no se alcanza espontáneamente a partir del libre juego de la oferta y la demanda. Por el contrario, el proceso requiere una estrategia de desarrollo y un Estado capaz de impulsarla en forma activa.

Más recientemente, este debate ha sido retomado por otro conjunto de estudios actuales. En particular, a partir de la evidencia empírica, Kulfas (2010) señala que “en los países subdesarrollados caracterizados por la existencia de mercados financieros incompletos y poco profundos, contextos macroeconómicos de mayor inestabilidad y una estructura productiva heterogénea y desequilibrada”, los problemas vinculados a la mala asignación del crédito se incrementan notoriamente. En lugar de desbloquear los obstáculos al desarrollo, el financiamiento constituye un círculo vicioso donde, además de resultar escaso, se dirige a las actividades ya consolidadas. Así, “el sistema financiero termina

⁹ Asimismo, la ventaja de orientar el crédito a estos sectores consiste en que la evolución de las exportaciones suele ser un buen indicador del desempeño de la firma, mientras que otros mecanismos para obtener información respecto de la evolución de actividad suelen ser menos transparentes (Stiglitz, 1994).

siendo una pieza más en la consolidación de la estructura productiva antes que una herramienta para promover su diversificación” (Kulfas, 2010: 3)

Nuevamente, la necesidad de crear un marco institucional para financiar las inversiones consideradas estratégicas es un elemento fundamental de la economía del desarrollo.

Estudios de caso

La participación del sector público en el direccionamiento del crédito productivo es una herramienta de política fundamental para los países subdesarrollados que requieren grandes magnitudes de financiamiento para encarar proyectos de inversión que contribuyan a la consolidación de un cambio estructural de la matriz productiva.

En este marco, para hacer frente a la insuficiencia de financiamiento de largo plazo orientado al sector productivo provisto por el sector privado, diversos países implementaron una serie de iniciativas públicas para apuntalar el crédito. Si bien el término Banca de Desarrollo suele usarse para hacer referencia a las instituciones que ejercen en forma completa el conjunto de funciones involucradas en el proceso de financiamiento (selección de actividades a financiar, análisis del riesgo, aprobación de los créditos y monetización de los préstamos), también es posible definir una acepción más amplia de este concepto, que contempla a todo el conjunto de políticas orientadas a direccionar el crédito y regular sus condiciones de otorgamiento (Mariante 2007).

Diversas experiencias de desarrollo sustentan esta idea: las políticas de crédito fueron un elemento central en los procesos de industrialización de Alemania y de los países del Sudeste Asiático. Asimismo, en el plano regional, Brasil cuenta con una institución pública de banca de desarrollo (*Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDES)*) con 60 años de trayectoria, que se presenta como el principal instrumento de financiamiento de largo plazo orientado a las actividades productivas (Araujo, 2007; Caputo, 2008; Lessa, 1998).

Como punto de partida, el caso alemán resulta emblemático debido al contexto histórico en que tomó impulso el proceso de desarrollo. Tras la Segunda Guerra Mundial, la economía de aquel país fue deliberadamente rediseñada con el objetivo de favorecer una economía más inclusiva desde el punto de vista socioeconómico en lugar de una economía de libre mercado. A diferencia de la experiencia de Gran Bretaña, la incapacidad de las empresas alemanas de financiar sus proyectos con reinversión de utilidades propias, significó que el

financiamiento bancario adquiriera un rol central en el desarrollo. Lo emblemático de este caso fue que la integración entre firmas y el sistema bancario fue un elemento central para impulsar la producción, debido a que el proceso de industrialización se desarrolló tardíamente (Gerschenkron, 1962; Golonbek y Sevilla, 2008; Wierzba, 2007).

En este contexto, Alemania desarrolló un sistema financiero mixto altamente integrado con el sector productivo. Esta integración se vio favorecida por las propias características del sector productivo, que contaba con la existencia de mercados atomizados y relativamente más competitivos así como con empresas con un mayor nivel de especialización y diferenciación y una elevada participación del segmento MiPyME. En este marco, el sistema bancario alemán consolidó un estrecho vínculo con el financiamiento de la actividad productiva (especialmente de ligada a la producción industrial y de servicios que, a diferencia de lo ocurrido en otros países como Estados Unidos o Inglaterra, dejó para el mercado de capitales un rol menor en la arquitectura financiera. (Golonbek y Sevilla, 2008).

Este sistema financiero mixto estuvo principalmente caracterizado por una elevada participación de la banca pública, con el KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau o Banco de Crédito para la Reconstrucción) ocupando importantes espacios en el financiamiento productivo, particularmente en los segmentos de crédito menos rentables. En tanto, la banca privada y la banca cooperativa asumen un rol complementario.

El KfW fue creado en el año 1948 con el objetivo de financiar proyectos de inversión de largo plazo para garantizar el cambio estructural de la economía alemana. Este banco, cuyo capital es propiedad conjunta del Gobierno Federal (80%) y de los estados provinciales (20% restante) cumplió un rol central durante los años de industrialización, ejerciendo las funciones de una Banca de Desarrollo. De esta forma, en los años de la Segunda Posguerra se ocupó de financiar los proyectos reconstrucción del país a través del otorgamiento de créditos de largo plazo.

Posteriormente, con una industria ya consolidada, el KfW se focalizó en el otorgamiento de créditos hacia diversas inversiones, proyectos y fomento de las exportaciones. En la actualidad, el KfW interviene esencialmente ante situaciones de fallas de mercado y/o mercados incompletos: "su función es actuar en aquellos segmentos del mercado crediticio

en los que la banca comercial no actúa o lo hace de forma incompleta (...) asegurando de esta manera el acceso al crédito según las necesidades específicas de cada proyecto en lugar de estar determinado por las condiciones del mercado. En esta estrategia define una de sus características destacadas como Banca de Desarrollo" (Golombek y Sevilla, 2008: 12).

Junto con el caso alemán, otra de las instituciones emblemáticas, y que resulta de especial relevancia por tratarse de una país de la región es el *Banco Nacional do Desenvolvimento* (BNDES) de Brasil (Araujo, 2007; Caputo, 2008; Golombek y Sevilla, 2008; Lessa, 1998).

Como muchos de los países de la región, tras la crisis internacional de 1930, Brasil comenzó un proceso de industrialización sustitutivo de importaciones. En línea con lo planteado por la corriente estructuralista, tras la evidencia de que el modelo agroexportador presentaba una serie de debilidades intrínsecas, las ideas respecto de la necesidad de promover un cambio estructural condujeron a la creación de un banco de desarrollo. El objetivo de la institución era crear herramientas para participar directamente en el financiamiento del proceso de industrialización. Fue así que a partir de la extensión de créditos de mediano y largo plazo dirigidos estrictamente a los sectores considerados estratégicos, el BNDES se constituyó en el principal responsable de llevar adelante la política industrial, considerada una "política de Estado" (Golombek y Sevilla, 2008)

Con la consolidación del proceso desarrollista, el marco regulatorio del BNDES se fue fortaleciendo. Esto permitió ampliar los programas de crédito y apoyo financiero orientados a hacer frente a los desequilibrios regionales, especialmente a partir de la década de 1970, cuando a nivel internacional hubo un vuelco hacia el neoliberalismo. En este aspecto, el BNDES, que anteriormente era un organismo independiente, pasó a ser una compañía del Estado: "en esta misma década, se produjo el *boom* de la industria automotriz y de la siderurgia, sectores considerados claves por los numerosos encadenamientos productivos que mantienen. También en este período, el BNDES contribuyó al desarrollo de los sectores Petroquímica, Papel y del Hidroeléctrico." (Golombek y Sevilla, 2008: 17).

En ese marco, uno de los objetivos centrales del banco consistió en la identificación de los sectores estratégicos para el desarrollo de Brasil y la detección de los grupos de emprendedores capaces de llevar adelante dichos proyectos.

A modo de balance, el caso del BNDES se plantea como una de las experiencias más exitosas en lo que remite a la implementación de estrategias desarrollistas impulsadas desde el Estado. La participación activa del BNDES permitió articular una política industrial con resultados muy favorables, jugando además un rol contracíclico debido a su gran peso en el mercado crediticio.

Finalmente, otro caso estudiado por la literatura del desarrollo es el de los países del Sudeste Asiático. En este sentido, tanto en la República de Corea como en Taiwán, la política de financiamiento ocupó un rol central dentro del proceso de industrialización, con una activa participación del Banco Central en el direccionamiento del crédito. En ambos casos, las políticas estatales creadoras de rentas en los sectores prioritarios, estuvieron cuidadosamente diseñadas de forma tal de que el intervencionismo en la esfera financiera no se traduzca en una asignación de recursos ineficiente. Así, lejos de alinearse con los preceptos del liberalismo, los países del Sudeste Asiático alcanzaron elevadas tasas de inversión sobre la base del fuerte intervencionismo estatal en el área financiera (Kim, Kwang-Suk, 1991; Kwon, Yul, 2007; Nam, Sang-Woo, 1994; Torija Zane, 2012; Woo y Kim, 1997).

Cabe destacar que, en línea con lo planteado por Stiglitz (1994), el éxito de las políticas implementadas en dos de los Dragones Asiáticos fue posible en virtud de que los incentivos brindados a través del direccionamiento del crédito bancario fueron otorgados con un "alto grado de selectividad y condicionalidad a los objetivos de productividad sectoriales definidos por la autoridad pública".

Asimismo, los logros alcanzados permitieron un aumento sostenido de la tasa de inversión, que puso bajo la lupa la visión convencional respecto de que una activa intervención en el sistema financiero orientada a regular las condiciones crediticias derivaría en una mala asignación de recursos.

En suma, ha quedado en evidencia que las distintas formas de concebir el proceso de desarrollo traen aparejadas distintas recomendaciones de política en relación al sistema financiero. Tanto la corriente estructuralista, que encuentra en la estructura productiva una causa inherente del subdesarrollo, como la corriente ortodoxa, que explica al subdesarrollo como una consecuencia de la mala asignación de recursos originada por la intervención del

Estado, reconocen roles centrales para el sistema financiero. No obstante, mientras que desde la primera corriente se afirma que el rol del Estado es central para salir del obstáculo que supone la presencia de una estructura productiva desequilibrada, a partir del direccionamiento del crédito, desde la segunda se propone lo contrario, y en cambio, se busca desregular la actividad.

La experiencia histórica ha demostrado que, mientras las políticas de desregulación aplicadas sobre economías subdesarrolladas fracasaron, la participación del sector público en el direccionamiento del crédito productivo fue una herramienta de política fundamental. Así, en los países subdesarrollados que requieren grandes magnitudes de financiamiento para encarar proyectos de inversión que contribuyan a la consolidación de un cambio estructural de la matriz productiva, la activa participación del Estado en el fortalecimiento del vínculo entre la economía real y la política monetaria, es una condición inexorable para el desarrollo.

Respecto a la restricción externa, el otorgamiento de financiamiento selectivo a tasas subsidiadas mejora las condiciones para el desarrollo de sectores industriales con potencial exportador y de aquellos sectores con capacidad para sustituir productos importados, que forman parte de la estructura de costos de las industrias locales. En términos de la teoría estructuralista una política que favorezca con éxito a estos sectores ayudará a ampliar el límite externo permitiendo sostener un mayor crecimiento de las exportaciones y reduciendo la elasticidad ingreso de las importaciones.

Sección IV. La crisis internacional y nuevos argumentos para el rol de la política monetaria

La reciente crisis internacional ha brindado evidencias para argumentar que el sistema financiero debe estar en función del desarrollo, sumando nuevas justificaciones para este rol.

Son dos los ejes que se abren en este sentido. Por un lado, la profundidad con que la crisis se manifestó en los países centrales ha demostrado el fracaso de los modelos de crecimiento económico sustentados en la valorización financiera, donde los sistemas financieros se encuentran desligados de la economía real (Bellamy Foster, 2008; Brunhoff et al., 2006; Epstein, 2005; Husson, 2008; Krippner, 2005; Palley, 2007; Stockhammer, 2007). Por otro

lado, la crisis en los países desarrollados y su ramificación hacia los países subdesarrollados, tanto a través del canal comercial como el financiero, ha puesto a la luz los problemas estructurales de las economías semi-industrializadas, jerarquizando aún más la necesidad de fortalecer las políticas focalizadas en el fortalecimiento de la industria y la promoción del cambio estructural.

Respecto del primer punto, si bien los determinantes de la crisis en los países desarrollados no fueron exclusivamente financieros, sino que estuvieron ligados al patrón de especialización que han adoptado desde los años de liberalización en la década de 1970 (Arceo, 2009; Duménil y Lévy, 2011), cabe encontrar un rol para el sistema financiero, de ningún modo despreciable. El contexto internacional de liberalización de los flujos de capitales internacionales y el esquema de regulación basado en un régimen de *laissez faire* resultaron determinantes en el estallido de la crisis (Tonveronachi, 2010).

En relación a las causas de la crisis, señalan diversos autores que la crisis *subprime* fue consecuencia de la debilidad del patrón de acumulación de los principales países hegemónicos, sobre todo de Estados Unidos. Ya desde los años '70, con una nueva división internacional del trabajo, los tradicionales países industrializados trasladaron los centros de producción hacia los países periféricos ante las condiciones favorables que los mismos presentaban para la internalización de los procesos productivos intensivos en mano de obra. En tanto, las inversiones en aquel país comenzaron a concentrarse en el sector de la informática y las telecomunicaciones, haciendo que la actividad creciera solo en nichos acotados (Arceo et al., 2009; Duménil y Lévy, 2011).

Este proceso de crecimiento fue acompañado por una etapa de elevada especulación financiera propiciada por las expectativas de crecimiento del sector de las tecnologías de la información y la comunicación (TICs). Como corolario de este nuevo patrón de especialización, la burbuja especulativa favoreció la inversión en activos financieros, desincentivando las inversiones en otras ramas de actividad vinculadas al campo real.

A comienzos de la década del 2000, tras el estallido de la burbuja financiera que se derivó de la creciente especulación, la política monetaria comenzó a asumir un rol central para encarar la recuperación de la actividad. En pos de este objetivo, la Reserva Federal inauguró una etapa de bajas tasas de interés, que incluso se tornaron negativas frente a la

aceleración de la inflación. Sin embargo, este contexto de bajas tasas de interés tuvo lugar en un escenario de reducida rentabilidad para la inversión productiva. A largo de las últimas décadas, la distribución del ingreso se vio afectada por las finanzas, esencialmente a través de la expansión de los beneficios en la industria de servicios financieros. La inversión en activos financieros provocó un cambio desfavorable en la distribución del ingreso y en la expansión de la demanda agregada, en detrimento del sector productivo (Barba y Pivetti, 2012).

Por el contrario, la política monetaria expansiva favoreció el aumento del crédito al consumo y el crédito hipotecario de las familias, motivo por el cual el crecimiento de los primeros años de la década de los 2000 estuvo sustentado en el gasto de los hogares.

De la mano del aumento del crédito hipotecario, la mayor presión ejercida sobre la demanda de inmuebles favoreció el surgimiento de una burbuja inmobiliaria, que se fue consolidando con el correr de los años. Esto fue posible no solamente a raíz de la política de bajas tasas de interés sino también por la desregulación de la actividad de intermediación financiera. La proliferación de instituciones, mercados e instrumentos que no estaban regulados o monitoreados adecuadamente, adquirieron carácter sistémico y resultaron un componente central en la gestación de la crisis (Carrera, 2010).

Con el objetivo de incrementar la rentabilidad del sector, comenzó a hacerse frecuente la securitización de activos, lo cual favoreció la consolidación de la burbuja inmobiliaria¹⁰. De esta forma, si bien las causas fundamentales de la crisis remiten al patrón de especialización y división internacional del trabajo instaurado en la década de 1970, el colapso financiero asumió un rol central en la agudización y profundización del estallido. En este aspecto, es innegable que la crisis tiene un componente financiero no menor, originado en el elevado apalancamiento de las instituciones financieras, la despreocupación por la solvencia de los

¹⁰ Mediante este mecanismo, los bancos eliminaban a los activos riesgos de sus balances, pudiendo continuar con el ciclo expansivo del crédito. Esta situación supuso un desafío para la Reserva Federal de los Estados Unidos: “esta contradicción entre la pujante burbuja inmobiliaria y una economía que, en conjunto, muestra un escaso dinamismo en la mayoría de sus variable, explica, en buena medida, la reticencia de la Reserva Federal en adoptar medidas susceptibles de desinflar la burbuja”. (Arceo, 2009: 41)

deudores, los errores de evaluación de riesgos y la dificultad de poner un precio a los activos.

Asimismo, una política monetaria expansiva desligada de las condiciones bajo las cuales opera la economía real ha demostrado ser ineficaz para incidir positivamente en el crecimiento económico, reforzando la necesidad de fortalecer un sistema financiero en función de la economía real y no a la inversa.

De esta forma, la experiencia de los países desarrollados pone en evidencia la necesidad de consolidar el vínculo entre el crédito y el sector productivo, lo cual es posible a partir de las políticas de direccionamiento de crédito y no a través de la desregulación de la actividad y el libre mercado.

Respecto del segundo eje, vinculado con el impacto de la crisis en los países de Latinoamérica, se puede afirmar que el contexto adverso que supone el escenario de crisis internacional agudiza los problemas estructurales de estas economías, resaltando aún más la necesidad de promover un cambio estructural para alejar los obstáculos que supone la restricción externa.

Si bien la crisis internacional iniciada a mediados de 2007 encontró a los países de la región en una situación de mayor holgura -en términos de acumulación de reservas en comparación a otros momentos de la historia- la crisis ha dejado en evidencia las vulnerabilidades estructurales que enfrentan estos países, asociadas a los movimientos del balance de pagos.

Por un lado, el significativo incremento de los precios de los productos primarios, explicado por la mayor demanda mundial, por condiciones de la oferta (Serrano, 2011) y por aspectos especulativos a partir de los años 2000, determinó una mejora de los términos del intercambio, que tuvo un impacto positivo en el saldo de la cuenta corriente.

En segundo lugar, las políticas de bajas tasas de interés en los países desarrollados y la elevada liquidez internacional, derivada del déficit en cuenta corriente de Estados Unidos y de las políticas monetarias expansivas de la Reserva Federal, dieron lugar a un notable ingreso de capitales en los países de Latinoamérica, en los mercados de bonos y acciones. Este flujo de capitales, junto con la inversión extranjera directa vinculada a las actividades

primarias, tuvo un impacto positivo en el resultado de la cuenta capital y financiera del balance de pagos.

De esta manera, las condiciones internacionales de principios de siglo fueron favorables para el resultado del balance de pagos de los países de la región y les permitieron llevar a cabo una política de acumulación de reservas internacionales (Carrera, 2006), que los robustecieron frente a turbulencias originadas en el sector externo.

Pese a que estos factores podían hacer pensar que la tendencia secular al deterioro de los términos de intercambio y la restricción externa había sido sorteada frente a dicho contexto, la reciente crisis internacional ha demostrado que los problemas estructurales asociados a la dependencia externa siguen presentes y hacen vulnerables a estas economías, frente a un escenario internacional cambiante.

La crisis internacional se ramificó a los países de la región, a través del canal comercial, por su impacto sobre la volatilidad de los precios de los productos primarios y a través del canal financiero, por la inestabilidad de los flujos de capitales de corto plazo.

Por un lado, luego del estallido de la crisis, los precios de los *commodities* tuvieron un retroceso, que deterioró el resultado de la cuenta corriente. Si bien más tarde recuperaron terreno y se mantuvieron en niveles históricamente elevados, existen posiciones que sostienen la vigencia de la hipótesis al deterioro de los términos del intercambio en el largo plazo postulado por Prebisch-Singer (Ocampo y Parra-Lancourt, 2007).

Otro elemento relevante vinculado a la crisis internacional es la política comercial proteccionista y las prácticas de dumping derivadas del stock excedente, por el bajo crecimiento de la demanda mundial. Esto supone una mayor competencia para la demanda de los bienes locales, presionando sobre el resultado de la cuenta corriente. Asimismo, la caída del volumen de comercio internacional como consecuencia de la debilidad de la demanda mundial en momentos de recesión, fue otro componente que determinó el menor resultado de cuenta corriente, en los países de la región con una mayor participación de las exportaciones de productos manufacturados (Ocampo, 2009).

Finalmente, el deterioro de la cuenta corriente estuvo acentuado por la remisión de utilidades y dividendos de las empresas de capital extranjero que operan en estas economías. Si bien esta condición reviste un carácter estructural -producto del elevado

grado de extranjerización de los países de la región-, la salida de divisas por este motivo se acelera en el marco de un contexto de inestabilidad global, en la búsqueda de medidas de carácter precautorias.

En relación al impacto sobre la cuenta capital y financiera, la emigración de capitales hacia activos de menor riesgo en el centro (*fly to quality*), en momentos de marcada inestabilidad de los mercados internacionales, determinó presiones sobre los tipos de cambio de la región, que llevó a una fuerte volatilidad cambiaria. Estas perturbaciones, se vieron a su vez acentuadas por una intensa puja entre las monedas de los países desarrollados, en el marco de un proceso de devaluaciones competitivas¹¹ (Carrera, 2010).

El impacto negativo de este fenómeno sobre el crecimiento de las economías periféricas se sintió a través de dos canales: la menor disponibilidad de divisas por un deterioro del resultado de la cuenta capital y financiera y el efecto negativo sobre la actividad, derivado de la depreciación de las monedas (Fiorito et al., 2013).

Ante este escenario, el desafío de los países subdesarrollados es doble. En primer lugar llevar adelante políticas que estimulen la diversificación de la estructura productiva, que permitan la sustitución de importaciones y la mejora de las condiciones necesarias para alcanzar la competitividad de las exportaciones industriales. En segundo lugar, administrar los flujos de divisas y el nivel del tipo de cambio, en un marco internacional caracterizado por la inestabilidad.

De esta forma, puede apreciarse que los cambios de las condiciones externas, en el contexto de la crisis internacional, acentúan las dificultades estructurales de los países subdesarrollados para sostener un proceso de crecimiento y avanzar en una mejora de la distribución del ingreso.

Sección V. Reflexiones finales

De la reciente crisis internacional con epicentro en los países centrales, se desprenden dos interesantes derivaciones respecto del rol del sistema financiero y la política monetaria en el proceso desarrollo, que exceden a las funciones tradicionalmente asignadas a esta herramienta de política –i.e, suavización del ciclo económico a partir del manejo de

¹¹ El ministro de economía brasileño Guido Mantega introdujo la expresión «guerra de divisas» a mediados de 2010 para referirse a esta cuestión.

variables como la tasa de interés y el tipo de cambio para amortiguar los efectos potencialmente nocivos de las perturbaciones exógenas.

En este aspecto, la crisis internacional suma argumentos para ampliar el marco de participación de la autoridad monetaria en las variables de la economía real, específicamente a través de la política de direccionamiento de crédito orientada a favorecer un cambio estructural sobre la matriz productiva, con especial énfasis en la promoción de las actividades que permitirían alejar los límites impuestos por la restricción externa.

Esto es así puesto que los recurrentes estrangulamientos derivados de las crisis de balance de pagos han sido identificados por la literatura estructuralista –que se concentró en las problemáticas específicas y estructurales del desarrollo en los países de la región- como el principal obstáculo para la continuidad del proceso productivo, como condición necesaria para la industrialización. Si bien en primera instancia dicha restricción externa fue explicada a partir de la dinámica del comercio exterior, asociada a los elevados requerimientos de insumos y bienes de capital importados de la industria -elevada elasticidad ingreso de las importaciones-, posteriormente se sumaron nuevos desafíos derivados de la mayor movilidad internacional de capitales y de la salida de divisas de carácter especulativo, que complejizaron la problemática.

La superación de la restricción externa requiere de medidas de política orientadas a favorecer un cambio estructural a partir de reasignar recursos y factores de producción entre los distintos sectores. En general esta reasignación opera desde los sectores tradicionales –comúnmente asociados a actividades con ventajas naturales- hacia aquellos menos fortalecidos y que presentan un potencial en la agregación de valor y sustitución de importaciones.

El banco central, a través del conjunto de políticas orientadas a direccionar el crédito y regular sus condiciones de otorgamiento es susceptible de incidir en la composición de la matriz productiva y alejar el límite que supone la restricción externa. Asimismo, a partir de diversos estudios de caso (Alemania, Brasil, Dragones Asiáticos) ha quedado plasmado que la participación del sector público en el direccionamiento del crédito productivo es una herramienta de política fundamental para los países subdesarrollados que requieren grandes magnitudes de financiamiento para encarar proyectos de inversión que contribuyan a la

consolidación de un cambio estructural en la matriz productiva. En ausencia de un sistema financiero que permita reasignar recursos hacia nuevos proyectos y sectores más dinámicos, el crecimiento estará en gran medida sesgado hacia las actividades tradicionales, mientras que las transformaciones con implicancias positivas para la dinámica económica y la restricción externa se verán mayormente restringidas. Asimismo, a partir de los estudios de caso, se refutan las críticas elaboradas por los enfoques de liberalización financiera respecto del impacto negativo -efectos depresivos sobre el ahorro y la inversión- de las políticas crediticias dirigidas desde el Estado.

Teniendo en cuenta el desafío estructural que implica la consolidación de un proceso de desarrollo y las recomendaciones de política asociadas a este proceso, especialmente en lo referido a los problemas de balance de pagos, la crisis internacional sumó dos importantes evidencias. En este aspecto, la propagación de la crisis *subprime* desde las economías centrales a los países subdesarrollados, implicó una mayor fragilidad asociada a los movimiento de cuenta capital -menor ingresos de divisas por inversiones extranjeras directas, mayor dificultad del sector privado para acceder a financiamiento externo, salidas de capital de carácter especulativo- así como a los de la cuenta corriente -caída del superávit comercial ante el descenso de precios internacionales y la menor demanda internacional, remisión de utilidades y dividendos-, que dejó en evidencia los desafíos estructurales del desarrollo asociados a la vulnerabilidad externa de las economías semi-industrializadas. Por otro lado, el desacople entre las finanzas y la actividad productiva en que incurrieron los países centrales a partir de la década de 1970, se plantea como una lección para reafirmar la necesidad de fortalecer la interacción entre el sistema financiero y el sector productivo.

Si bien la efectividad de las políticas de direccionamiento de crédito requiere de una elevada selectividad en la elección de proyectos y sectores a financiar, de forma tal de alejar eventuales problemas de implementación, lo relevante de esta línea de razonamiento es brindar argumentos sólidos para profundizar un sistema financiero que progresivamente avance en el objetivo de apuntalar el crédito al sector productivo, a través de un sistema que contemple al empleo y la inclusión social como prioridades.