

# Ensayos Económicos

---

## **Las microfinanzas y el desafío de la inclusión financiera para el desarrollo**

Jayati Ghosh

## **Revisitando las políticas de fijación de precios de los bancos en Brasil: evidencia de los mercados de préstamos y depósitos**

Leonardo S. Alencar

## **¿Colchones contables o de liquidez? Los riesgos de subestimar aspectos financieros de las reglas anticíclicas**

Alejandra Anastasi, Verónica Balzarotti

## ***Premio Raúl Prebisch 2011***

## **Redefiniendo los límites de la política monetaria: hacia una ampliación de su rol en el desarrollo económico**

Mariano Beltrani, Juan Cuattromo

# 67

Diciembre de 2012



*ie* | BCRA  
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

## Redefiniendo los límites de la política monetaria: hacia una ampliación de su rol en el desarrollo económico

**Mariano Beltrani**

**Juan Cuattromo\***

Universidad de Buenos Aires

### Resumen

El paradigma vigente concede a la política monetaria un rol esencialmente pasivo en el desarrollo económico. En los hechos, los objetivos prácticamente excluyentes de moderar las fluctuaciones cíclicas de la economía y garantizar la estabilidad de precios (en el corto, mediano y largo plazo) son postulados como los (únicos) mecanismos a través de los cuales la gestión del banco central puede facilitar la ampliación de las capacidades productivas. Contrariamente, a partir de un repaso crítico y abarcativo de la literatura especializada, en el presente trabajo se sostiene que la política monetaria puede jugar un rol activo en el impulso a la economía real, ampliando sus atribuciones para guiar un proceso de intermediación financiera funcional al desarrollo económico, productivo y social.

*Clasificación JEL:* E44, E50, G20, O23.

*Palabras clave:* bancos centrales, crisis, desarrollo económico, desarrollo social, política monetaria, políticas macro-prudenciales, sistema financiero.

---

\* Se agradecen los comentarios y sugerencias de Fernando Toledo y un referí anónimo. A Fernanda Martijena se agradece especialmente por haber iniciado esta línea de trabajo. Los errores y omisiones son de exclusiva responsabilidad de los autores. Las opiniones vertidas en el presente trabajo son de los autores y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Emails: mariano.beltra@gmail.com, juan4mo@gmail.com.

# Redefining Monetary Policy Limits: Towards an Expansion of its Role in Economic Development

**Mariano Beltrani**

**Juan Cuattromo**

University of Buenos Aires

## Summary

The current paradigm concedes a passive role to monetary policy on economic development. In fact, the almost exclusive objectives of moderating economic cyclical fluctuations and achieving price stability (in the short-, medium- and long-term) are considered the (only) means by which the central bank can facilitate the expansion of productive capacity. Contrary to this view, as a result of a critical and comprehensive review of the literature, the present work concludes that monetary policy can play an active role in real economy expansion, extending its powers to guide a financial intermediation process directed to economic, productive and social development.

*JEL:* E44, E50, G20, O23.

*Keywords:* central banks, crisis, economic development, financial system, macro-prudential policy, monetary policy, social development.

## I. Introducción

Entendidas en términos amplios, las acciones de política monetaria no son más que cambios en la composición y/o el tamaño de la hoja de balance de la autoridad monetaria, destinados a afectar los precios y cantidades del sistema financiero y de las carteras privadas en general.<sup>1</sup> A lo largo de la historia, los instrumentos, las prioridades y los objetivos en el accionar de los bancos centrales ha ido mutando en función de los diferentes “paradigmas” que signaron el quehacer de la política monetaria. En particular, a partir de la segunda posguerra, las herramientas y los objetivos de la política monetaria mostraron cambios recurrentes, adecuándose a la evolución de las circunstancias de la economía mundial y al paradigma teórico vigente.<sup>2</sup>

En las décadas de 1950 y 1960, las restricciones a las tasas de interés y a las cantidades de las hojas de balance del sistema financiero, así como la implementación de programas de distribución del crédito y políticas de administración de la demanda eran prácticas de uso difundido entre los bancos centrales.

Las diferentes perturbaciones que experimentó el mundo desarrollado a principios de los 70 marcaron el fin de esta etapa. El resurgimiento de las teorías monetaristas y nuevo-clásicas que enfatizaron el rol neutral del dinero (en el largo o corto plazo, según la versión), aportaron el sustento teórico que sugería un manejo prudencial de la política monetaria y una mayor liberalización de las finanzas y de la actividad económica en general. En estos esquemas, el banco central establecía metas cuantitativas sobre algún agregado monetario (considerado una buena guía para controlar la evolución del nivel de precios) con el objetivo de alinear la oferta y la demanda de liquidez.

A partir de la década del 80, la velocidad de las innovaciones financieras y la liberalización irrestricta de los mercados a nivel global socavaron la base de sustentación de las estrategias de fijación de metas para los agregados monetarios, dado que la volatilidad inducida sobre la demanda de dinero dificultó ostensi-

---

<sup>1</sup> Si bien esta última resulta la práctica habitual, es de destacar que en circunstancias específicas los sectores público financiero y no financiero pueden estar involucrados en la estrategia de política monetaria, como se verá más adelante.

<sup>2</sup> Borio y Lowe (2004) presentan una descripción de las diferentes etapas que signaron el accionar de la política monetaria durante dicho período.

blemente el procedimiento de adecuación entre oferta y demanda de liquidez.<sup>3</sup> Estas circunstancias contribuyeron al surgimiento de importantes cambios en la concepción de la política monetaria, que comenzó a volcarse gradualmente a la administración de una tasa de interés particular como mecanismo prácticamente excluyente a través del cual el banco central buscaría afectar las condiciones de liquidez de la economía.

En la actualidad, el procedimiento estándar de gestión de la política monetaria consiste en la fijación de una meta para una tasa de interés nominal de corto plazo del mercado interbancario, que es alcanzada por medio de operaciones de mercado abierto. Dado que la tasa de interés interbancaria representa el costo de oportunidad de acumular reservas bancarias y que, por definición, el banco central posee el monopolio de la oferta de las mismas, en circunstancias normales la autoridad monetaria cuenta con amplios grados de libertad para controlar esta tasa de interés. Por intermedio de operaciones de arbitraje, se espera que las modificaciones en la tasa de interés nominal de corto plazo se traduzcan en cambios en el resto del espectro de tasas de interés relevantes de la economía (tasas reales en gran parte), influyendo en las decisiones de consumo e inversión del sector privado y afectando a la demanda agregada, de modo tal de administrar las fluctuaciones del ciclo económico.

Sin embargo, y a pesar de ser el esquema que domina el análisis en la actualidad, éste no es el único mecanismo de transmisión operativo, ya la literatura distingue otros tres canales por medio de los cuales la política monetaria puede influir sobre el ciclo económico. Estos últimos están relacionados con el impacto que tiene la modificación de las condiciones de liquidez de la economía por parte de la autoridad monetaria en distintos tipos de activos y en el crédito, y serán de relevancia para el análisis que sigue, sobre todo para el caso de los países en desarrollo.<sup>4</sup> En particular, una política monetaria expansiva (contractiva) actuará sobre la demanda agregada a través de:

- (*canal del tipo de cambio*) la depreciación (apreciación) de la moneda, lo cual se traduce en (a) un efecto expansivo (contractivo) vía abaratamiento

---

<sup>3</sup> La denominada endogeneidad del dinero no es nueva, sino que tiene larga data en la historia de la teoría monetaria. Sin embargo, sólo en los últimos años esta formulación ha retomado algún papel relevante para la teoría económica dominante (Woodford, 2003). Por el contrario, para el pensamiento heterodoxo (post-keynesiano), la naturaleza endógena del dinero es una de las características fundamentales de la economía monetaria de producción (Godley y Lavoie, 2007).

<sup>4</sup> Para una reseña de los principales mecanismos de transmisión de la política monetaria y su estudio para el caso de los países emergentes véase Mohanty y Turner (2008).

(encarecimiento) de las exportaciones y encarecimiento (abaratamiento) de las importaciones; (b) un efecto contractivo (expansivo) a través las hojas de balance de los agentes en el caso de que estos últimos tengan sesgadas sus carteras hacia pasivos denominados en moneda extranjera.<sup>5</sup>

- (*canal precio de activos*) la tendencia a la apreciación (depreciación) de otros activos, como las acciones. Siguiendo el mecanismo de la “q” de Tobin (1969), las firmas verán incrementado (reducido) su valor de mercado en relación al costo de reposición del capital, lo que impulsará el aumento (descenso) de la inversión por parte de las mismas.<sup>6</sup>
- (*canal del crédito*) cambios endógenos en el premio por financiamiento externo, definido como la diferencia en términos de costo entre la obtención de fondos externos (la emisión de deuda y acciones) y los fondos generados internamente (por ejemplo, utilidades reinvertidas). La magnitud de esta prima refleja imperfecciones en el mercado de crédito, que crean una brecha entre el retorno esperado de los prestamistas y el costo incurrido por los potenciales prestatarios.

En el presente trabajo se sostiene que para las economías en vías de desarrollo la política monetaria debe ser entendida en un sentido más amplio que el sugerido por la visión dominante. La premisa de que los bancos centrales tienen el monopolio del control horizontal de las condiciones crédito, por medio de instrumentos que procuran únicamente administrar las condiciones de liquidez de una economía de un modo indirecto y a través de procedimientos sencillos, descansa en la presunción de que los intermediarios financieros, de modo descentralizado y en un marco de mercados bien integrados, asignan de modo adecuado los recursos monetarios entre los usos económicos más eficientes. Contrariamente, aquí se sostiene que tanto la autoridad monetaria como otros actores del sector público (financiero y no financiero) tienen la capacidad de actuar de manera discrecional sobre los distintos segmentos e instrumentos del mercado, afectando los precios y cantidades del sistema financiero y, por

---

<sup>5</sup> En economías altamente dolarizadas, como es el caso de algunos países latinoamericanos, este último efecto es susceptible de contrarrestar completamente la incidencia (positiva o negativa) del tipo de cambio ocasionada por el cambio en los precios relativos.

<sup>6</sup> Es posible distinguir el efecto del precio de los activos sobre la inversión de aquel que actúa a través del precio de las acciones sobre la riqueza de los hogares y es susceptible de afectar el nivel de consumo de los individuos (aunque los efectos son diferenciales según el nivel de desarrollo del sistema financiero). Este efecto riqueza es susceptible de producirse también en el caso del precio de las viviendas, aunque con mercados financieros poco profundos el aumento de riqueza puede no ser destinado a suavizar el consumo en el tiempo.

esta vía, desempeñar un rol fundamental en las estrategias de desarrollo. Estas herramientas parecen más relevantes aún para los mercados emergentes, que cuentan con sistemas financieros de escasa magnitud y alcance conformados por un conjunto de intermediarios heterogéneos y poco integrados, que cumplen un rol marginal en el crecimiento de largo plazo.

A grandes rasgos, es posible diferenciar dos mecanismos por medio de los cuales la política monetaria puede impulsar el desarrollo económico, uno indirecto y otro directo. En el caso del primero, mediante las acciones estándar de manejo en las tasas de interés, el banco central es susceptible de amortiguar los efectos potencialmente nocivos de perturbaciones exógenas o episodios críticos auto-generados sobre los niveles de empleo y producto. Este primer mecanismo es el que tradicionalmente se analiza en el estudio de las interacciones entre la política monetaria y el crecimiento económico, fundamentalmente para economías desarrolladas. En este contexto, se estudia la importancia de los regímenes de Tipo de Cambio Real Competitivo y Estable, la política de acumulación de reservas y los enfoques macro-prudenciales.

Sin embargo, como se mencionó anteriormente, es posible identificar un segundo mecanismo por medio del cual la política monetaria puede influir en el sendero de desarrollo económico, integrado por un conjunto de políticas y líneas de acción heterogéneas destinadas ampliar el potencial del crecimiento de la economía doméstica y a disminuir sus vulnerabilidades, por medio de la utilización de instrumentos más amplios y la institucionalización de mecanismos orientados a favorecer las condiciones para el desarrollo económico. De las distintas alternativas que constituyen el segundo grupo, en el presente documento se tratan las referidas a las medidas destinadas a delinear la morfología del sistema financiero y aumentar su profundidad y alcance. Se abordan también otras formas de activismo sobre las condiciones de financiamiento y acceso al crédito y la importancia del marco legal para el accionar de la autoridad monetaria.

Es de notar que la dicotomía entre los efectos de los mecanismos indirectos y directos de la política monetaria tiene sus límites. Esto es así principalmente por el hecho de que una política monetaria orientada a la estabilidad macroeconómica y a la moderación de las fluctuaciones cíclicas crea las condiciones propicias para la aplicación de medidas orientadas a favorecer el desarrollo económico de un modo más directo. En particular, la historia reciente de estabilidad macroeconómica y reducción de la influencia de las distintas fuentes potenciales de domi-

nancia de la política monetaria (fiscal, financiera y externa), crea un escenario propicio para promover un desarrollo financiero funcional a las necesidades de financiamiento específicas de cada economía y al desarrollo económico.

El resto del trabajo se organiza del siguiente modo. En la sección II se estudian los mecanismos directos, mientras que en la sección III se tratan los mecanismos indirectos. En la sección IV se ensayan las reflexiones finales.

## **II. El rol directo de la política monetaria: relación entre el ciclo y el crecimiento económico**

### ***II.1. Política monetaria y regímenes cambiarios***

En la actualidad, el paradigma instrumental de la tasa de interés domina el estudio sobre el accionar de los bancos centrales y es funcional a la aplicación de regímenes de política monetaria que tienen como objetivo primordial la estabilización de la inflación, recibiendo la denominación de Metas de Inflación (MI). La premisa básica del esquema de MI es que, mediante una tasa de interés nominal de referencia de corto plazo, el banco central puede llevar adelante una política de administración de la demanda agregada, de modo tal que la inflación se ubique en un nivel (o dentro de un rango) preestablecido.<sup>7</sup> En este esquema, las perturbaciones a la demanda agregada pueden tener efectos reales sólo en el corto plazo, por lo que las tensiones de precios suelen asociarse (con excepciones) a un crecimiento exacerbado del producto efectivo respecto del producto potencial (Woodford, 2003).

El énfasis puesto por los bancos centrales en la estabilización de los precios en los años recientes descansa en las dificultades que generarían niveles excesivos de inflación para el normal funcionamiento de la economía, tanto en el corto como en el largo plazo. Según Mishkin (1996), entre las principales desventajas de la inflación elevada se encuentran, por un lado, los efectos perjudiciales que la incertidumbre genera sobre el nivel de precios futuro, lo cual dificulta las decisiones de consumo e inversión de los agentes económicos y afecta nega-

---

<sup>7</sup> En este documento se define como Metas de Inflación a cualquier régimen de política monetaria que tenga como objetivo prácticamente excluyente la estabilización inflacionaria, y cuyo principal instrumento de política venga dado por la administración de alguna tasa de interés de corto plazo. Dependiendo de las especificidades del régimen monetario, las metas de inflación de la autoridad monetaria pueden ser de público conocimiento (como el caso de Chile y Brasil) o revelarse con el accionar de la autoridad monetaria.

tivamente la productividad, y por otro las dificultades asociadas a la interacción de los contratos nominales y la estructura impositiva con la inflación, con el correlato de un mayor nivel de conflictividad social. Sin embargo, aun cuando los efectos nocivos de la inflación elevada suelen ser comúnmente aceptados, no existe un consenso respecto de cuál debería ser el umbral de inflación aceptable, aunque parece evidente que el énfasis en sostener tasas de inflación bajas (*i. e.* inferiores a 8% anual) no suele tener respaldo empírico consistente (Ball, 1993; Bruno y Easterly, 1996; Ghosh y Phillips, 1998; Pollin y Zhu, 2006).

En los años previos a la crisis económica y financiera internacional de mayor magnitud desde la Gran Depresión (iniciada en 2007 y con epicentro en los países desarrollados), existía un relativo consenso de que MI era el esquema adecuado para llevar adelante la política monetaria, aunque en el debate especializado se plantearon ciertas dudas respecto del alcance y la potencia de este enfoque. Por ejemplo, ciertos autores destacaron que la persistencia de inflación baja y estable, principal objetivo de la política monetaria con MI, puede llevar a que los índices de precios no sean capaces de identificar fuentes de fragilidad financiera (o que lo hagan con cierto rezago) que sí pueden reflejarse en el crecimiento excesivo del crédito y/o del precio de los activos financieros. De este modo, la política monetaria debería atender y reaccionar a las señales del mercado de crédito y de otros activos financieros, además de aquellas provenientes del mercado de bienes (Bordo y Jeanne, 2002; Leijonhufvud, 2007).

Este debate respecto del rol de la política monetaria en el seguimiento de los ciclos de crédito ocupa hoy un espacio central. En los hechos, el estallido de la crisis motivó la aplicación de una serie de medidas de política monetaria novedosas o “no convencionales” que no muestran precedentes en la historia económica reciente (de los países desarrollados al menos) por la magnitud, la velocidad de respuesta, la selectividad de los mercados y la amplia variedad de instrumentos utilizados (Borio y Disyatat, 2009). Estas políticas implementadas por los principales bancos centrales del mundo indujeron abruptos cambios tanto en la composición como en el tamaño de su hoja de balance que no necesariamente tuvieron como meta intermedia la afectación de la tasa de interés de referencia, lo que significó un vuelco fundamental en el paradigma instrumental vigente (Beltrani y Cuattromo, 2010).

No obstante la especial configuración que adquiere la política monetaria ante episodios de crisis que implican abruptas correcciones en las percepciones de

riqueza y materialización de importantes desequilibrios en las principales variables macroeconómicas, existe una discusión latente respecto de la pertinencia de los regímenes de MI como mecanismo para moderar las fluctuaciones cíclicas, sobre todo para el caso de los países en desarrollo.

El sustento teórico de los regímenes de MI viene dado por el denominado “Nuevo Consenso” en macroeconomía (véanse Woodford, 2003 ó Weber, 2006), que consiste en dos proposiciones que se consideran usualmente aceptadas al nivel de la academia. La primera de ellas es que el producto potencial o de largo plazo queda determinado únicamente por factores de oferta, léase progreso técnico o tasa de crecimiento de la fuerza de trabajo. En segundo lugar, que los movimientos del producto en torno a su nivel potencial son consecuencia de modificaciones en la demanda agregada, que a su vez es igual al producto corriente. Dado que la demanda agregada depende negativamente de la tasa de interés real, y el banco central se encuentra en condiciones de afectar esta última por medio de la administración de una tasa de interés de política, en principio sería posible minimizar las fluctuaciones del producto corriente en torno a su nivel potencial por medio de las acciones de la política monetaria. Esto sería así por la existencia de rigideces temporales en los precios que permiten que, en el corto plazo, la política monetaria pueda influir en las tasas de interés relevantes para las decisiones de consumo e inversión del sector privado. En este contexto, la estabilización de la inflación de largo plazo y del producto observado son considerados los objetivos primordiales de la política monetaria, dado que en el corto plazo existe un *trade-off* entre inflación y producto.

Como sugieren Fontana y Palacio-Vera (2005), es posible abordar una crítica al enfoque de MI desde al menos dos frentes. En primer término, dadas las dificultades metodológicas que detenta la medición del producto potencial, es posible que las recesiones sean inducidas justamente por el banco central, dado que el mismo puede embarcarse en una política monetaria contractiva en el caso de una subestimación de la tendencia de largo plazo del producto. En segundo lugar, existe la posibilidad de que una política monetaria restrictiva tenga efectos reales y altamente persistentes que se vuelvan permanentes afectando la dinámica del producto potencial de la economía.

Estas dificultades de los esquemas de MI son considerados por la literatura de “crecimiento guiado por la demanda” (Young, 1928; Kaldor 1970; Cornwall, 1970, 1972; Lavoie, 2002; Setterfield, 2002) y los modelos de histéresis (Blanchard et

al., 1986; Sarantis, 1993). Según el primer cuerpo de análisis “la magnitud, calidad, y distribución sectorial de los recursos productivos existentes son tanto consecuencia como causa del proceso de crecimiento económico” (Fontana y Palacio-Vera, 2005, p. 9). Más precisamente, la demanda agregada puede alterar el nivel de producto potencial y el empleo de una economía dada por medio de los efectos que ésta produce sobre la oferta de trabajo, la disponibilidad de capital y el nivel de tecnología de una economía. Por este motivo, la política monetaria es susceptible de contribuir activamente con el crecimiento económico de largo plazo por medio del estímulo a la demanda agregada. Al respecto, Cecchetti y Ehrmann (2002) encuentran que aquellos bancos centrales que aplicaron metas de inflación tendieron a reducir la volatilidad de la inflación, pero a costa de incrementar la volatilidad del producto y del empleo. Por su parte, Bashar (2011) encuentra evidencia de que en los países del G-7, los *shocks* de demanda tienen efectos sobre el crecimiento de la oferta agregada y por esta vía, sobre el crecimiento de largo plazo.

Por otro lado, los modelos de histéresis se dedican en general al estudio del impacto de la duración del desempleo en el nivel de empleo de una economía. Este enfoque postula que una insuficiencia de demanda puede afectar de modo permanente la oferta de mano de obra vía depreciación de las habilidades y pérdida de motivación en los individuos desempleados. En este esquema adquiere particular relevancia el concepto de “tasa natural de desempleo no inflacionaria” (NAIRU, por sus siglas en inglés), que define un umbral para la tasa de desempleo por debajo del cual la inflación tiende a acelerarse.<sup>8</sup> Hargreaves (1980) sugiere que, como consecuencia de la existencia de histéresis en el mercado de trabajo, la NAIRU puede cambiar a lo largo del tiempo si en un período dado existen discrepancias entre la tasa de desempleo efectiva y la NAIRU. Puntualmente, si la política monetaria tiene una meta de desempleo por debajo de su nivel natural, se producirá una aceleración inflacionaria que, no obstante, inducirá una baja de la NAIRU. Esto último lleva a que, en el siguiente período (y de mantenerse la tasa de desempleo en su nivel objetivo) la brecha entre la tasa de desempleo efectiva y la NAIRU resulte menor, lo que deriva en una menor aceleración de la inflación. Este proceso iterativo lleva a que la tasa de desempleo natural tienda al nivel meta de la política monetaria (y no al revés), motivo por el cual la inflación tiende a estabilizarse.

---

<sup>8</sup> De modo similar, la NAIRU puede definirse como la tasa desempleo que, en un contexto social e histórico dado, es capaz de generar las condiciones necesarias para que el incremento de los salarios reales se iguale al crecimiento de la productividad. Ambas versiones son consistentes con una curva de Phillips vertical en el largo plazo.

El estudio de los regímenes de MI y su impacto en el crecimiento económico adquieren un matiz diferenciado en el caso de las economías emergentes (y las latinoamericanas en particular), en virtud de la importancia que adquiere en el análisis la inclusión del sector externo. Entre los principales países de la región que cuentan con metas de inflación explícitas en la actualidad se cuentan Brasil, Chile, Colombia y Perú (Abeles y Borzel, 2010). En la región, la instrumentación de metas de inflación fue parte constitutiva de una estrategia integral de estabilización de precios, que incluyó la implementación de esquemas de consolidación fiscal. Esto último resultó consistente con la proliferación de regímenes de tipo de cambio flexible, luego de que durante los 90 varios bancos centrales persiguieran metas cambiarias que, en la mayoría de los casos, derivarían más tarde en disrupciones financieras.

La principal crítica a la aplicación de este tipo de régimen en el caso de las economías emergentes radica en que las presiones inflacionarias pueden provenir de fuentes externas y no ser consecuencia de excesos de demanda doméstica. Esto último quedó en evidencia durante los últimos años a raíz del fuerte incremento experimentado por el precio de las materias primas, que impactó en gran medida en los índices de inflación de la región. Los países latinoamericanos con regímenes de MI propendieron a reaccionar mediante una política monetaria contractiva (vía incremento en la tasa de interés de referencia) ante innovaciones en el nivel de precios independientemente del origen del impulso, aún cuando la brecha de producto no necesariamente hubiera sido positiva lo cual, como se vio más arriba, puede resultar perjudicial para el crecimiento de largo plazo de la economía.

Como sugieren Abeles y Borzel (2010), el escaso grado de integración y profundidad financiera de estas economías, así como el predominio del financiamiento bancario, hacen que los mecanismos de transmisión más efectivos sean aquellos ligados al tipo de cambio y al canal del crédito.<sup>9,10,11</sup> Esto llevaría a que

---

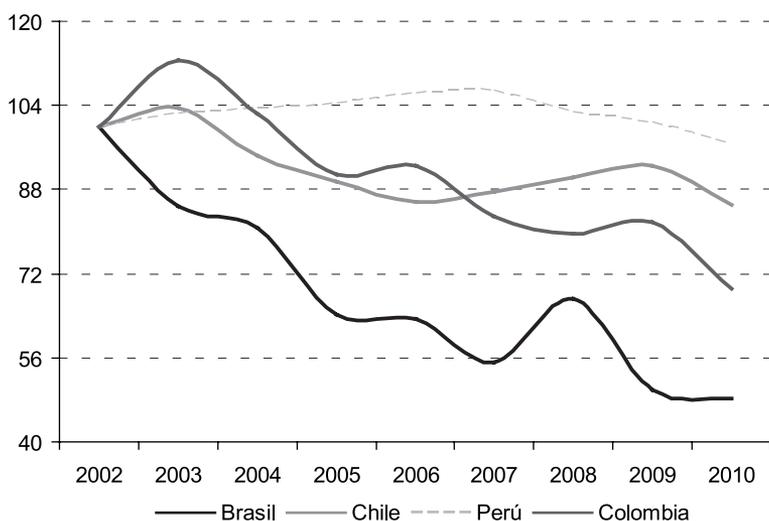
<sup>9</sup> Como muestran Singh *et al.* (2007), los países con mercados financieros menos desarrollados, en términos de reducidos niveles de competencia bancaria y amplitud y profundidad de los mercados capitales, tienden a registrar un menor nivel de *pass-through* de tasa de interés.

<sup>10</sup> Algunos estudios sugieren que el canal del crédito puede ser más relevante en el caso de las economías emergentes, dada la mayor propensión de sus sistemas financieros a mostrar problemas de racionamiento de crédito, aunque no queda claro si el desarrollo de los bancos contribuyó a fortalecer o debilitar este mecanismo de transmisión (Archer, 2006).

<sup>11</sup> Las reformas estructurales que promovieron la apertura de las economías emergentes a los flujos comerciales y financieros son susceptibles de incrementar la volatilidad del tipo de cambio, generando mayores incentivos para incrementar la intervención cambiaria. Por otro lado, los cambios estructurales experimentados generaron aparentemente una disminución del *pass-through* del tipo de cambio nominal sobre la inflación.

un impulso monetario contractivo se traduzca en un aumento en la entrada de capitales (por el incremento de la tasa de interés), que puede ejercer un impacto positivo en la demanda en el corto plazo, y presiones a la apreciación cambiaria, que a su vez generen cierta tendencia hacia la primarización de las economías (enfermedad holandesa; ver el Gráfico 1).<sup>12</sup>

**Gráfico 1 / Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral – Países Latinoamericanos con Metas de Inflación. Base 2002=100**

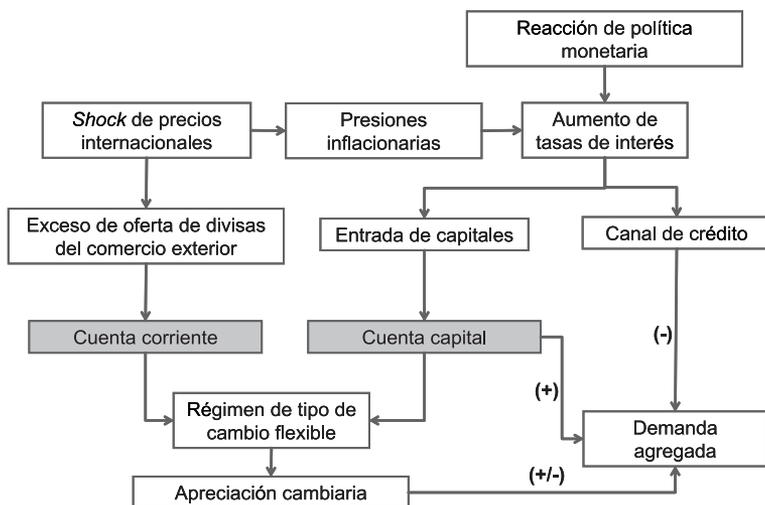


Fuente: elaboración propia en base a bancos centrales de Brasil, Chile, Perú y Colombia.

Este sesgo de la política monetaria a generar apreciación cambiaria fue reforzado por la existencia de regímenes de tipo de cambio altamente flexibles (con excepción de Perú). En las economías de la región, caracterizadas por una elevada participación de las materias primas en sus exportaciones, el incremento de los términos del intercambio se tradujo en un exceso de divisas que derivó en presiones adicionales a la apreciación de la moneda doméstica, lo cual actuó como mecanismo endógeno de contención inflacionaria al costo de inducir una reprimarización en la estructura productiva de estas economías. El siguiente gráfico muestra de forma resumida los mecanismos que operan en los regímenes de MI para absorber los *shocks* de precios internacionales.

<sup>12</sup> Para una revisión de la literatura referida al estudio del fenómeno de enfermedad holandesa véase Corden (1984).

## Gráfico 2 / Mecanismos de absorción de *shocks* de precios internacionales en los regímenes de MI



Fuente: elaboración propia.

Sobre este punto vale la pena hacer una aclaración. El hecho de que se asuma la existencia de factores estructurales detrás de los procesos inflacionarios (que están en alguna medida disociados de las condiciones de demanda doméstica), no implica que los esquemas de MI resulten totalmente inefectivos para contenerlos y que, además, no sean una estrategia de política consistente con el cumplimiento de otros posibles objetivos macroeconómicos, como el sostenimiento de los superávits fiscal y externo.<sup>13</sup>

Lo que sostienen los críticos de las MI como esquema integral para el manejo de la política monetaria es que es en realidad la flexibilidad cambiaria (y no la administración de la demanda agregada mediante el uso de una tasa de interés), uno de los pilares de este tipo de régimen, lo que probablemente sea efectivo para contener, mediante la apreciación real, el componente importado de la inflación (vía precios de los *commodities*).<sup>14</sup>

<sup>13</sup> Respecto de esto último, corresponde agregar que la consolidación fiscal es parte constitutiva de los regímenes de MI, no un resultado endógeno a la aplicación de las mismas. Asimismo, no existe un cuerpo de literatura que sostenga que las MI son susceptibles de moderar la restricción externa a la cual se encuentran sujetas las economías con heterogeneidad estructural.

<sup>14</sup> Esto es así porque las MI, entendidas en sentido estricto, requieren de completa discrecionalidad en el manejo de la tasa de interés de corto plazo, la cual se pierde en el caso de que (en un mundo de activos sustitutos perfectos) el banco central tenga que reabsorber la emisión resultante de la intervención cambiaria.

Además, la tendencia a la apreciación vía exceso de divisas comerciales, derivada de un *shock* de precios internacionales, puede ser reforzada por el incremento en las tasas de interés, que incentiva la entrada de capitales lo cual, como sostiene la vasta literatura sobre enfermedad holandesa, es susceptible de impactar negativamente en la estructura productiva y el crecimiento de largo plazo.

Nótese entonces que en el caso de las economías latinoamericanas, las estrategias de MI estuvieron centralmente vinculadas al manejo cambiario, y más específicamente, el rol del Tipo de Cambio Real (TCR) sobre la dinámica de precios. Al respecto, Bofinger y Wollmershäuser (2003) postulan que a pesar de observarse como una práctica regular por parte de los bancos centrales, el análisis de un régimen de flotación administrada en el tipo de cambio rara vez ha sido analizado como parte de un esquema integral de política monetaria. Esto último parece derivarse de la preferencia por parte de la literatura de concentrarse en las denominadas soluciones de esquina (v. gr. flotación pura o fijación cambiaria). Si bien desde el punto de vista práctico caracterizar un régimen intermedio no es en absoluto evidente, puede decirse que un esquema de flotación administrada implica una activa intervención del banco central en el mercado de cambios, con alguna flexibilidad en el tipo de cambio, y sin que exista una meta explícita y preanunciada para el valor promedio de esta variable.

Para Damill, Frenkel y Maurizio (2007), un régimen de flotación administrada consiste en preservar de facto una meta de TCR competitivo.<sup>15</sup> Vale notar que un beneficio central de un esquema de flotación administrada es que permite tener precios relativos estables y predecibles ya que la propia volatilidad en los flujos de capitales implica que en un esquema de flotación pura el tipo de cambio se vuelve impredecible e indeterminado. En igual sentido, una estrategia de este tipo, en un contexto de resultado positivo en la cuenta corriente permite al banco central acumular reservas internacionales y, por lo tanto, comprar un seguro frente a la inestabilidad de los capitales externos.

La desventaja (o el límite) comúnmente mencionada de una política como la anterior radica en el conocido trilema de economías abiertas. El mismo indica que es imposible tener una política monetaria autónoma, una meta sobre el tipo de cambio y al mismo tiempo mantener la apertura a los flujos de capitales

---

<sup>15</sup> Necesariamente, la noción de Tipo de Cambio Real "Competitivo" requiere definir de algún modo el TCR de "equilibrio" y/o de largo plazo contra el cual puede compararse el observado. Caso contrario, sin referencia resulta ocioso adjetivar el nivel del TCR. Para una discusión respecto de la noción de tipo de cambio real de equilibrio y las distintas metodologías disponibles para su medición véase Bastourre *et al.* (2011).

(Obstfeld y Taylor, 2002). De lo anterior se deduce que los modelos estándar de economía abierta que se basan en MI y libre movilidad de capitales, encuentran que no existe ningún rol para la intervención del banco central en el mercado de cambios. Frenkel (2007, 2006) muestra que tal oposición es inválida en el caso que exista un exceso de oferta de divisas al tipo de cambio meta de la autoridad monetaria y, por lo tanto, falso como proposición general. En particular, Frenkel muestra que en el caso de que exista un exceso de oferta de moneda extranjera al tipo de cambio meta del banco central, éste puede operar en el mercado de cambios y preservar (dentro de un determinado entorno configurado por el tamaño de activos y pasivos del banco central) la autonomía en la determinación de la tasa de interés, aun cuando exista libre movilidad en la cuenta capital, en el caso de que no exista sustituibilidad perfecta entre los activos domésticos y externos.

En línea con estos postulados, Prasad, Rajan y Subramanian (2006) encuentran que en los últimos años los países que han evitado fuertes apreciaciones en el TCR, asegurando la competitividad del sector transable de la economía (principalmente, el industrial) han potenciado sus tasas de crecimiento. Frenkel y Ros (2005) muestran que un esquema de política cuyo objetivo sea el sostenimiento de un TCR competitivo y estable (TCRCE) tiene efectos positivos sobre la dinámica de generación de empleo (Damill, Frenkel y Maurizio, 2007 aportan evidencia sobre este punto). Este impacto operaría al menos a través de tres canales: un canal macroeconómico (por el efecto expansivo de corto plazo de una devaluación sobre el nivel de actividad del sector transable), un canal de intensidad laboral (por el cambio de precios relativos a favor de actividades trabajo intensivas) y un canal de desarrollo.<sup>16</sup>

Este último canal se centra en el impacto que tiene el TCRCE sobre la tasa de crecimiento del PIB e indirectamente, sobre el ritmo de generación de empleo en el largo plazo. La señal de precios relativos que genera una política de este tipo incrementa la rentabilidad y por lo tanto la inversión en el sector transable de la economía, lo cual estimula la productividad y genera externalidades positivas sobre el conjunto de la estructura productiva (Frenkel y Rapetti, 2007; Frenkel y Taylor, 2006; Frenkel y Ros, 2005).

---

<sup>16</sup> Por su parte, Frenkel y Taylor (2006) encuentran cinco canales por los cuales el TCR afecta el funcionamiento de la economía: asignación de recursos, desarrollo económico, finanzas, balance externo e inflación. En líneas generales, estos canales no son distintos de los mencionados por Frenkel y Ros (2005).

Haciendo un mayor énfasis sobre este rol del TCR en el crecimiento de largo plazo, Razmi, Rapetti y Skott (2009) presentan un modelo estilizado para una economía pequeña y abierta. En ésta, existe un sector moderno que produce bienes transables y otra tradicional que produce bienes no transables. Asumiendo la existencia de desempleo en la situación inicial, los autores muestran que cambios en el TCR afectan la cantidad y la composición de empleo y que políticas de preservación del TCR pueden utilizarse para facilitar un sendero sostenible de acumulación de capital.

Por su parte, Levy-Yeyati y Sturzenegger (2007) revierten la causalidad “keynesiana” implícita en los argumentos anteriores, ya que encuentran que una política de este tipo tiene efectos transitorios y permanentes sobre el crecimiento del producto, pero que los mismos se deducen del incremento en el ahorro doméstico que genera un aumento en la acumulación de capital.

Más allá de cuál sea el canal por el cual el TCRCE incentiva el crecimiento, la evidencia tiende a confirmar su rol expansivo sobre el producto y el empleo en el largo plazo. En efecto, en los últimos años una serie de trabajos empíricos han estimado de diversos modos el impacto de la depreciación cambiaria sobre el crecimiento. Siguiendo el trabajo seminal de Rodrik (2008), la metodología usual consiste en estimar el valor de *equilibrio* de Paridad de Poder Adquisitivo para el TCR corrigiendo por el diferencial de productividades entre países (efecto Harrod-Balassa-Samuelson)<sup>17</sup>, y tomando como medida de desalineamiento cambiario la diferencia entre el valor observado del TCR y el corregido. En este caso, se entiende que el TCR es competitivo si su valor se ubica por encima del valor de largo plazo. La tabla a continuación presenta los valores estimados en diferentes trabajos, al tiempo que se incorporan estimaciones propias con diferentes versiones de las Penn World Tables (PWT) que suelen ser el insumo básico. Como se observa, en el caso de los países en vías de desarrollo, el impacto del TCR suele ser significativo y positivo en todas las especificaciones (ver la Tabla 1):

---

<sup>17</sup> Para una discusión sobre este punto, puede consultarse Bastourre *et al.* (2011).

**Tabla 1 / Efectos del TCRC en el crecimiento – Variable dependiente: Crecimiento del PIB**

Coefficiente de $\ln \text{UNDERVAL}$	Rodrik 2008	G, LY y S - 2008	R, R y S - 2009	B, C y E - 2011	PWT 6,1	PWT 6,2	PWT 6,3	PWT 7,0
Todos los Países	0,016*	0,013*	0,015*	0,008*	0,015*	0,015*	0,018*	-0,003
PD	0,004	0,023*	0,002		0,010	0,013	0,018**	0,007
PVD	0,026*	0,018*	0,024*		0,023*	0,024*	0,025*	-0,004**
PDV (contr. TDI)	0,026*		0,018*		0,019	0,020**	0,040*	-0,004*

\*, \*\* significativa al 1% y 5% respectivamente.

PD hace referencia a los países desarrollados, es decir, con un PIB per cápita mayor a los USD 6.000 (a precios constantes), PDV son los países con un PIB per cápita menor a los USD 6.000 y TDI son los términos de intercambio. Sobre la separación entre PD y PDV, Razmi *et al.* (2009) muestran que el efecto del TCR sobre el crecimiento no opera de forma monótona, con su principal impacto en los países de ingresos muy bajos e ingresos medios.

Fuente: elaboración propia en base a Rodrik (2008), Gluzmann *et al.* (2008), Razmi, *et al.* (2009) y Bastourre *et al.* (2011).

Llama la atención que la estimación realizada con datos de la versión 7.0 de las PWT muestra un valor negativo y significativo de la variable de interés sobre el crecimiento, aun cuando se controla por términos de intercambio (TDI). Esto parecería contradecir los trabajos previos, aunque la tabla que sigue muestra que este resultado se explica por la presencia de unos pocos *outliers*, ya que al restringir la muestra excluyendo niveles muy altos de desalineamiento, se encuentra que el impacto del TCRC sobre el crecimiento de los países en vías de desarrollo es positivo y significativo, con valores entre 0,015 y 0,03.

**Tabla 2 / Efectos del TCRC en el crecimiento – Efecto de *outliers***

Coefficiente de $\ln \text{UNDERVAL}$	Todos los PVD	UNDERVAL > -1,5	UNDERVAL > -1	UNDERVAL > -0,5	UNDERVAL > -0,25	UNDERVAL entre -0,5 y 0,5
Coefficiente de $\ln \text{UNDERVAL}$	-0,004**	0,024*	0,025*	0,020*	0,030*	0,016**
Observaciones	867	855	849	789	640	705

\*, \*\* significativa al 1% y 5% respectivamente.

Fuente: elaboración propia en base a Rodrik (2008).

Aun cuando esta evidencia parece sugerir que el manejo del TCR como instrumento de política contribuye a dinamizar el crecimiento del producto en el largo plazo, vale mencionar que, de acuerdo a Bastourre *et al.* (2011), el impacto de esta variable sobre el crecimiento es moderado y, posiblemente, no lineal (en el sentido que devaluaciones por encima del 100% suelen tener efectos contractivos sobre el nivel actividad).

Al respecto, Uribe (2003) analiza las consecuencias que una política de administración cambiaria puede tener sobre el ciclo económico. Resalta que, en el contexto de economías pequeñas y abiertas, existe un *trade-off* para la gestión cambiaria, ya que la flexibilidad requerida para absorber perturbaciones exógenas puede generar episodios de inestabilidad financiera, en tanto los agentes incorporen en la formación de expectativas la posible respuesta de política, incrementando la volatilidad del TCR, con efectos negativos sobre el crecimiento y el bienestar.

Asimismo, se suele argumentar que los regímenes de TCRCE presentan un sesgo inflacionario inherente que puede inducir otra fuente de inestabilidad agregada. Por un lado, Frenkel (2008) sugiere que este tipo de esquemas generan un impulso expansivo permanente sobre la demanda agregada, que da lugar a cambios de precios relativos y/o de activos financieros, presionando sobre la estabilidad nominal. Por lo tanto, la sugerencia de política anti-inflacionaria incluye herramientas fiscales y monetarias como instrumentos que faciliten la administración de la demanda agregada y su compatibilización con el crecimiento de la oferta.

Por el otro, y más en línea con la literatura post-keynesiana, Vera (2011) postula que en el caso de economías abiertas, niveles elevados de TCR dan lugar a salarios reales bajos (medidos en moneda internacional) y sesgan la distribución del ingreso a favor de los capitalistas. Preservar la inflación en un entorno moderado requiere que la aspiración salarial de los trabajadores esté en línea con la distribución del ingreso que configura el régimen de TCRCE, o de un elevado nivel de desempleo que discipline las demandas por recomposiciones en el ingreso. Caso contrario, la aceleración de los precios inducida por una inconsistencia en la distribución del ingreso tiende a minar las bases del propio esquema de política. La sugerencia de política que deriva el autor es complementar el esquema cambiario con políticas de ingreso que contribuyan a apuntalar la consistencia macroeconómica, evitando el ajuste contractivo y la inestabilidad nominal.

En conjunto, el repaso de la literatura implica que para países en desarrollo una política prudencial de TCRCE es deseable, aunque su implementación debe ser parte de una estrategia de política más amplia que favorezca el crecimiento y contribuya a evitar episodios de inestabilidad real, financiera y/o nominal.

## **II.2. Crisis de balanza de pagos, tipo de cambio y acumulación de reservas internacionales**

La preservación de un TCRCE parece uno de los principales aportes que la política monetaria puede hacer al desarrollo económico también del lado de la estabilidad financiera. Resulta evidente que una mala administración del tipo de cambio puede generar efectos altamente nocivos sobre el crecimiento económico de mediano y largo plazo. En particular, Easterly (2005) sostiene que largas sobrevaluaciones del tipo de cambio tienen un efecto negativo sobre el crecimiento.

La sostenibilidad de los esquemas cambiarios ha dado lugar a un amplio debate en los últimos 30 años. Los diferentes modelos de crisis externa fueron desarrollados para explicar los diversos episodios que sufrieron las economías en desarrollo durante el período de globalización financiera. En los denominados modelos de primera generación (Krugman, 1979; Flood y Garber, 1984), se supone que existen desequilibrios en los fundamentos de la economía que tornan inevitable el abandono de la fijación cambiaria. Típicamente, se plantea que el financiamiento del déficit fiscal a través del crédito interno implica una pérdida constante en el *stock* de reservas internacionales, lo cual tiene como correlato la insostenibilidad del tipo de cambio (Sarno y Taylor, 2002).

Los modelos de segunda generación (Obstfeld, 1994; Sachs *et al.*, 1996) captan el comportamiento estratégico tanto del hacedor de política como del sector privado. Específicamente, se asume que el compromiso de paridad cambiaria es estado-dependiente, en el sentido que existen entornos donde el equilibrio del sistema es indeterminado (equilibrios múltiples).

Los denominados modelos de tercera generación no presentan un cuerpo homogéneo (Pesenti y Tille, 2000). Básicamente, surgen como intento de explicación de las crisis de Balanza de Pagos (BP) que enfrentaron las economías asiáticas sobre fines de la década del 90, donde no parece apropiado aplicar los modelos antes descritos. Un hecho común, para esta literatura, es que el análisis de las crisis de BP no puede disociarse de las crisis ocurridas en el sistema financiero (dando lugar a las denominadas crisis gemelas).

La vinculación entre el sector financiero y el sector externo, y su rol sobre la dinámica de la crisis puede entenderse mejor en los términos del marco teórico de Frenkel-Neftci, donde se explica que la existencia de una crisis de este tipo

requiere de la siguiente configuración previa: i) el tipo de cambio nominal es fijo o cuasi-fijo y creíble, ii) el TCR se encuentra apreciado, iii) existe libre movilidad de capitales, iv) se produce un auge de ingresos de capitales, v) la regulación sobre el sistema financiero es débil y permisiva (Neftci, 1998; Taylor, 1998; Damill, Frenkel y Juvenal, 2003). En conjunto, este esquema de evidente ascendencia *minskyana* entiende que en la etapa inicial la paridad cambiaria y la creencia en la sostenibilidad de la misma induce una fuerte entrada de capitales especulativos hacia el sistema financiero, lo que fortalece (en la etapa inicial) la posición externa de la economía y válida el impulso inicial dando lugar al desarrollo de una dinámica explosiva del endeudamiento externo público y privado (Rapetti, 2005). En algún momento del tiempo, los *stocks* de deuda se vuelven lo suficientemente pesados como para incrementar la carga de interés sobre el flujo de pagos, lo que a su vez incrementa la percepción de riesgo sobre la posición financiera de la economía en su conjunto. Eventualmente, los capitales revierten la dirección de sus inversiones dejando la economía altamente endeudada, por lo que colapsa el régimen cambiario y la posición del sistema financiero.

Vale notar que la desregulación de la cuenta capital, en un marco de desregulación del sistema financiero, incrementa de modo sensible la inestabilidad a la que se expone una economía. Esto es así ya que, aun en un contexto de finanzas públicas ordenadas, una apertura financiera que habilite fuertes ingresos de capitales puede alimentar burbujas en los precios de los activos financieros y eventualmente, la reversión de la misma dar lugar a una crisis financiera, externa y fiscal (Taylor, 1998). Esto es importante en el contexto global actual, donde las conexiones financieras entre países alimentan las posibilidades de contagio, aun cuando los episodios de crisis no sean generados domésticamente.<sup>18</sup>

La evidente exposición que las economías pequeñas y abiertas enfrentan a situaciones de crisis externa, no hace más que resaltar la administración prudential del tipo de cambio como herramienta para consolidar la estabilidad y sostenibilidad financiera. En efecto, en un contexto global de recurrentes crisis y reflujos de capitales, las tensiones recurrentes sobre el BP (y la merma en el excedente de divisas) parece confirmar la validez del conocido trilema. Sin embargo, la acumulación de reservas internacionales por parte del banco central puede actuar como un amortiguador que valide y sostenga (al menos temporal-

---

<sup>18</sup> Se entiende que existe contagio cuando un país presenta tensiones en su BP como resultado de problemas originados en otra economía y se manifiestan por diversos canales comerciales, condiciones iniciales similares y/o vínculos financieros explícitos entre los países.

mente) el esquema cambiario establecido en un contexto de autonomía de la política monetaria.

Al respecto, Fanelli (2009) argumenta que la falta de confianza por parte de las economías en desarrollo en la arquitectura financiera internacional (AFI) surge como consecuencia de las diversas crisis que asolaron a las mismas a lo largo de la década pasada. Esta realidad explica la compra de autoaseguros (v. gr. acumulación de reservas internacionales) frente al riesgo internacional que dio lugar al surgimiento de los desbalances globales. El exceso de ahorro en las economías en desarrollo es la prueba más evidente de esta falta de confianza sobre el funcionamiento de las instituciones financieras internacionales (IFIs), y por lo tanto de la AFI.

De este modo, es posible afirmar que el TCRCE es un régimen que se ubica en un nivel intermedio en la disyuntiva reglas versus discreción de la política monetaria, lo cual constituye punto fuerte del esquema cambiario que en general no es utilizado para su defensa. Esto es así porque, por un lado, tiende a evitar los efectos nocivos de apreciaciones inducidas por innovaciones no necesariamente asociadas a cambios en los fundamentos de la economía (como perturbaciones de liquidez internacional que pueden revertir bruscamente en salida de capitales) y, por otro lado, al no ser una regla cambiaria rígida, permite devaluar sin costos excesivos en el caso de que la economía lo requiera, lo cual hace las veces de “cláusula de escape”.<sup>19</sup>

### **II.3. Política macro-prudencial**

Inherentemente al propio funcionamiento del sistema financiero, la expansión de los vínculos entre instituciones incrementa las posibilidades de que perturbaciones negativas sector-específicas se contagien rápidamente a través de los mercados, forzando fuertes contracciones en los niveles de producción y de empleo (Minsky, 1992; Keen, 1995, 1997; Kiyotaki y Moore, 1997, 2002; Bordo y Jeanne, 2002; Gai *et al.*, 2008).

Las restricciones de crédito que se generalizan al desarrollarse crisis financieras son uno de los mecanismos de propagación más poderosos por los cuales las tendencias recesivas se contagian al conjunto de la economía (Keen, 1995;

---

<sup>19</sup> Como se mencionó anteriormente, este “atributo” de flexibilidad puede ser matizado si los agentes sobre-reaccionan ante cambios en el tipo de cambio nominal induciendo una mayor inestabilidad financiera.

Kiyotaki y Moore, 1997). Las ventas de activos en situaciones de estrés financiero (*distress sell*) producidas por algún *shock* particular generan una poderosa externalidad negativa sobre el conjunto del sistema financiero, lo que profundiza las restricciones de financiamiento al sector productivo y lleva a tenencias subóptimas de liquidez (Gai *et al.*, 2008). Más importante aún, es que la caída en el precio de los activos utilizados como colaterales por el sector productivo tiene no sólo efectos de propagación contemporáneos, sino principalmente un poderoso efecto multiplicador intertemporal que incrementa la persistencia y magnitud del *shock* original (Kiyotaki y Moore, 2002).

Por otro lado, cuando se interpreta la función de los bancos como proveedores de un seguro de liquidez a los consumidores existe, una vez más, un riesgo latente de corridas financieras en función de las preferencias de los depositantes (Diamond y Dybvig, 1983; Freixas *et al.*, 2000; Allen y Gale, 2000). En efecto, el mencionado seguro permite a los depositantes realizar su consumo en el momento o lugar donde éstos lo prefieran. Para obtener este resultado, los bancos deben intercambiar activos ilíquidos por pasivos líquidos. Ante cambios en las preferencias de liquidez de los consumidores, la hoja de balance de las entidades queda expuesta a un permanente descalce en la maduración de activos y pasivos (*maturity mismatch*) y, por lo tanto, a situaciones de iliquidez o insolvencia en los bancos.

Es importante notar que tanto el efecto de propagación por el precio de activos como el que se genera cuando cambian las preferencias del sector privado, tienen impactos análogos en el sentido de que inducen un *credit crunch* y, por lo tanto, afectan la producción del sector real de la economía (Freixas *et al.*, 2000). Por el contrario, Minsky (1992) indica que la existencia de ciclos de crédito no depende de las creencias de los agentes, sino que son una parte fundamental de las economías capitalistas financieras, donde el rol del Estado es compensar la inestabilidad privada (Keen, 1995, 1997).

Una conclusión común en los diferentes trabajos es que existe una relación no-monótona y no-lineal entre la cantidad de vinculaciones existentes entre las instituciones que componen el sistema financiero y la fragilidad a la que éste se expone. En principio, Nier *et al.* (2008) muestran que sistemas donde no existan vinculaciones entre intermediarios serán más estables en el sentido que cualquier *shock* específico a una entidad no afectará al conjunto del sistema o sólo lo hará a través del precio de los activos, limitando el contagio por exposi-

ción directa a la entidad afectada. Esto es, en sistemas financieros pequeños y poco profundos, la estabilidad tiende a estar asegurada aunque el costo es la inexistencia de instrumentos de financiación y/o de administración de liquidez. Es decir, una topología pequeña se muestra como subóptima en el manejo de la liquidez, lo que a su vez genera ineficiencias en la asignación de recursos y por lo tanto limita el crecimiento del producto.

En el otro extremo, cuanto más diversificado sea el sistema y mayor sea la cantidad de enlaces, menor será la pérdida directa (*v. gr. default* en líneas de crédito) e indirecta (*v. gr. precio de activos*) que enfrente cada entidad en particular fruto del colapso en alguna institución específica y, por lo tanto, el sistema en conjunto aparecerá como más sólido.

En conjunto los rasgos mencionados hasta aquí implican fuertes dilemas para el hacedor de política monetaria. Es evidente, dada la virulencia de las crisis que afectan al sistema financiero, que un banquero central no puede desatender de su accionar la preservación de la estabilidad. Concentrar sus objetivos en una determinada meta de inflación (o crecimiento) exclusivamente puede implicar que los costos asociados a una crisis financiera se incrementen significativamente (Keen, 1995). Por otro lado, no es claro ni evidente que evitar crisis financieras deba ser la única meta de la política monetaria, ya que en ese caso la sugerencia de política más evidente sería limitar al máximo posible el accionar del sistema financiero, eliminando el rol del crédito en el crecimiento (Bordo y Jeanne, 2002).

En el medio, sin reglas específicas que determinen su accionar, el hacedor de política deberá manejar cierto espacio para operar discrecionalmente, contrapeando los riesgos de una crisis financiera con el menor crecimiento asociado a la prevención de estas crisis. Nótese que el canal de precio de los activos junto con regulaciones de capital mínimo pueden presentar incentivos perversos en momentos de estrés, generando un círculo vicioso que profundice la crisis y torne más vulnerable al sistema en su conjunto.<sup>20</sup>

Es por ello que el marco regulatorio debe contar con instrumentos que limiten el efecto procíclico de ciertas medidas, aun cuando éstas sean necesarias en momentos de mayor estabilidad. Intervenir cuando las crisis ya se han manifestado

---

<sup>20</sup> Esto es así porque cuando cae el precio de los activos, las entidades que valúan su hoja de balance a precio de mercado (*price-to-market*) deberán liquidar parte de los mismos para atenerse a los mínimos exigidos por la regulación.

tampoco parece una tarea sencilla (Keen, 1995). Fundamentalmente, porque el correcto accionar de un baquero central que evite la propagación de la crisis sin generar problemas de riesgo moral (que limitan la propia efectividad de la intervención) depende de que éste cuente *ex ante* con la completa red de enlaces financieros, así como con los diversos grados de exposición entre los nodos.

Nótese que si las condiciones de regulación macro-prudencial son *a priori* fundamentales para la gestión y/o supervisión bancaria en economías desarrolladas, *a fortiori* revisten de una carácter crucial en economías en desarrollo. En efecto, para economías que no emiten moneda de curso internacional, los mecanismos de propagación de crisis financieras suelen impactar sobre la dinámica del sector externo y, por esta vía, amplificar de modo significativo los impulsos contractivos que generan episodios sector-específicos, ya que pueden poner en cuestionamiento la sostenibilidad de la estrategia cambiaria.

Como se mencionó en la sección II.2, los episodios de apertura de la cuenta capital, en contextos de escasa regulación del sistema financiero, dan lugar a dinámicas de elevado crecimiento en las operaciones de intermediación financiera denominadas en moneda extranjera, que suelen incrementar la fragilidad a la que se expone el conjunto del sistema (sin que necesariamente se incrementen los niveles globales de profundidad financiera). En particular, Levy Yeyati (2006) encuentra que las economías “financieramente dolarizadas” son más propensas a sufrir crisis bancarias sistémicas, lo que da lugar a un crecimiento moderado y altamente volátil. De este modo, los problemas usuales de administración prudencial de las relaciones financieras son potenciados en economías dolarizadas.

### **III. El rol indirecto de la política monetaria: profundización financiera y desarrollo económico**

#### ***III.1. Principales características de los mercados financieros emergentes y cambios recientes***

Las diferencias que muestran los distintos países en términos de morfología de la intermediación financiera pueden ser producto de múltiples factores, como las discrepancias en materia de desarrollo y los diferentes esquemas macroeconómicos, así como también por la introducción de nuevas instituciones o instrumentos, motivada por distintos marcos regulatorios, innovaciones tecnológicas

y/o desarrollos teóricos. Incluso, la naturaleza misma de la política monetaria puede condicionar y ser condicionada por la conformación, profundidad y grado de integración del sistema financiero.

**Tabla 3 / Indicadores de profundidad del sistema financiero**

	Crédito Doméstico por parte del Sector Bancario (En % PIB) (1)		Capitalización de Mercado de Compañías Listadas (En % PIB) (2)	
	1990 - 1999	2000 - 2009	1990 - 1999	2000 - 2009
Asia del Este y Pacífico	70,4	85,5	214,5	206,7
Unión Europea	50,1	74,2	106,8	131,2
América Latina y el Caribe	24,0	40,2	54,7	52,8
Medio Este y Norte de África	30,0	64,3	56,7	50,7
Norte América	99,0	126,0	169,4	216,7
África Subsahariana	100,3	104,8	65,1	74,1

(1) El sector bancario incluye a la autoridad monetaria, bancos comerciales y otras instituciones bancarias. Excluye crédito al sector público.

(2) La capitalización de mercado se mide como el precio de la acción multiplicado por el número de acciones en circulación. Las compañías listadas son aquellas registradas en el mercado de valores local al final de cada año.

Fuente: elaboración propia en base al Banco Mundial.

Como se sugirió en las secciones anteriores, los sistemas financieros de los países emergentes se encuentran en general rezagados en términos de profundidad y grado de integración respecto de aquellos correspondientes a los países desarrollados (ver la Tabla 3). Jeanneau (2006) muestra que entre las principales características de los sistemas financieros de Latinoamérica se encuentran: (a) limitada profundidad y alcance de la intermediación financiera, dominada por bancos como consecuencia de las ventajas informativas y la posibilidad de una mayor diversificación del riesgo, y explicada en gran medida por las crisis macroeconómicas recurrentes experimentadas por la región desde los años 80 (que se reflejaron en una elevada volatilidad en el crecimiento del crédito); (b) baja eficiencia del proceso de intermediación, visible en los altos márgenes de interés y los elevados gastos operativos en términos de los activos; (c) limitadas economías de escala y diversificación, producto del escaso tamaño del mercado interno, el predominio de comportamiento oligopólico y la excesiva especialización productiva de las economías.

En los últimos años, y a pesar de que todavía prima en la región el financiamiento vía bancos comerciales, se produjeron una serie de modificaciones en la estructura del mercado de crédito, como ser: (a) la mejora en materia de estabilidad financiera y las reformas implementadas en los sistemas de pensiones,

sobre todo en los países más grandes y avanzados, que parecen haber contribuido al desarrollo de los mercados de capitales; (b) partiendo de esquemas tradicionalmente proteccionistas, principalmente durante los 90 se observa en la región una tendencia a la desregulación del sistema y a la apertura del mismo a la participación de intermediarios financieros extranjeros, así como una marcada propensión a la privatización de la banca estatal; (c) reducción en el número de bancos en el caso de los países de la región de mayor tamaño; (e) cambios en las hojas de balances de las entidades bancarias, sobre todo del lado de los activos, observándose un importante avance en el crédito otorgado a los hogares, en detrimento del financiamiento a las empresas.

Como muestran Moguillansky *et al.* (2004), si bien los niveles de eficiencia microeconómica se habrían visto beneficiados por la entrada de intermediarios financieros extranjeros, el impacto de la extranjerización de la banca no habría sido significativo en términos de las condiciones del crédito, disponibilidad de financiación comercial y la estabilidad del sistema financiero. Esto se explica en gran medida porque la diversificación de mercados en la que incurren los bancos extranjeros induce a la estandarización y sofisticación de los modelos de evaluación de riesgos, en lugar de criterios de información flexibles o relaciones de largo plazo con los clientes, lo que lleva a que estas instituciones sobrerreaccionen ante las reversiones del ciclo económico, acentuando las eventuales restricciones monetarias. Además, el accionar de estos bancos es altamente dependiente de las condiciones imperantes en los mercados externos, lo que puede llevar a una política de naturaleza precautoria para las filiales, fruto de cambios en las condiciones financieras de los países donde se radican las casas matrices.<sup>21</sup> Por otro lado, como sugieren Rotemberg y Saloner (1986), la colusión que puede resultar de la reducción en el número de bancos, deriva en un margen más elevado en los períodos recesivos, amplificando las fluctuaciones del ciclo económico.

A su vez, la privatización de los servicios financieros contribuyó a minimizar los potenciales beneficios de la banca pública, entre los que se encuentran la promoción del acceso a los servicios financieros a la totalidad de la población, el financiamiento de proyectos con un retorno social superior al privado y el otorgamiento de créditos a sectores que tienen el acceso al mismo restringido. Además, la banca pública puede adquirir un rol fundamental en materia de ges-

---

<sup>21</sup> Asimismo, estas circunstancias pudieron alterar la composición de los préstamos en beneficio de sectores para los cuales las consideraciones de riesgo y retorno se encuentran establecidas de manera más precisa, como es el caso de los *retailers* o las grandes corporaciones, que cuentan con el colateral necesario para las operaciones de crédito corrientes.

ción macroeconómica y moderación de la volatilidad del ciclo, principalmente por medio del sostenimiento del flujo de crédito al sector privado en períodos de elevada incertidumbre (Kampel y Rojze, 2004).<sup>22</sup>

Como muestran Mohanty *et al.* (2006), el predominio de los depósitos como principal fuente de fondeo bancario es otra de las características distintivas de los sistemas financieros de la región, lo cual deja en evidencia el limitado alcance de los mercados de bonos como instrumentos de intermediación financiera. En los últimos años se registra cierta ampliación de los mercados de bonos en las economías emergentes en general. La expansión de los mercados de deuda doméstica fue impulsada en alguna medida por los esfuerzos llevados a cabo en estos países para mejorar la infraestructura de los mercados de bonos (incluidas reformas impositivas) y desarrollar un mercado secundario. Por otro lado, la reducción en la tasa de inflación experimentada por varias economías emergentes contribuyó a hacer más atractiva para los inversores la deuda denominada en moneda doméstica.<sup>23,24</sup>

Entre los motivos de orden general para inducir el desarrollo de los mercados de bonos como mecanismo de financiamiento, tanto del sector público como del sector privado, se encuentra la importancia de promover la completitud del sistema financiero, generando una curva de rendimientos que refleje del verdadero costo de oportunidad de los fondos para cada plazo. De hecho, los mercados financieros profundos y líquidos favorecen la diversificación del riesgo entre los participantes, contribuyendo a la reducción de los costos de intermediación y a la estabilidad del sistema financiero en su conjunto.

Como se muestra en la próxima sección, en los últimos años la dicotomía existente entre el sistema bancario y el mercado de capitales se fue disolviendo como

---

<sup>22</sup> Los mismos autores sugieren que en el caso de la existencia de un elevado nivel de concentración en el sistema bancario, la banca pública es susceptible de jugar un rol como testigo en la fijación de precios y tasas de interés, haciendo que estos últimos se ubiquen en niveles compatibles con mayores niveles de competencia.

<sup>23</sup> El papel de los inversores institucionales resulta particularmente relevante para desarrollar y otorgar liquidez a los mercados de bonos. Esto es así en el caso de instituciones como las compañías de seguro o los fondos de pensiones, que tienen la necesidad de mantener deuda de largo plazo. Sin embargo, la participación de estos últimos aún resulta limitada en los países emergentes en comparación a los países desarrollados.

<sup>24</sup> Por otro lado, en la mayoría de las economías emergentes los mercados de bonos corporativos han mostrado un escaso nivel de desarrollo. En este caso la excepción viene dada por Corea, probablemente como consecuencia de la formación de los grandes *chaebol*. De hecho, en algunos sistemas dominados por bancos, estos últimos estuvieron protegidos de la competencia del mercado de capitales por medio de restricciones a la emisión de deuda corporativa de corto plazo que pudiera competir con los depósitos bancarios convencionales (Allen y Gale, 2000).

consecuencia del mayor crecimiento relativo de este último a nivel global. Estas circunstancias abrieron el espacio para que los bancos mostraran una mayor participación en la suscripción de deuda y en la venta de productos destinados a los hogares en el mercado de capitales. Estas innovaciones prepararon el terreno para la creación de los instrumentos securitizados. El hecho de que estos derivados financieros estuvieran en el ojo de la tormenta durante la reciente crisis financiera internacional despertó serias dudas respecto de la capacidad del mercado de fijar precios consistentes con la valuación de los préstamos bancarios. De hecho, y en un marco más general, la misma desregulación financiera como paradigma se puso en tela de juicio en vista de la naturaleza autogenerada de la crisis.

De todos modos, las economías emergentes muestran un escaso grado de desarrollo en materia de derivados financieros. Uno de los principales motivos es el mayor nivel de liquidez de los activos bancarios, en vista de la mayor aversión al riesgo de las entidades financieras y la menor demanda de crédito por parte del sector privado. Otra de las restricciones con la que cuentan las economías emergentes para el desarrollo del mercado de bonos es la escasez de instrumentos de cobertura contra el mayor riesgo de tasa de interés que supone el incremento de las tenencias de bonos.

### ***III.2. Morfología de la intermediación financiera y su rol en el crecimiento económico***

La relación entre el sistema financiero y el crecimiento económico ha sido un tema de estudio recurrente durante las últimas décadas. Si bien existe un consenso más o menos difundido respecto de la correlación positiva entre la profundidad financiera y el crecimiento económico, es posible identificar desacuerdos respecto del sentido de la causalidad. Levine (2004), a través de un análisis de corte transversal, concluye que es el desarrollo de los intermediarios financieros y los mercados el que causa el crecimiento, desechando al mismo tiempo la existencia de una causalidad inversa.<sup>25</sup> Contrariamente, Bebczuk (2010), por medio de un estudio de causalidad de Granger para datos de panel, concluye que el crecimiento del crédito precede y causa al crecimiento del producto, sugiriendo la existencia de endogeneidad en las instituciones que promueven la profundización financiera.

---

<sup>25</sup> La Porta *et al.* (1999) atribuyen un papel central al sistema legal como generador de un sector financiero impulsor del crecimiento, al definir un conjunto de contratos y mecanismos de *enforcement* que facilita la operatividad tanto de los mercados como de los intermediarios financieros.

No obstante la correlación positiva registrada entre profundidad financiera y crecimiento económico, existe también una discusión teórica y empírica respecto de las bondades de los sistemas financieros basados principalmente en bancos *vis-à-vis* aquellos con preponderancia del mercado de capitales.<sup>26</sup>

A pesar del registro de algunos casos aislados (Holanda, Reino Unido, Brasil, Tailandia e India), en general el mercado de capitales es el último en convertirse en un mercado líquido y con buen funcionamiento. Chami *et al.* (2009) sugieren que la definición de reglas y la construcción de una infraestructura física no es condición suficiente para la conformación de un mercado de capitales profundo, ya que existen un conjunto de consideraciones específicas a tener en cuenta, tanto para los prestamistas como para los prestatarios.

Desde la perspectiva de los primeros, las acciones resultarían uno de los activos estándar más riesgosos, como consecuencia de los problemas subyacentes de información asimétrica, madurez indefinida y bajo seniority.<sup>27</sup> Para los prestatarios, de acuerdo a la teoría *pecking order* (Myers y Majluf, 1984), el mercado de capitales es el medio de financiamiento más costoso. Además, puede que la configuración propia del mercado de capitales y las características de la economía hagan que las necesidades de financiamiento del prestamista no sean satisfechas por el mismo, lo cual puede ocurrir por varios motivos.

En primer lugar, las empresas en general prefieren fondearse así mismas internamente, por medio de la reinversión de utilidades, para atender sus objetivos de inversión. La pregunta clave es si esta modalidad de financiamiento es suficiente para una economía en rápido crecimiento. Aunque la respuesta sea negativa, aún puede darse el caso de que los bancos sean una fuente de fondeo externo suficiente para las necesidades de las empresas. Esto último sería posible en algunas de las economías emergentes, en las cuales los bancos son grandes en relación a la mayoría de las empresas de la economía.<sup>28</sup> Esto no quiere decir que el crédito bancario sea necesariamente fácil de obtener: las pe-

<sup>26</sup> Entre aquellos que subrayan el rol primario de los bancos se encuentran Diamond (1984), Ramakrishnan y Thakor (1984), Allen y Gale (1999), Bencivenga y Smith (1991) y Sirri y Tufano (1995). Por otro lado, se encuentran una serie de autores que sostienen la supremacía de los mercados de capitales, entre ellos Holmstrom y Tirole (1993), Jensen y Murphy (1990), Levine (1991), y Obstfeld (1994).

<sup>27</sup> El *seniority* de un activo financiero se refiere al orden jerárquico del acreedor – tenedor en la liquidación de las obligaciones del deudor en caso de quiebra del mismo.

<sup>28</sup> En EE.UU. las regulaciones que históricamente impusieron límites al tamaño de las entidades bancarias hicieron que, durante el proceso de desarrollo económico, las empresas manufactureras y otras compañías se volvieran más grandes que los bancos, resultando en restricciones al financiamiento bancario, lo que a su vez promovió la profundización del mercado de capitales.

queñas y medianas empresas (PyMEs) en general, y sobre todo aquellas en las etapas de negocio iniciales (*start up*), tienen más dificultades que el resto en obtener cualquier tipo de financiamiento externo. Este es un problema que también afecta a las economías más avanzadas, que desarrollaron modalidades como *venture capital* y *private equity* para suplir las restricciones al financiamiento que enfrentan las PyMEs (Jiménez, 2006).

Finalmente, el financiamiento por medio del mercado de capitales implica una serie de costos adicionales para las empresas prestatarias, dadas las responsabilidades y obligaciones que exige la cotización en los mercados bursátiles, como ser la publicación de reportes financieros y la sujeción a otros controles. Asimismo, el financiamiento en el mercado de capitales implica que el accionar de la firma se vuelve mucho más visible para los financistas.

Estas consideraciones parecerían sugerir que, en general, la profundización y completa operatividad del mercado de capitales como mecanismo de financiamiento de las firmas, así como la ampliación de los fondos comprometidos en relación a las fuentes bancarias, son el correlato necesario del proceso de desarrollo económico. Al respecto, en un estudio de corte transversal para un conjunto amplio de países con niveles de PIB per cápita disímiles, Levine (2002) concluye que ni los sistemas financieros basados en bancos ni aquellos con predominio del mercado de capitales son particularmente efectivos para promover el crecimiento económico. De hecho, los países con bancos notablemente desarrollados y con pobres mercados de capitales, así como aquellos con mercados de capitales de relevancia y escaso alcance de los flujos bancarios, tampoco muestran diferencias marcadas en términos de desarrollo.<sup>29</sup>

### ***III.3. Política monetaria de los bancos centrales y desarrollo financiero***

Hemos mencionado ya que el paradigma actual vigente para el accionar de la política monetaria postula la utilización de una tasa de interés de referencia como principal instrumento para afectar las condiciones de liquidez y los mercados de crédito de la economía. Genberg (2007) sugiere que, si bien en la actualidad

---

<sup>29</sup> Cabe aquí mencionar que se encuentra bien documentado que la morfología de los sistemas financieros de los cuatro países que durante la última década concentraron aproximadamente un 50% del PIB mundial no presenta una configuración unívoca. Concretamente, el financiamiento se encuentra centrado en bancos en el caso de Alemania y Japón, mientras que se observa el predominio del mercado de capitales en EE.UU. y el Reino Unido.

esta simplificación resulta de utilidad a los fines analíticos, no deja espacio a un rol más general para el sistema bancario o los intermediarios financieros.

De hecho, en una etapa anterior de desarrollo financiero, la autoridad monetaria intervenía en las condiciones de crédito de la economía estableciendo metas para los préstamos bancarios y controles a las tasas de interés, utilizando ratios de liquidez para orientar el crédito a sectores considerados prioritarios e imponiendo restricciones cuantitativas a la capacidad de intermediación de los bancos. Tradicionalmente, estas características de la política monetaria se presentaban de modo más acentuado en los países emergentes (Tovar, 2006).

Justamente, las principales ventajas de los métodos de intervención directa se manifiestan en las economías con un menor grado de profundidad e integración financiera, dada la mayor probabilidad de afectar las condiciones de crédito de modo rápido y efectivo. Como sostiene Arestis (2005), mientras que para los sistemas financieros más profundos existe el consenso más o menos difundido de que el crédito responde endógenamente a la demanda, en los sistemas financieros menos desarrollados el crecimiento del producto puede estar restringido por la creación de crédito.

No obstante, al menos desde un punto de vista teórico, este tipo de intervención cuenta con una serie de desventajas. En primer término, podrían traducirse en una inadecuada asignación de los recursos, provocando importantes costos económicos. En segundo lugar, son susceptibles de desalentar la oferta de servicios financieros por parte de los intermediarios (por ejemplo, elevados requerimientos de reservas pueden entenderse como un impuesto a los bancos). En tercer lugar, los controles pueden ser vulnerados por sectores financieros informales, domésticos u *offshore*, que operen de manera paralela al mercado doméstico formal.

Por otro lado, McKinnon (1973) y Shaw (1973) sostienen que, a través del efecto depresivo que tendría sobre el retorno de los ahorros, la denominada “represión financiera” también afectaría el nivel de equilibrio de la inversión. No obstante, los modelos del tipo McKinnon - Shaw están basados en el supuesto de competencia perfecta que parece particularmente arbitrario en el caso de los sistemas financieros de los países en desarrollo y, especialmente, para el tratamiento de los mercados de crédito (Arestis, 2005).

A pesar de estas salvedades, en las últimas décadas, se ha observado un proceso gradual que condujo hacia un uso más intensivo de instrumentos indirectos (como la fijación de una meta para la tasa de interés) que buscan afectar horizontalmente las condiciones de crédito de la economía a través de la demanda y la oferta de liquidez. La efectividad de estos instrumentos indirectos requiere de la existencia de mercados financieros integrados que ofrezcan a la autoridad monetaria la posibilidad de que las acciones tomadas en un mercado, en general interbancario, se transmitan al resto. Un elevado grado de segmentación, la falta de activos financieros de largo plazo y la escasa de profundidad y liquidez de los mercados de crédito son características distintivas de las economías emergentes, que condicionan la transmisión de los impulsos monetarios.

Si bien es posible sostener que el cambio operado desde el uso de instrumentos directos a otros más orientados al mercado fue en parte consecuencia del fenómeno de la globalización y de las reformas financieras introducidas exógenamente, es plausible que dichas reformas y los cambios en los procedimientos de la política monetaria hayan sido mutuamente reforzados (aunque como se mostró anteriormente, algunos países sostuvieron instituciones financieras para el desarrollo derivadas de la segunda posguerra). Como sugiere Archer (2006), esperar que las instituciones evolucionen antes de adoptar instrumentos indirectos de control monetario puede ser una estrategia menos exitosa que promover el desarrollo financiero adoptando tales mecanismos como parte de un plan de “financierización” de la economía.

La morfología del sistema financiero puede influir de modo crucial en como se lleva a cabo la política monetaria (Bernanke *et al.*, 1999 y Ceccetti, 1999). En primer lugar, determinando la magnitud y la velocidad de respuesta de la demanda agregada a cambios en las tasas de interés de mercado y en las condiciones de crédito. En segundo lugar, influyendo en la magnitud y la velocidad de respuesta de las tasas de interés de mercado a cambios en la tasa de interés de política. Finalmente, las tasas de interés de mercado y las condiciones de crédito pueden depender de otros factores distintos de la política monetaria.<sup>30</sup>

Las reformas introducidas en el mercado financiero y los cambios en los procedimientos de la política monetaria pudieron haber alterado los mecanismos de

---

<sup>30</sup> En este punto nuevamente debe marcarse que de existir bancos públicos de desarrollo, los canales de “mercado” de la política monetaria pueden ser, al menos parcialmente, compensados por el accionar de la banca pública.

transmisión de la política monetaria. En primer término, puede haber modificado cómo los instrumentos bajo control directo del banco central (tasas de interés de corto plazo o requerimientos de reservas) afectan las condiciones financieras relevantes para los hogares y las empresas (tasas de interés por depósitos y préstamos, precios de los activos y tipo de cambio). En segundo lugar, puede haber cambiado el nexo existente entre las condiciones financieras y las decisiones de gasto de los hogares y las empresas.

Finalmente, el estadio de los mercados de bonos puede resultar particularmente relevante para los bancos centrales de los países emergente en términos de las implicancias de política (Turner, 2001). En primer término, los mercados líquidos de títulos públicos contribuyen a restar espacio a la dominancia fiscal. En segundo lugar, dado que en algunos países las operaciones de mercado abierto de la autoridad monetaria se llevan adelante por medio de la utilización de títulos públicos, la existencia de un mercado desarrollado y líquido para estos instrumentos promueve la efectividad de la política monetaria.

#### ***III.4. Otras formas activismo en el financiamiento y las condiciones de crédito: la importancia de la institucionalización de nuevos mecanismos de financiamiento***

La evidencia empírica disponible no parece establecer de modo concluyente un rol primordial para el sistema financiero como impulsor del desarrollo económico. Sin embargo, en economías emergentes existen múltiples vías por las cuales la dinamización del crédito al sector privado puede generar y sustentar un proceso de crecimiento sostenible en el tiempo.

En particular, resulta posible identificar al menos tres canales que ilustran este punto (Cuattromo y Serino, 2010). Primero, la intermediación financiera mejora la eficiencia estática y puede constituir, potencialmente, un elemento central para el crecimiento económico y la mejora del bienestar social. El crédito no sólo contribuye a suavizar y mejorar la asignación de recursos, sino que también reduce las tenencias innecesarias de liquidez y permite la distribución de riesgos entre diferentes actores económicos y estados de la naturaleza.

Segundo, el crédito resulta fundamental para llevar adelante ampliaciones de la capacidad instalada de magnitud. Si bien es cierto que la inversión y el producto pueden crecer en ausencia de crédito, la expansión de la escala en las activida-

des productivas y el futuro crecimiento económico pueden verse condicionados si la falta de financiamiento restringe la expansión de las firmas.

Tercero, el sistema financiero puede ayudar a mejorar la eficiencia dinámica y contribuir al cambio estructural. La transformación productiva requiere la reasignación de recursos y factores de producción desde los sectores tradicionales hacia aquellos más productivos (Cimoli, 2005). En ausencia de un sistema financiero que permita reasignar recursos hacia nuevos proyectos y sectores más dinámicos, el crecimiento tenderá a estar sesgado hacia las actividades tradicionales (muchas de ellas con ventajas naturales) y las transformaciones con implicancias positivas para la dinámica económica estarán en gran medida supeditadas a la presencia de perturbaciones externas positivas.

Respecto de esto último, muchos países en vías de desarrollo (y desarrollados) han instrumentado políticas de profundización financiera y direccionamiento del crédito mediante diferentes herramientas de banca para el desarrollo.<sup>31</sup>

La ingeniería institucional que dé soporte legal a esta banca dista de ser única. Por el contrario, Golonbek y Sevilla (2008, pp. 2-3) encuentran en base a un análisis histórico-comparativo de diversas experiencias, que “las estrategias de financiamiento y los instrumentos desarrollados a tal fin —jurídicos, institucionales y políticos— tuvieron una estrecha correlación con “contextos históricos específicos” de cada sociedad.

El desempeño exitoso de una banca de desarrollo debe incorporar en su formulación y diseño los elementos idiosincráticos que caracterizan al sistema financiero y al funcionamiento económico general del país. Debe notarse también que la ausencia de confianza en determinadas instituciones monetarias, y las limitaciones que ésta impone a la hora de realizar contratos de mediano plazo denominados en moneda doméstica, no pueden por su propia naturaleza resolverse de modo efectivo sólo con cambios en el marco legal.

En igual sentido, la baja densidad y complejidad del sistema financiero doméstico, en un contexto de elevada incertidumbre estructural respecto de la evolución a mediano plazo de la moneda doméstica y de la solvencia de diversos actores

---

<sup>31</sup> Esta última puede ser entendida como aquella institución o conjunto de instituciones de control público destinadas a la promoción de inversiones en sectores productivos estratégicos, mediante el desarrollo de un mercado de crédito de largo plazo en moneda nacional con impacto económico significativo (Golonbek, 2008; Golonbek y Sevilla, 2008).

institucionales, requieren definir políticas públicas específicas que consideren el marco institucional en el que operan las instituciones financieras.

Del estudio de diversas experiencias internacionales, Cuattromo y Serino (2010) sugieren al menos tres alternativas que pueden dar sustento institucional a una banca de desarrollo: (i) creación de una nueva institución pública destinada a tal fin; (ii) generación de una plataforma a partir de la coordinación de la institucionalidad existente: bancos públicos de primer y segundo piso, aplicación de recursos previsionales, programas públicos (subsidios de tasa, etc.); (iii) (también complementaria de la opción anterior): direccionamiento de liquidez hacia la banca y mercado de capitales con claros y objetivos y fuerte monitoreo, mediante la selección de proyectos y sectores realizada por un comité creado a tal fin (v. gr. Banca de Proyectos).

La creación de una nueva institución supone que, dadas las especificidades implícitas en una banca de desarrollo y la estructura institucional vigente en el sistema financiero doméstico, las políticas de financiamiento de mediano y largo plazo deben quedar suscriptas dentro de la órbita de una institución pública (típicamente, autárquica) abocada exclusivamente a este fin.<sup>32</sup>

Entre los países de la región, el caso paradigmático viene dado por el Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) de Brasil. Desde hace más de 55 años, el socio mayor del MERCOSUR ha promovido el financiamiento productivo a largo plazo, la cual ha sido fundamental para la expansión y extranjerización de empresas y sectores estratégicos.

Es de vital importancia reconocer el tiempo implicado en la construcción de las capacidades administrativas y operativas que la constitución de una nueva institución requiere. En igual sentido, la historia argentina impone la necesidad de preservar la transparencia en la gestión de las entidades financieras, por medio de prácticas que eviten la captación de entes por parte del sector privado.

Asimismo, el modo a través del cual este tipo de bancos obtienen su fondeo difiere entre países e instituciones. Por ejemplo, en el caso de Alemania, el *Kre-*

---

<sup>32</sup> Debemos notar que este tipo de instituciones no es en absoluto una novedad para el país. El Banco Nacional de Desarrollo (Banade), fue creado en 1970 como una entidad autárquica del Estado, cuyo objetivo debía ser la obtención y canalización de recursos para llevar a cabo programas de desarrollo económico y regional de acuerdo a las directivas del Gobierno nacional en esta materia. Golonbek, (2008) presenta un detallado análisis de esta experiencia.

*dítanstalt für Wiederaufbau* (KfW) recibe la mayor parte de sus fondos de los reintegros provenientes de créditos otorgados durante el Plan Marshall, mientras que en el caso de Brasil una parte central de sus fondos provienen del Fondo de Asistencia al Trabajador (FAT), que se compone de un descuento del 1% sobre la plantilla de sueldos de las empresas registradas (Golonbek y Sevilla, 2008).

La segunda de las opciones está asociada a la profundización de las políticas usualmente aplicadas de direccionamiento crediticio con fondos específicos de los bancos centrales, pero apuntalando y perfeccionando la coordinación entre los diferentes niveles institucionales, e incrementando de modo significativo los volúmenes implicados en su operatoria.<sup>33</sup> Nótese que este mecanismo para promover el financiamiento del desarrollo requiere, de modo fundamental, mejorar la capacidad de coordinación entre los diferentes organismos y reparticiones del sector público.

En igual sentido, la efectividad de esta opción requiere del desarrollo de nuevas herramientas e instrumentos financieros (*swaps* de tasas y de monedas, fondeo inicial, etc.), pero siempre dentro del marco regulatorio que la autoridad monetaria determina para el conjunto de la banca comercial. Hemos mencionado ya, pero vale repetir, que si las políticas de estabilidad financiera son altamente restrictivas, el margen para la expansión del financiamiento para el desarrollo quedará evidentemente reducido.

Finalmente, la tercera de las opciones discutidas indica la utilización del sistema financiero doméstico (público, privado o cooperativo) para la afectación de líneas de financiamiento específico con fondos provistos por el Estado. En la práctica, esta opción *terceriza* de hecho las actividades de evaluación, seguimiento y administración de las líneas de crédito, dejando estas actividades en manos de los bancos comerciales, pero retiene el direccionamiento y la estrategia de política en la autoridad de aplicación.

Desde el punto de vista operativo, este tipo de banca de desarrollo suele licitar fondos de aplicación específica al sistema financiero que luego son aplicados a los fines previamente especificados. Como mencionamos, esta opción también

---

<sup>33</sup> El Banco Central de la República Argentina (BCRA) cuenta con un amplio historial de incentivo al crédito privado. Mediante la utilización de distintas herramientas, el BCRA administró en repetidas ocasiones el ahorro financiero del sector privado y dirigió el crédito interno hacia ciertas actividades consideradas de interés nacional por las autoridades, en el marco de regímenes fuertemente influidos por el accionar del sector público.

puede ser concebida como un banco de proyectos, donde un comité externo define sectores, prioridades y fondos, dejando al actual sistema financiero la gestión de los créditos.

#### **IV. Reflexiones finales**

De lo expuesto hasta aquí se desprende que el paradigma actual atribuye a la política monetaria un rol limitado respecto de sus capacidades potenciales de influir en los distintos aspectos de una economía. En la práctica, el énfasis se encuentra puesto en la administración de las condiciones de liquidez de un modo amplio y horizontal mediante un número escaso de instrumentos, de modo tal de cumplir con el objetivo prácticamente excluyente de moderar las fluctuaciones cíclicas y garantizar la estabilidad de precios. En este aspecto, la política monetaria cumple hoy un rol esencialmente pasivo en el desarrollo, en el sentido que la misma debe estar diseñada para crear un entorno propicio para el crecimiento económico de largo plazo, bajo la premisa de que el mismo es determinado por fuerzas que son independientes de las condiciones monetarias de corto plazo.

En lo que hace al rol del sistema financiero en el crecimiento, el esquema de política monetaria que sustenta la aplicación de Metas de Inflación tiende a suponer que el desarrollo de mercados financieros profundos, integrados y descentralizados precede al crecimiento económico, dada su aparente capacidad de intermediar de modo adecuado entre los agentes económicos y transformar de modo eficiente el ahorro en inversión. En otras palabras, se entiende que el funcionamiento pleno de la intermediación financiera descentralizada da lugar a asignaciones óptimas de recursos con efectos positivos sobre el bienestar y el crecimiento.

Sin embargo, en el presente trabajo se sostiene que la política monetaria puede jugar un rol más activo en el crecimiento, sobre todo en el caso de los países en desarrollo, que cuentan con sistemas financieros poco profundos y con un rol limitado como impulsores de la economía real.

Es necesario comprender que tanto el crecimiento económico en sí como la estabilidad macroeconómica constituyen circunstancias propicias que crean las condiciones para el desarrollo de mercados financieros para que, a su vez, estos cumplan un papel de mayor relevancia como impulsores del desarrollo económico.

En economías que no emiten moneda de curso internacional, la gestión apropiada del sector externo es fundamental para garantizar ese entorno de estabilidad necesaria para la profundización financiera. El régimen de TCRCE constituye un esquema de política monetaria que ofrece un claro contraste respecto de los regímenes de MI y es susceptible de compatibilizar el crecimiento económico de largo plazo con la estabilidad financiera necesaria para propiciar el desarrollo de un sistema financiero funcional al desarrollo productivo.

Lo primero se desprende de los distintos canales operativos a través de los cuales este esquema cambiario y de política monetaria puede influenciar el crecimiento económico, pero principalmente como consecuencia de las señales de precios relativos favorables al sector transable de la economía que genera. Los regímenes de MI, al hacer énfasis en la estabilidad de precios como principal objetivo de la política monetaria, subestiman los efectos reales de esta última en el crecimiento de largo plazo.

En relación a la estabilidad financiera, la experiencia reciente deja en evidencia los beneficios que trae aparejados la acumulación de reservas como mecanismo de amortiguación que, en un contexto de fuerte superávit de balanza de pagos, inducen los regímenes de TCRCE. A su vez, estos esquemas, a raíz de constituir una regla contingente distinta a las MI, son susceptibles de neutralizar las presiones a la apreciación cambiaria nocivas tanto para la estructura productiva como para la estabilidad financiera, además de contar con grados de libertad para instrumentar devaluaciones selectivas en el caso de ser necesario.

Además, y relacionado con esto último, una política de TCRCE también resulta compatible con la implementación de políticas macro-prudenciales, como la intervención cambiaria y los controles a la cuenta capital. Estas herramientas resultan hoy parte constitutiva de la gestión macroeconómica de varios países de la región con regímenes cambiarios disímiles, como respuesta a la volatilidad experimentada por los precios de las materias primas y los flujos de capital.

Sin embargo, un esquema de este tipo requiere que los objetivos de estabilidad financiera y nominal sean alcanzados mediante instrumentos de política que, en parte, exceden a las funciones propias de la política monetaria. En efecto, en tanto la preservación de un ritmo de crecimiento acelerado se convierte en un requerimiento central del proceso de desarrollo, la política fiscal y de ingresos pasan a ocupar roles destacados en la configuración de un esquema macroeco-

nómico sostenible. Asimismo, los objetivos de transformación productiva que se deducen de una estrategia de desarrollo no pueden descansar solamente en una señal de precios relativos como mecanismo que viabilice el cambio estructural.

Es por ello que es necesario redefinir la política monetaria para que abarque un conjunto de actores e instrumentos más amplio (del que actualmente se considera en la visión tradicional), aunque siempre bajo la premisa de que la misma debe estar orientada a afectar, por medio de cambios en la composición y/o el tamaño de la hoja de balance de las instituciones hacedoras de política, los precios y cantidades del sistema financiero y de las carteras privadas. Estas acciones deberían instrumentarse de modo tal de moldear y fortalecer un patrón productivo específico y satisfacer las necesidades de financiamiento del mismo.

Es por esto que, por ejemplo, la banca pública (en sus diversas formas) es susceptible de cumplir un rol de relevancia tanto en la gestión macroeconómica como en la reducción de la volatilidad del ciclo. Asimismo, también cumple con un importante papel en el financiamiento de proyectos con un retorno social superior al privado y en el otorgamiento créditos a sectores que tienen el acceso al mismo restringido.

Sin embargo, el importante rezago con que cuentan las economías emergentes en materia de financiamiento del desarrollo requiere que los esfuerzos de la banca pública tradicional sean complementados por el diseño de formas de ingeniería institucional específicas como las comentadas más arriba, que combinen las modalidades de financiamiento bancario para el desarrollo con la aplicación de programas públicos y la participación del mercado de capitales.

Finalmente, la experiencia reciente muestra que la liberalización financiera irrestricta es una fuente importante de fragilidades que, de materializarse, pueden generar impulsos disruptivos de alcance sistémico. Como señala Minsky (1992), aun cuando el desarrollo del sistema financiero es susceptible de ser beneficioso para el crecimiento, es en sí mismo inestable. De este modo, resulta importante destacar que la construcción de un sistema financiero que minimice los riesgos asociados a episodios de fuerte inestabilidad es un ejercicio de construcción de instituciones y, por lo tanto, su carácter debe ser secuencial e idiosincrático.

## Referencias

**Abeles, M. y M. Borzel (2010).** “El Régimen Bajo Presión: Los esquemas de metas de inflación en Brasil, Chile, Colombia y Perú durante el boom en los precios internacionales de materias primas”, Documento de Trabajo N° 31, CEFID-AR, septiembre.

**Allen, F. y D. Gale (1999).** “Diversity of Opinion and Financing of New Technologies”, *Journal of Financial Intermediation*, 8, pp. 68-89.

**Allen, F. y D. Gale (2000).** “Financial Contagion”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 108, Edición 1, pp. 1-33.

**Archer, D. (2006).** “Implications of Recent Changes in Banking for the Conduct of Monetary Policy”, BIS Papers N° 28, Monetary and Economic Department.

**Arestis, P. (2005).** “Financial Liberalization and the Relationship Between Finance and Growth”, University of Cambridge, Centre for Economic and Public Policy, CEPP Working Paper N° 05/05.

**Ball, L. (1993).** “What Determines the Sacrifice Ratio?”, Working Paper N° 4306, NBER.

**Bashar, O. (2011).** “On the Permanent Effect of an Aggregate Demand Shock: Evidence from the G-7 Countries”, *Economic Modelling*, Elsevier, Vol. 28(3), pp. 1374-1382, mayo.

**Bastourre, D., L. Casanova y A. Espora (2011).** “Tipo de Cambio Real y Crecimiento: Síntesis de la Evidencia y Agenda de Investigación”, Documento de Trabajo N° 82, Universidad Nacional de La Plata, febrero.

**Bebczuk, R. (2010).** “Intermediación financiera y macroeconomía en Argentina”, Ciclo de Seminarios de Macroeconomía “Actividad y precios: políticas e instituciones macroeconómicas en Argentina”, mimeo.

**Beltrani, M. y J. Cuattromo (2010).** “Política Monetaria No Convencional”, Nota Técnica N° 36, Informe Económico Trimestral N° 74, Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

**Bencivenga, V. R. y B. D. Smith (1991).** “Financial Intermediation and Endogenous Growth”, *Review of Economics Studies*, 58, pp. 195-209.

**Bernanke, B. S., M. Gertler y S. Gilchrist (1999).** “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework”, en Taylor J. B. y Woodford M. (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1.

**Blanchard, O., R. Dornbusch, J. H. Dréze, H. Giersch, R. Layard y M. Monti (1986).** “Employment and Growth in Europe: A Two-Handed Approach”, 1985 Report of the CEPS Macroeconomic Policy Group. En O. Blanchard *et al.*, *Restoring Europe Prosperity, Macroeconomic Papers from the Centre for European Policy Studies*. Cambridge, MA: MIT Press.

**Bofinger, P. y T. Wollmershäuser (2003).** “Managed Floating as a Monetary Policy Strategy”, *Economics of Planning*, Vol. 36, Edición 2.

**Bordo, M. y O. Jeanne (2002).** “Boom-Busts in Assets Prices, Economic Instability, and Monetary Policy”, NBER Working Paper N° 8966.

**Borio, C. y P. Disyatat (2009).** “Unconventional Monetary Policies: An Appraisal”, BIS Working Papers N° 292.

**Borio, C. y P. Lowe (2004).** “Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back from the Wilderness?”, BIS Working Paper Series N° 157.

**Bruno, M. y W. Easterly (1996).** “Inflation and Growth: In Search of a Stable Relationship”. Federal Reserve Bank of St. Louis, Review May/June.

**Cecchetti, S. (1999).** “Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism”, *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, julio, pp. 9-28.

**Cecchetti, S. G. y Ehrmann, M. (2002).** “Does Inflation Targeting Increase Output Volatility?: An International Comparison of Policymakers’ Preferences and Outcomes”, en: Norman Loayza y Klaus Schmidt-Hebbel (eds.), *Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms*, Edición 1, Vol. 4, Cap. 9, pp. 247-274, Banco Central de Chile.

**Chami, R., C. Fullenkamp y S. Sharma (2009).** “A Framework for Financial Market Development”, IMF Working Paper, N° 09/156.

**Cimoli, M. (2005).** “Heterogeneidad estructural, asimetrías tecnológicas y crecimiento en América Latina”, MPRA Paper 3832, University Library of Munich, Alemania.

**Corden, W. M. (1984).** “Booming Sector and Dutch Disease Economics: Survey and Consolidation”, *Oxford Economic Papers*, New Series, Vol. 36, N° 3 (Nov.), pp. 359-380.

**Cornwall, J. (1970).** “The Role of Demand and Investment in Long-Term Growth”, *Quarterly Journal of Economics*, 84 (1), pp. 48-69.

**Cuattromo, J. y L. Serino (2010).** “Financiamiento y Políticas de Desarrollo. Elementos para una regulación más eficaz del sistema financiero argentino”, Serie Aportes, AEDA y Friedrich Ebert Stiftung Argentina.

**Damill M., R. Frenkel y R. Maurizio (2007).** “Argentina, una Década de Convertibilidad: Una análisis del crecimiento, el empleo y la distribución”. Oficina Internacional del Trabajo, Santiago de Chile.

**Damill, M., R. Frenkel y L. Juvenal (2003).** “Las cuentas públicas y la crisis de la convertibilidad en Argentina”, *Desarrollo Económico*, Vol. 43, N° 170.

**Diamond, D. W. (1984).** “Financial Intermediation and Delegated Monitoring”, *Review of Economic Studies*, 51, pp. 393-414.

**Diamond, D. W. y P. H. Dybvig (1983).** “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity”, *Journal of Political Economy*, 91 (3), pp. 401-419.

**Easterly, W. (2005).** “National Policies and Economic Growth: A Reappraisal”, en: Philippe Aghion y Steven Durlauf (eds.), *Handbook of Economic Growth*, Edición 1, Vol. 1, Cap. 15, pp. 1015-1059, Elsevier.

**Fanelli, J. (2009).** “The International Financial Turmoil and the Lessons from the Emerging World”, mimeo.

**Flood, R. y P. Garber (1984).** “Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples”, *Journal of International Economics*, 17, pp. 1-13.

**Fontana, G. y A. Palacio Vera (2005).** “Are Long Run Price Stability and Short-Run Output Stabilization all that Monetary Policy can Aim for?”, Levy Economic Institute Working Paper N° 430.

**Freixas, X., B. Parigi y J. C. Rochet (2000).** “Systemic Risk, Interbank Relations, and Liquidity Provision”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 32, N° 3.

**Frenkel, R. (2007).** “La Sostenibilidad de la Política de Esterilización”, Documento de Trabajo N° 17, CEFID-AR, agosto.

**Frenkel, R. (2008).** “Tipo de cambio real competitivo, inflación y política monetaria”, *Revista de Economía Política de Buenos Aires*, Año 2, Vol. 3 y 4.

**Frenkel, R. y J. Ros (2006).** “Unemployment and the Real Exchange Rate in Latin America”, *World Development*, Vol. 34, N° 4.

**Frenkel, R. y L. Taylor (2006).** “Real Exchange Rate, Monetary Policy and Employment”, DESA Working Paper N° 19, Economic & Social Affairs.

**Gai, P., S. Kapadia, S. Millard, y A. Perez (2008).** “Financial Innovation, Macroeconomic Stability and Systemic Crises”, *The Economic Journal*, Vol. 118, Edición 527, pp. 401-426.

**Genberg, H. (2007).** “The Changing Nature of Financial Intermediation and its Implications for Monetary Policy”, BIS Papers N° 39.

**Ghosh, A. y S. Phillips (1998).** “Inflation, Disinflation, and Growth”, Working Paper N° 98/68, FMI.

**Gluzmann, P., E. Levy-Yeyati y F. Sturzenegger (2008).** “Exchange Rate Undervaluation and Economic Growth: Díaz Alejandro (1965) Revisited”, unpublished paper, John F. Kennedy School of Government, Harvard University.

**Godley, W. y M. Lavoie (2007).** *Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*, Palgrave MacMillan, New York.

**Golonbek, C. (2008).** “Banca de desarrollo en Argentina. Breve historia y agenda para el debate”, CEFID-AR, Documento de Trabajo N° 21.

**Golonbek, C. y E. Sevilla (2008).** “Un estudio de caso sobre banca de desarrollo y agencias de fomento”, CEFID-AR, Documento de Trabajo N° 20.

**Hargreaves, S. P. (1980).** “Choosing the Wrong ‘Natural’ Rate: Accelerating Inflation or Decelerating Employment and Growth”, *Economic Journal*, 90 (359), pp. 611-20.

**Holmstrom, B. y J. Tirole (1993).** “Market Liquidity and Performance Monitoring”, *Journal of Political Economy*, 101, pp. 678-709.

**Jeanneau, S. (2006).** “Banking Systems: Characteristics and Structural Changes”, BIS Papers N° 33, Monetary and Economic Department.

**Jensen, M. y K. Murphy (1990).** “Performance Pay and Top Management Incentives”, *Journal of Political Economy*, 98, pp. 225-263.

**Jiménez, L. F. (2006).** “Capital de riesgo para la innovación: lecciones de países desarrollados”, CEPAL, serie Desarrollo Productivo, N° 173.

**Kaldor, N. (1970).** “The Case for Regional Policies”, *Scottish Journal of Political Economy*, 17, pp. 337-48.

**Kampel, D. y A. Rojze (2004).** “Algunas reflexiones sobre el rol de la banca pública”, Documento de Trabajo N°2, CEFID-AR.

**Keen, S. (1995).** “Finance and Economic Breakdown: Modeling Minsky’s Financial Instability Hypothesis”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 17, N° 4, pp. 607-635.

**Keen, S. (1997).** “Endogenous Cycles in Linear and Nonlinear Trade Cycle Models”, *Computing in Economics and Finance 1997*, 162, Society for Computational Economics.

**Kiyotaki, N. y J. Moore (1997).** “Credit Cycles”, *Journal of Political Economy*, Vol. 105, N° 2, pp. 211-248.

**Kiyotaki, N. y J. Moore (2002).** “Balance-Sheet Contagion”, *American Economic Review*, American Economic Association, Vol. 92(2), pp. 46-50, mayo.

**Krugman, P. (1979).** “A Model of Balance-of-Payments Crises”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 11, pp. 311-325.

**La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer y R. Vishny (1999).** “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, 58 (2000), pp. 3-27.

**Lavoie, M. (2002).** “A Post-Keynesian Alternative to the New Consensus on Monetary Policy”. Trabajo presentado en la Conferencia ADEK organizada por CEMF, noviembre 14-16, Université de Bourgogne, Dijon, Francia.

**Leijonhufvud, A. (2007).** “Monetary and Financial Stability”, CEPR Policy Insight N° 14.

**Levine, R. (1991).** “Stock Markets, Growth, and Tax Policy”, *Journal of Finance*, 46, pp. 1445-1465.

**Levine, R. (2002).** “Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?”, *Journal of Financial Intermediation*, 11, pp. 398-428.

**Levine, R. (2004).** “Finance and Growth: Theory and Evidence”, National Bureau of Economic Research, Working Paper 10766.

**Levy-Yeyati, E. (2006).** “Financial Dollarization: Evaluating the Consequences”, *Economic Policy*, CEPR & CES & MSH, Vol. 21(45), pp. 61-118.

**Levy-Yeyati, E. y F. Sturzenegger (2007).** “Fear of Appreciation”, Working Paper Series 07-047, Harvard University, John F. Kennedy School of Government.

**McKinnon, R. I. (1973).** *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC: Brookings Institution.

**Minsky, H. (1992).** “The Financial Instability Hypothesis”, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper N° 74.

**Mishkin, F. (1996).** “The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy”, National Bureau of Economic Research, Working Paper N° 5464.

**Moguillansky, G., R. Studart y S. Vergara (2004).** “Comportamiento paradójico de la banca extranjera en América Latina”, Revista de la CEPAL N° 82.

**Mohanty, M. S. y P. Turner (2008).** “Monetary Policy Transmission in Emerging Market Economies: What is New?”, BIS Papers chapters, en: Bank for International Settlements (ed.), *Transmission Mechanisms for Monetary Policy in Emerging Market Economies*, Vol. 35, pp. 1-59.

**Mohanty, M. S., G. Schnabel y P. Garcia-Luna (2006).** “Banks and Aggregate Credit: What is New?”, BIS Papers N° 28, Monetary and Economic Department.

**Myers, S. y N. Majluf (1984).** “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have”, *Journal of Financial Economics*, 13 (2), pp. 187-221.

**Neftci, S. N. (1998).** “FX Short Positions, Balance Sheets and Financial Turbulence: An Interpretation of the Asian Financial Crisis”, SCEPA Working Papers 1998-18, Schwartz Center for Economic Policy Analysis (SCEPA), The New School.

**Nier, E., J. Yang, T. Yorulmazer y A. Alentorn (2008).** “Network models and financial stability”, Bank of England, Working Paper N° 346.

**Obstfeld, M. (1994).** “Risk-Taking, Global Diversification, and Growth”, *American Economic Review*, 84, pp. 1310-1329.

**Obstfeld, M. (1994).** “The Logic of Currency Crises”, *Cahiers economiques et monétaires*, 43, pp. 189-212.

**Obstfeld, M. y A. Taylor (2002).** “Globalization and Capital Markets”, capítulo en: *Globalization in Historical Perspective*, M. D. Bordo, A. M. Taylor y J. G. Williamson (eds.), NBER, pp. 121-188.

**Pesenti, P. y C. Tille (2000).** “The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction”, *FRBNY Economic Policy Review*.

**Pollin, R. y A. Zhu (2006).** “Inflation and Economic Growth: A Cross-Country Nonlinear Analysis”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 28, N° 4, pp. 593-614.

**Prasad, E., R. Rajan y A. Subramanian (2006).** “Foreign Capital and Economic Growth”, Working Paper 13619, NBER.

**Ramakrishnan, R. T. S. y A. Thakor (1984).** “Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation”, *Review of Economic Studies*, 51, pp. 415-432.

**Rapetti, M. (2005).** “La macroeconomía argentina durante la post-convertibilidad: evolución, debates y perspectivas”, El Observatorio Argentina, Economics Working Group, Policy Paper N°5.

**Razmi, A., M. Rapetti y P. Skott (2009).** “The Real Exchange Rate as an Instrument of Development Policy”, Working Paper 2009-07, University of Massachusetts Amherst.

**Rodrik, D. (2008).** “The Real Exchange Rate and Economic Growth”, Brookings Papers on Economic Activity, otoño.

**Rotemberg, J. y G. Saloner (1986).** “A Supergame-Theoretic Model of Price Wars during Booms”, *The American Economic Review*, Vol. 76, N° 3.

**Sachs J. D., A. Tornell y A. Velasco (1996).** “Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995”, Brookings Papers on Economic Activity, 1, pp. 147-215.

**Sarantis, N. (1993).** “Distribution, Aggregate Demand and Unemployment in OECD Countries”, *Economic Journal*, 103 (417), pp. 459-467.

**Sarno, L. y M. P. Taylor (2002).** “The Economics of Exchange Rates”, Cambridge University Press.

**Setterfield, M. (2002).** *The Economics of Demand-led Growth: Challenging the Supply-side Vision of the Long Run*, Cheltenham, UK: Edward Elgar.

**Shaw, E. S. (1973).** *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press.

**Singh, S., A. Razi, N. Endut y H. Ramlee (2007).** “Impact of Financial Market Developments on the Monetary Transmission Mechanism”. Trabajo preparado para la Conferencia Bank Negara Malaysia - BIS sobre “Financial Market Developments and their Implications for Monetary Policy”, Kuala Lumpur, 13 de agosto.

**Sirri, E. R. y P. Tufano (1995).** “The Economics of Pooling”, en *The Global Financial System: A Functional Approach*, B. Crane et al. (eds.), Boston, MA: Harvard Business School Press, pp. 81-128.

**Taylor, L. (1998).** “Capital Market Crises: Liberalisation, Fixed Exchange Rates and Market-Driven Destabilization”, *Cambridge Journal of Economics*, 22(6), pp. 663-676.

**Tobin, J. (1969).** “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1:1, pp. 15-29.

**Tovar, C. (2006).** “Structural Transformation of Financial Systems and its Implications for Monetary Policy in Latin America and the Caribbean”, BIS Papers N° 33.

**Turner, P. (2001).** “Bond Markets in Emerging Economies: An Overview of Policy Issues”, BIS Papers N° 11.

**Vera, L. (2011).** “The Simple Post Keynesian Monetary Policy Model: An Open Economy Approach”, mimeo.

**Weber, A. (2006).** “The Role of Interest Rates in Theory and Practice: How Useful is the Concept of Natural Real Rate of Interest for Monetary Policy?”, Inaugural GLS Shackle Biennial Memorial Lecture, St. Edmund’s College, Cambridge.

**Woodford, M. (2003).** *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press.

**Young, A. A. (1928).** “Increasing Returns and Economic Progress”, *Economic Journal*, 38 (152), pp. 527-42.