

**REVISTA**

*de la*

**C E P A L**

**NUMERO 53**

**AGOSTO 1994**

**SANTIAGO DE CHILE**

**ANIBAL PINTO**

*Director*

**EUGENIO LAHERA**

*Secretario Técnico*



**NACIONES UNIDAS**

S U M A R I O

<b>América Latina y el Caribe frente a la economía mundial</b>	<b>7</b>
<i>Gert Rosenthal</i>	
<b>Afluencia de capitales externos y políticas macroeconómicas</b>	<b>13</b>
<i>Andras Uthoff y Daniel Titelman</i>	
<b>Represión financiera y patrón de financiamiento latinoamericano</b>	<b>31</b>
<i>Marcos Antonio Macedo Cintra</i>	
<b>Políticas de competitividad</b>	<b>49</b>
<i>Wilson Peres</i>	
<b>Política industrial y fomento de la competitividad</b>	<b>59</b>
<i>Oswaldo Rosales</i>	
<b>El regionalismo abierto y la integración económica</b>	<b>81</b>
<i>Juan A. Fuentes K.</i>	
<b>Transformaciones del trabajo femenino urbano</b>	<b>91</b>
<i>Irma Arriagada</i>	
<b>La gestión del agua y las cuencas en América Latina</b>	<b>111</b>
<i>Axel Dourojeanni</i>	
<b>Políticas públicas y competitividad de las exportaciones agrícolas</b>	<b>129</b>
<i>Milton von Hesse</i>	
<b>Agroindustria y transformación productiva de la pequeña agricultura</b>	<b>147</b>
<i>Alejandro Schejtman</i>	
<b>Grupos privados nacionales en México, 1988-1993</b>	<b>159</b>
<i>Celso Garrido</i>	
<b>Evolución y perspectivas de la reforma y la apertura en China</b>	<b>177</b>
<i>Li Cong</i>	
<b>Orientaciones para los colaboradores de la Revista de la CEPAL</b>	<b>185</b>
<b>Publicaciones recientes de la CEPAL</b>	<b>186</b>

# Represión financiera *y patrón de financiamiento* latinoamericano

---

**Marcos Antonio Macedo Cintra**

*Candidato al Doctorado en  
Economía, Instituto de  
Economía de la  
Universidad de Campinas.*

Este artículo presenta una evaluación crítica de la teoría de la represión financiera, a la que contrapone un enfoque alternativo sobre el financiamiento del proceso de desarrollo, basado principalmente en la tradición keynesiana. El concepto de represión financiera se refiere a la situación de un mercado con obstáculos institucionales, tanto de política económica como administrativos, que le impiden alcanzar posiciones de equilibrio, comprometiendo de ese modo la racionalidad del proceso de asignación de recursos. Las consecuencias de política que se siguen de esta teoría se refieren, principalmente, a la liberalización del sector financiero como un aporte al proceso de desarrollo. El autor busca precisar las limitaciones de las opciones de política basadas en la teoría de la represión financiera y proponer otras, que correspondan mejor a las condiciones estructurales de los mercados financieros latinoamericanos y su inserción en los mercados internacionales de crédito. Se concluye que se requiere desarrollar nuevas formas de creación de crédito e intermediación financiera y no sólo reorientar los recursos y las instituciones existentes. No puede exigirse exclusivamente al sector financiero la corrección de las características intrínsecas de un determinado patrón de desarrollo, ni la reasignación de los recursos en direcciones determinadas, o el aumento de la tasa de inversión. De allí que el Estado, en diferentes situaciones, se haya visto obligado a utilizar mecanismos de política financiera que facilitaran el proceso de industrialización.

# I

## Introducción

En el prefacio de la *Teoría General*, Keynes afirmó que la elaboración de ese libro había representado para el autor una larga lucha de liberación, y que su lectura debía ser lo mismo para la mayoría de los lectores (...): “una lucha de liberación de las formas habituales de pensamiento y expresión. Las ideas tan laboriosamente expresadas en él eran sumamente simples y deberían ser evidentes. La dificultad no radicaba en las nuevas ideas, sino en escapar de las antiguas, que se ramificaban (...) por todos los rincones de la mente” (Keynes, 1985, p. 4).

Recojo, de alguna manera, el debate de Keynes con los liberales de su época respecto de las instituciones y los mercados financieros en el proceso de acumulación de capital y, por consiguiente, en el crecimiento económico. Las antiguas ideas surgieron nuevamente en 1973 con los libros de McKinnon (1974)<sup>1</sup> y de Shaw (1973), que tratan de establecer el vínculo entre los procesos monetarios y la acumulación de capital en el mundo en desarrollo, y constituyen un “enfoque financiero del desarrollo económico”, que se transformó en la nueva ortodoxia en los círculos académicos estadounidenses y en las principales instituciones internacionales que proporcionan líneas básicas de acción política a los países en desarrollo (FMI y Banco Mundial) y que fue plenamente adoptado en las experiencias liberalizantes del Cono Sur latinoamericano entre 1973 y 1984.

McKinnon y Shaw, apoyados en una visión keynesiana de la relación entre ahorro e inversión, incrementada por una rigidez institucional en el mercado financiero debido a la intervención estatal, elaboraron el concepto de represión financiera. Por represión se entiende la situación de un mercado que enfrenta obstáculos institucionales (de política económica y administrativos) para lograr una posición de equilibrio y, por lo tanto, comprometen la racionalidad del proceso de asignación de recursos.

□ Este artículo se basa en la disertación de maestría realizada por el autor en el Instituto de Economía de la Universidad de Campinas, “Uma Visão Crítica de Teoria da Repressão Financeira”, Dissertação de Mestrado, IE/UNICAMP, Campinas, mimeo, 1993.

<sup>1</sup> Junto a esta nueva literatura económica, que propugnaba la ampliación de los mercados financieros, se creó el mencionado Programa en la OEA, bajo la iniciativa del gobierno estadounidense.

Para estos teóricos, la restricción a la expansión de las inversiones en los países en desarrollo radica en la falta de liquidez en los mercados crediticios, debido a la represión en el sector bancario y en los mercados de capitales. En otras palabras, el problema principal de los países subdesarrollados es la represión financiera, es decir, el mantenimiento de tasas de interés por debajo de la tasa de equilibrio y políticas de crédito selectivo, con efectos perjudiciales para la asignación del ahorro.<sup>2</sup>

La liberalización (aumento de la tasa de interés y desreglamentación de la actividad bancaria) pasa a considerarse como la manera de estimular el ahorro, la intermediación financiera y la inversión. Lo medular del argumento se halla en la suposición de que toda inversión no financiada directamente por el ahorro previo del propio inversionista debería financiarse con el ahorro depositado en los bancos. El papel de éstos se limita a centralizar y trasladar el ahorro a los inversionistas, según la tasa de interés que equipara la oferta y la demanda de fondos para préstamos (ahorro e inversión en equilibrio). Quiere decir que las instituciones financieras son sólo intermediarias del ahorro, en vista de que el volumen de los fondos para préstamos se determina externamente al sistema.<sup>3</sup>

En ese sentido, el aumento de la tasa de interés constituye la pieza fundamental de la política de liberalización financiera: debería dejarse que fluctuara

<sup>2</sup> Cabe subrayar que la teoría de la represión financiera posee el mérito de ser una de las pocas, tal vez la única, entre las vertientes ortodoxas de la teoría del desarrollo, que trata del papel que desempeña el sistema financiero en el crecimiento económico, o mejor, en el financiamiento del desarrollo.

<sup>3</sup> En los años treinta, en un debate con Keynes, Olhin (1987, p. 160) presentó argumentos similares: “Si un gobierno autoritario fija una tasa de interés mucho menor que la tasa que prevalecería en un mercado libre, en cualquier período el ahorro y la nueva inversión *ex post* permanecen, sin embargo, iguales, aunque se compruebe que la cantidad de crédito ofrecida haya sido menor que la demandada, presentándose una especie de ‘racionamiento’”. Cabe recordar que el mercado crediticio reacciona de la misma manera que el de bienes cuando se fijan precios máximos”. En verdad, Shaw, McKinnon y Olhin están asociados a la tradición de la teoría del ahorro y la inversión, de Estocolmo, conocida también como teoría wickselliana de la tasa natural de interés o teoría de los fondos de préstamo (Wicksell, 1978).

hasta los niveles adecuados para eliminar el déficit del ahorro interno, provocado por tasas de interés artificialmente bajas. Con el aumento de la tasa de interés se expandirían los depósitos bancarios —lo que permitiría el incremento del crédito y de los fondos de inversión— y el ahorro se liberaría de usos inferiores, lo que haría posible un aumento en la eficiencia de la asignación. Además, con tasas de interés más elevadas se desestimularía la sobreinversión existente en actividades, así como la especulación con activos o existencias reales o de riesgo.

## II

### El financiamiento del desarrollo económico y la represión financiera

Es importante examinar las relaciones existentes entre la acumulación financiera y la acumulación de capital productivo, base de la argumentación de los teóricos de la “represión financiera”. Analizaremos en forma crítica las funciones y la índole institucional del capital para préstamos y del ahorro en la formación de capital productivo, las dimensiones financiera y real del ahorro y los procesos causales de la determinación de la tasa de interés, del ahorro y de la inversión.

La visión de Keynes en cuanto al papel que desempeña el crédito en el financiamiento de la inversión excluye la hipótesis de que la inversión exige un acto de ahorro previo, equiparado por la tasa de interés. La determinación de la tasa de interés no se da, para Keynes, mediante la igualdad *ex ante* entre ahorro e inversión. Habría siempre, *ex post*, ahorro suficiente para cubrir las inversiones realizadas. La determinación de los intereses tiene lugar, institucionalmente, en el mercado monetario a través de la política de los bancos centrales y por la demanda de

El análisis de las tesis iniciales y de la profunda revisión crítica y autocrítica que experimentó la “teoría de la represión financiera” tiene por objetivo evaluar la liberalización económica, a ultranza, como política adecuada a la reestructuración productiva de un país en desarrollo que enfrenta fuertes restricciones en materia de fuentes de financiamiento de la inversión productiva.<sup>4</sup> Por razones metodológicas y de finalidad, en el presente artículo nos atenderemos a la validez de las hipótesis teóricas y a la lógica interna de los diagnósticos y propuestas.

moneda, principalmente por parte de los empresarios, y expresa la etapa de la preferencia de una comunidad por la liquidez.<sup>5</sup> Por consiguiente, las dos variables pertinentes para determinar la tasa de interés son: la cantidad de moneda en circulación —la oferta de moneda— y la manera como los agentes deciden mantener sus reservas monetarias, ya sea en forma de dinero o en forma de títulos, lo que Keynes denominó “teoría de la preferencia por la liquidez de la tasa de interés”.<sup>6</sup>

Mediante el principio de la demanda efectiva, que impone una relación causal unilateral entre los gastos y el ingreso, Keynes demuestra que la inversión es la variable dinámica de la economía, cuya realización depende de las expectativas de los capitalistas en cuanto a sus rendimientos futuros y no de un fondo de ahorro previo.<sup>7</sup> “El ahorro, de hecho, no pasa de

<sup>4</sup> Para un panorama general de las diversas corrientes críticas de las tesis de la represión financiera, como por ejemplo, el enfoque neoestructuralista, la teoría del racionamiento del crédito, el papel de la reglamentación y la supervisión del sistema financiero y la secuencia de la liberalización, véase Ferreira, Freitas y Schwartz (1992), especialmente las páginas 202 a 235. Los autores demuestran que el diagnóstico inicial de McKinnon y Shaw, centrado en la defensa de las tasas elevadas de interés y en la eliminación de la intervención pública en los mercados financieros, ya no es defendible, aun cuando nos atuviésemos a los límites de las teorías liberales.

<sup>5</sup> Según Keynes (1987a, p.151) “(...) la tasa de interés es un fenómeno monetario, (...) en el sentido de que equipara las ventajas de la posesión presente del dinero y del derecho futuro sobre éste”. Es decir, la tasa de interés sobre una inversión de determinada calidad y de cierto plazo se establece al nivel que, en la evaluación de quienes detentan la riqueza, hace más ventajoso el cambio de la liquidez inmediata por la perspectiva de aumento de la riqueza futura.

<sup>6</sup> “(...) la tasa de interés pertinente para la inversión *ex ante* es aquella determinada por la oferta corriente de dinero y por el estado corriente de la preferencia por la liquidez, en la fecha estipulada por el financiamiento exigido por las decisiones” (Keynes, 1987b, p. 167).

<sup>7</sup> “(...) no es la tasa de interés sino el nivel de ingreso el que asegura la igualdad entre ahorro e inversión” (Keynes, 1987a, p. 154).

ser un simple residuo" (Keynes, 1985, p. 53),<sup>8</sup> pues los empresarios sólo pueden decidir lo que van a gastar y no lo que van a ahorrar. De manera que el crédito y no el ahorro es el motor financiero del proceso de acumulación de riqueza capitalista. De esta manera, el papel decisivo que desempeña el sistema financiero en el suministro de recursos para la realización de los gastos de inversión es completamente distinto, toda vez que no proviene propiamente de la acumulación del ahorro sino de su capacidad de expandir o contraer, de manera autónoma, la liquidez y el crédito.

En resumen, si es cierto que los sistemas financieros plenamente desarrollados desempeñan un papel fundamental en el proceso de expansión de una economía capitalista, como lo subrayan las dos corrientes de pensamiento, el modo de concebir teóricamente esas interrelaciones tiene, sin embargo, consecuencias muy diversas. Desde el punto de vista keynesiano, sería un equívoco identificar "ahorro" con depósitos y con "activos financieros" y reconocer que la tasa de interés regula la "oferta y demanda" de los fondos para préstamos,<sup>9</sup> porque esos saldos líquidos no sólo no se transforman automáticamente en inversiones, sino que, por el contrario, su valoración recurrente en el circuito financiero se presenta como una alternativa de inversión para las empresas, ya que, si se mantiene una tasa de interés positiva y creciente, la tendencia sería una drástica reducción de la inversión productiva. En fin, las determinaciones del ahorro financiero son diferentes de las que rigen para las inversiones y pueden, incluso, contradecirse y retroalimentarse, generando cada vez más masa financiera y menos inversión productiva.

<sup>8</sup> Se trata de una corriente de ingreso, registrada en las cuentas nacionales, que corresponde a los gastos en bienes y servicios para la inversión.

<sup>9</sup> Debemos dejar constancia de que la tradición de la teoría de los fondos para préstamos fue duramente criticada por Keynes (1985, p. 168): "Ahora (en la *Teoría General*) ya no soy de opinión de que el concepto de una tasa 'natural' de interés, que antes me pareció una de las ideas más promisorias, pueda aportar a nuestro análisis una contribución verdaderamente útil o importante". Según Belluzzo y Almeida (1990, p. 64): "La objeción de Keynes en cuanto a la 'tasa natural' es que las expectativas empresariales están en constante mutación y provocan alteraciones súbitas en la hipotética tasa natural, o sea, en la evaluación del futuro, de manera que el sistema de precios de los activos se movería continua e independientemente de las políticas bancaria y monetaria. El caso extremo es el de la 'trampa de liquidez', en que el sistema de precios se vuelve insensible a los estímulos monetarios. La contribución de Keynes fue, de esta manera, la de demostrar que los sistemas monetarios no poseen una seguridad natural y que la única posibilidad de operar en forma estable consiste en que el pasado siga reproduciéndose en el presente y determine las expectativas del futuro".

En otras palabras, no existe una relación a priori, como afirman los teóricos de la represión financiera, entre el ahorro financiero, correspondiente a los activos financieros totales, que valorizan los saldos monetarios líquidos de los agentes superavitarios, a veces hasta como protección contra la corrosión inflacionaria, y el "ahorro real", correspondiente a una corriente de ingreso asociada a un acto de inversión. Según Keynes: "(...) si nos vemos tentados a considerar la moneda como la bebida que estimula la actividad del sistema, no nos olvidemos de que pueden surgir muchos inconvenientes entre la taza y los labios" (Keynes, 1985, p. 125).

Las decisiones en materia de acumulación de bienes de capital dependen de las expectativas de rentabilidad futura y son prerrogativas exclusivas de los capitalistas y del Estado. Este último lo hace mediante la acción directa, a través de la ejecución del presupuesto público o por medio de las empresas estatales, e indirecta, a través del efecto multiplicador del gasto público y de la manipulación de las condiciones generales de precios, intereses, tipo de cambio, sueldos, crédito, etc., que condicionan las iniciativas del sector privado.

Sin embargo, en la dinámica capitalista no basta que los empresarios prevean la rentabilidad para que decidan invertir. Necesitan tener bajo su mando una cantidad apropiada de recursos de capital-moneda, a costos compatibles. Así, dada una curva de eficiencia marginal del capital (la medida de la rentabilidad esperada de un activo de capital) y manteniendo una política acomodaticia por parte de los bancos, el financiamiento será igual a las necesidades de liquidez de los inversionistas. La inversión, al provocar una corriente de ahorro estrictamente equivalente a su monto a posteriori, no necesita de ningún fondo previo de ahorro para realizarse, pero sí necesita del crédito. La expansión de éste es anterior e indispensable para el surgimiento del ahorro mismo.

En resumen, en la perspectiva keynesiana la expansión de las inversiones y, por consiguiente, del ingreso en una economía capitalista depende: i) de las expectativas de los agentes en cuanto a mercados, tecnologías, realización de utilidades, capacidad ociosa proyectada, etc.; ii) de la existencia de mecanismos adecuados de financiamiento interno, y iii) de la disponibilidad de las divisas necesarias para la importación de materias primas y equipos, así como para hacer frente a los servicios financieros del capital externo. Por el momento, nos interesa profundizar los temas relativos al financiamiento interno y externo.

## 1 La función activa del crédito en el financiamiento de la inversión

Comencemos por la importancia de los bancos en la materialización del crecimiento y de la inversión. Además de su función de intermediación financiera los bancos generan moneda para suplir los adelantos de crédito.<sup>10</sup> La moneda o el crédito se generan cuando un banco adquiere activos y emite, en contrapartida, pasivos en moneda de crédito. En la etapa siguiente los bancos se preocupan por sus posiciones de liquidez (la constitución de las reservas pasivas). Estas pueden adquirirse en los bancos centrales (que descuentan títulos privados en posesión de los bancos),<sup>11</sup> en el sistema interbancario (aprovechando los saldos inactivos de otros bancos) o a través de los propios depósitos bancarios, dependiendo de la tasa de captación. El valor de ésta depende, en gran parte, del valor futuro de la moneda previsto por los agentes y está, por consiguiente, sometido a la convención del mercado financiero, es decir, representa el premio de liquidez predominante. Y depende también de la competencia existente en este mercado en cuanto a recursos adicionales a fin de cubrir posiciones activas ya realizadas por los bancos.

La moneda de crédito es, entonces, endógena, pues es creación del sistema bancario en respuesta al estado de los negocios y en función de sus previsiones y expectativas en relación con el desempeño de la economía. Sin embargo, la política monetaria no es necesariamente pasiva. Los bancos centrales, siempre que tengan control sobre las reservas monetarias a través del encaje obligatorio respecto de sus reservas bancarias, de la tasa de redescuento y de la política de mercado abierto, tienen la facultad de regular la expansión de la liquidez primaria, es decir, pueden determinar la base monetaria.

La política monetaria consiste en la manipulación de las tasas de interés y del nivel de las reservas bancarias para influir, mediante esos instrumentos, sobre el volumen y el precio del crédito bancario en el corto plazo. A largo plazo, la cantidad de dinero se reproduce a través de las relaciones de debe y haber entre los agentes financieros y no financieros. La va-

riación de la cantidad de dinero es, por consiguiente, función de las solicitudes de demanda de crédito atendidas por los bancos que, con posterioridad, buscan los fondos para respaldarlas. En términos agregados y a largo plazo, el financiamiento bancario es autofinanciado. Los bancos hacen préstamos que retornan al sistema en forma de depósitos, siendo el financiamiento de las reservas para sufragar los nuevos préstamos la única necesidad corriente de los bancos.

En resumen, no obstante el grado de maniobra de la política monetaria, la causa fundamental de la variación de la cantidad de dinero no radica en la manipulación de corto plazo que pueden realizar las autoridades monetarias sobre estos fondos y sus precios, sino en el financiamiento bancario de las decisiones de gasto de los capitalistas.<sup>12</sup>

En esa perspectiva, es básicamente la dinámica del lucro, a partir de la persistencia de la expansión del gasto agregado, la que garantiza la solvencia de los agentes económicos, es decir, se genera un poder de compra para amortizar las deudas pasadas. En palabras de Belluzzo y Almeida (1989, pp. 121 y 122): "Es con esta utilidad que ellas (las empresas) sirven las deudas, pagan los impuestos y acumulan fondos financieros, con lo que permiten a los bancos renovar las existencias financieras. Por lo tanto, es la continuación del proceso de inversión y endeudamiento lo que permite servir la deuda pasada. (...) la economía genera deuda ahora para que la deuda pasada pueda ser servida". En consecuencia, "(...) desde el punto de vista macroeconómico, la baja de la inversión implica necesariamente el aumento del endeudamiento porque quita a las empresas la capacidad de servir la deuda

<sup>10</sup> Esos créditos pueden destinarse tanto al financiamiento de la formación de capital fijo como a la producción corriente, al consumo, a la adquisición de activos reales o financieros ya existentes con fines especulativos o de acumulación.

<sup>11</sup> Al descontar títulos privados en posesión de los bancos, el banco central fija el precio de sus préstamos de liquidez al sistema bancario (Keynes, 1971, pp. 43 a 69).

<sup>12</sup> "El financiamiento de la inversión adicional se realiza mediante la llamada creación de poder de compra. Hay un aumento de la demanda de créditos bancarios y éstos son concedidos por los bancos. Los recursos utilizados por los empresarios para la construcción de nuevos establecimientos concierne a las industrias de bienes de inversión. Esa demanda adicional pone en operación los equipos ociosos y la mano de obra desempleada. El aumento del empleo es una fuente de demanda adicional de bienes de consumo y ello, a su vez, genera un nivel más alto de empleo en las industrias respectivas. Finalmente, el gasto de la inversión adicional va, directamente y a través de los gastos de los trabajadores, a los bolsillos de los capitalistas (suponemos que los trabajadores no ahorran). Las utilidades adicionales vuelven a los bancos en forma de depósitos. Los créditos bancarios aumentan en un monto igual a la inversión adicional y los depósitos en igual valor a las ganancias adicionales. Los empresarios que efectúan una inversión adicional 'impulsan' hacia los bolsillos de otros capitalistas las ganancias que son iguales a sus inversiones y se convierten en deudores de esos capitalistas por un monto igual, a través de los bancos" (Kalecki, 1983, p. 24).

pasada. Además, la contracción de la inversión, al deprimir la acumulación interna de las empresas, reduce el capital propio y frustra el intento de reducir el grado de endeudamiento. Ello significa que si cada unidad desea disminuir su déficit corriente, el resultado para el conjunto será un agravamiento de la situación patrimonial y de los compromisos corrientes, por la rigidez de los costos financieros de la deuda contratada en el pasado”.

Si se considera el sistema dinámicamente, con la inversión y el ahorro en continua realimentación, la contribución del crédito al proceso de formación de capital queda determinada por la generación del valor excedentario, es decir, por las utilidades.<sup>13</sup> Si la masa de utilidades no se mantiene, a causa de la interrupción de la inversión productiva que alimentaría la parte activa del capital, la dinámica del lucro se enfría y el peso de la parte pasiva queda de manifiesto. Por consiguiente, ante una reducción imprevista de la tasa de crecimiento, las empresas tendrán dificultades para saldar sus compromisos con el sistema bancario. La alternativa sería la repactación de sus deudas endeudándose más, es decir, aceptando una reducción en la proporción del capital propio respecto del capital total y, a veces, en peores condiciones en materia de tasas, plazos y márgenes, con lo que se deteriora el grado de fragilidad financiera de la empresa, o promover una recomposición patrimonial, mediante la suscripción de nuevas acciones, el ingreso de nuevos socios, etc. Aparece, entonces, un problema de intermediación financiera, de compatibilizar plazos en función de las aversiones al riesgo de cada uno de los agentes económicos, a fin de canalizar recursos para consolidar las deudas de los inversionistas.

Sin embargo, no es necesario suponer una coyuntura de caída de la inversión para demostrar que una intermediación financiera con una base de captación de las inversiones a mediano y largo plazo capaz de garantizar la estabilidad y solidez operacional a las instituciones es de vital importancia. Ya afirmamos que los bancos hacen anticipos temporales de poder de compra destinados a cubrir el desfase temporal entre la decisión de invertir y su realización. A nivel macroeconómico, los préstamos contratados para fines de inversión en general tienen como base la distribución temporal de los ingresos asociados al proyecto y éstos solamente se producen después de que

una nueva capacidad productiva se halla instalada y en operación. Sin embargo, si se impone, por diversas razones, la necesidad de saldar los créditos adeudados antes de que el proyecto de inversión genere los ingresos previstos, o si la tasa de rendimiento de la inversión se revelara inferior a lo esperado, el inversionista tendrá, de una manera u otra, que acudir al mercado financiero en busca de refinanciamiento.<sup>14</sup>

Lo que importa retener de ese debate es la necesidad de contar con mecanismos financieros capaces de alargar el perfil de las deudas. Si la intermediación financiera no funciona puede producirse el incumplimiento del deudor-inversionista, un aumento de la fragilidad financiera del sistema o transferencias de propiedad. Por una parte, la posibilidad de esta “insuficiencia”, percibida *ex ante* por los inversionistas, puede actuar como una restricción a las actividades de inversión. Por otra parte, la garantía de que el sistema bancario adoptará una postura acomodaticia o que el banco central influirá en él en esa dirección será una poderosa incitación a invertir.

De esta manera, los mecanismos que hacen posible la conversión de la deuda de corto plazo en deuda de largo plazo confieren mayor estabilidad al proceso de inversión, ya que reducen los riesgos de una alteración de la propiedad de los activos cuando termina un proceso de generación de utilidades, o mientras la nueva capacidad productiva todavía no haya generado ingresos suficientes para amortizar las deudas contraídas.<sup>15</sup> En otras palabras, la falta de una articulación entre el corto y el largo plazo en el mercado de capitales hace más inestable al sistema y más compleja su regulación.<sup>16</sup>

<sup>13</sup> Respecto de los límites de la contribución del crédito al proceso de formación de capital, véase Zoninsein (1989).

<sup>14</sup> Tavares (1983, p. 110) subraya que es perfectamente posible financiar las inversiones mediante la ampliación y renovación continuas de la deuda de corto plazo, cuya solvencia está garantizada en las etapas de expansión por el rápido crecimiento de la producción y la creciente retención de las utilidades. Sin embargo, esa conclusión sólo es válida para ampliar la capacidad en los sectores donde no existen indivisibilidades técnicas significativas y los plazos de vencimiento son relativamente cortos.

<sup>15</sup> Debemos hacer hincapié, sin embargo, en que “la inestabilidad está en la naturaleza de las economías monetarias” y que la creación endógena de moneda por los agentes privados (bancos y empresas) constituye un modo de estimular y prolongar la fase expansiva del ciclo, cuando las perspectivas de utilidades crecientes sostienen la confianza de esos agentes, pero no de evitar la iliquidez cuando la coyuntura es desfavorable.

<sup>16</sup> “En un mundo incierto y a falta de consolidación financiera, los bancos se verían obligados a reducir su margen de seguridad (activos líquidos/activos ilíquidos) o los inversionistas se verían forzados a refinanciar su pasivo de largo plazo hasta el vencimiento y el rendimiento de las inversiones. En ambos casos —y dadas las



En este contexto se inserta el debate entre los poskeynesianos, iniciado por Asimakopulos (Asimakopulos, 1983, pp. 221 a 233, y Davidson, 1986), respecto de las funciones y la institucionalidad del crédito y del ahorro en el proceso de formación de capital, que dista de estar agotado. Para esos teóricos, a partir de los debates de Keynes con Hicks, Robertson y Olhin, se puede deducir que el financiamiento de la inversión presenta dos dimensiones: en primer lugar, tenemos el financiamiento de la inversión mediante el crédito de corto plazo concedido por el sector monetario del sistema financiero; en segundo lugar, está la consolidación de las deudas de corto plazo a través de la movilización del ahorro financiero en el segmento de largo plazo del sistema financiero y mercado de capitales (Minsky, 1985, p. 318). En este caso, al ahorro —en el sentido de un ingreso acumulado cuyo poder de gasto fue diferido en el tiempo y no es consecuencia de una restricción al consumo— corresponde el papel de reparar las estructuras pasivas y activas de las empresas inversionistas.

En palabras del propio Keynes: “Cuando el empresario decide invertir, debe estar seguro de dos cosas: primero, que puede obtener recursos suficientes a corto plazo, durante el período de producción de la inversión; y segundo, que acabará por financiar sus obligaciones de corto plazo mediante una emisión de largo plazo, en condiciones satisfactorias. De vez en cuando puede estar en posición de utilizar sus propios recursos, o hacer de inmediato su emisión de largo plazo. Pero esto no hace diferencia en cuanto al monto de ‘financiamiento’ que el mercado debe encontrar como un todo, sino sólo en cuanto al conducto por el cual el financiamiento llega al empresario y en cuanto a la probabilidad de que una parte de dichos fondos pueda resultar de la liberación de dinero por parte del propio interesado o del resto del público. De este modo, es conveniente considerar el doble proceso —finanzas y provisión de fondos (*finance* y *funding*)— como el más característico” (Keynes, 1987b, p. 166).<sup>17</sup> Veamos, resumidamente,

---

características del pasivo de los bancos—, la posibilidad de que se produjeran cambios futuros en las tasas de interés o en las condiciones de crédito implicaría un riesgo excesivo para ambos agentes” (Stuart, 1993, p. 110).

<sup>17</sup> Sin embargo, debemos agregar la siguiente reserva: “Ahora bien, los mercados de nuevos préstamos de corto plazo y de nuevas emisiones de largo plazo son sustancialmente los mismos de las viejas transacciones y, en nuestro plan actual de debate, no son importantes las pequeñas anomalías (...)”. Keynes parece sugerir que la compatibilización de las estructuras pasivas y activas, de distintos plazos, riesgos y garantías, puede efectuarse dentro del

cada una de esas dimensiones del proceso de financiamiento de la inversión: las finanzas y la provisión de fondos.

## 2. El circuito finanzas-inversión-provisión de fondos

La existencia de un sistema de bancos comerciales emisores de moneda fiduciaria, que actúan como intermediarios de las corrientes de financiamiento, libera a los inversionistas de cualquier necesidad previa de ahorro, como ya afirmamos. Los bancos financian la inversión a través de un fondo rotatorio —el fondo de finanzas— y si ello fuera insuficiente, mediante la multiplicación de sus depósitos a la vista. La inversión se financia, entonces, en el mercado monetario. El sistema bancario expande el crédito independientemente de la captación anticipada de capital-monedra, como afirma la teoría de la represión financiera, y sin comprometer la autosustentación del proceso de acumulación.<sup>18</sup>

De esa manera, las finanzas se componen de líneas de crédito o avances bancarios que permiten anticipar recursos futuros (ingresos futuros) con el propósito de financiar la inversión. Por lo tanto, anteceden a la inversión y no tienen relación alguna con el ahorro. Los bancos crean moneda y no ahorro y no pueden, de este modo, ajustar la oferta a la demanda de fondos, es decir, el ahorro a la inversión.

Belluzzo y Almeida (1989, p.121) describen de esta manera la demanda de moneda al sistema bancario: “(...) el aumento de la inversión sólo puede realizarse macroeconómicamente mediante el endeudamiento de las unidades de gasto. Esta inversión, al generar utilidades, restaura las condiciones de liquidez de los préstamos, o sea, la generación de utilidades mantiene las condiciones de renovación del

---

propio sistema de financiamiento. Es decir, el sistema financiero se encargaría de diversificar los activos confiriéndoles características de divisibilidad, liquidez, rentabilidad y seguridad. Sin embargo, ello no elimina la necesidad de contar con superávit de ingresos temporalmente disponibles y susceptibles de ser libremente manejados.

<sup>18</sup> Según Keynes (1987b, p. 168): “(...) las finanzas constituyen, básicamente, un fondo rotatorio. No emplea ahorro. Es, para la comunidad, como un todo, sólo una transacción contable. Luego de ‘usarse’, en el sentido de gastarse, la falta de liquidez se compensa automáticamente y la disposición de iliquidez temporal está nuevamente lista para ser utilizada una vez más (...). En su mayor parte, la corriente de nuevos recursos requeridos por la inversión *ex ante* corriente es suplida por el financiamiento liberado por la inversión *ex post* corriente”.

fondo financiero administrado por los bancos y generado originalmente por la emisión del crédito de los bancos contra sí mismos y con arreglo a la demanda de aquellos que van a realizar el gasto. El principio de la demanda efectiva (el nivel de ingresos y empleo de la comunidad está determinado por las decisiones en materia de gasto de los capitalistas) exige tan sólo que una determinada decisión de gasto sea validada por el sistema bancario como administrador de la moneda y de los fondos financieros de la sociedad. Los bancos sancionan la apuesta capitalista en la adquisición de nuevos activos de capital y las utilidades derivadas de esta inversión sancionan la apuesta de los bancos”.

Sin embargo, nada garantiza que el empresario conseguirá convertir automáticamente sus obligaciones de corto plazo en deudas de largo plazo. Existe un riesgo en este proceso y el empresario adopta sus decisiones sobre la base de sus expectativas de rentabilidad, es decir, las finanzas poseen un componente especulativo. En otras palabras, en el asunto de la compatibilidad entre plazos y tasas hay siempre un riesgo que forma parte del cálculo especulativo intrínseco a cualquier decisión de inversión capitalista.

No obstante, con miras a reducir el grado de ese riesgo, simultáneamente a la materialización de las fuentes de crédito de corto plazo las empresas inician negociaciones con los bancos de inversión y con otras instituciones del mercado de capitales, para movilizar los fondos de largo plazo necesarios para la consolidación financiera de la inversión: proceso de provisión de fondos.

La consolidación de la inversión se compone, entonces, de colocaciones de deuda de largo plazo o de derechos de propiedad en el mercado financiero y de capitales. Las deudas pueden ser mantenidas por las propias unidades de gasto, mediante la acumulación interna de utilidades o por las carteras de los intermediarios financieros. En este caso, una parte de los activos financieros de largo plazo mantenida por las unidades “ahorrantes” adopta la forma indirecta de depósitos a plazo, cuotas de fondos privados de pensiones y jubilaciones, pólizas de seguro, fondos de acciones en los bancos, fondos mutuos de inversión, bonos sin garantía específica o acciones en poder de los bancos, entre otras.

De esta manera, las fracciones del capital utilizado en el proceso de consolidación de la inversión provienen de la canalización del ahorro real, es decir,

el ingreso acumulado, cuyo poder adquisitivo fue retrasado en el tiempo. Sin embargo, no basta la existencia de determinado volumen de ahorro. Es preciso que ese ahorro financiero se canalice efectivamente para atender las necesidades de la provisión de fondos.<sup>19</sup>

A pesar del papel desempeñado por el sistema financiero en el funcionamiento continuo de los mercados de títulos de largo plazo, Baer destaca que “(...) la actuación de los agentes financieros (...) es de índole residual, ya que los ahorrantes deben asumir el grueso de la carga de los activos financieros. Es decir, se necesita que haya capacidad de provisión de fondos, y el papel de los bancos consiste en estar dispuestos a cubrir posibles necesidades de circulación financiera en los mercados de capitales” (Baer, 1983, p. 37).

En las economías de industrialización tardía la intervención de los gobiernos, en el sentido de viabilizar la consolidación de las inversiones, tiene lugar, de manera predominante, a través de los bancos estatales de fomento, del establecimiento de fondos obligatorios de ahorro financiero y de mecanismos discrecionales de asignación de crédito.<sup>20</sup>

En suma, para nuestros propósitos, es importante retener de ese debate que el mantenimiento de la estabilidad del crecimiento económico capitalista presenta como condición necesaria, aunque no suficiente, el desarrollo de instrumentos financieros que hagan posible la transformación de la riqueza heredada del pasado en diversas formas de activos, inclusive en títulos de largo plazo.

Evidentemente, la teoría de la represión financiera no tiene en cuenta la distinción entre los mecanismos de financiamiento de corto plazo y de consolida-

<sup>19</sup> Véase Baer (1993, p. 29): “(...) aunque las decisiones de inversión y de ahorro sean totalmente independientes a nivel de los agentes individuales, es necesario que exista una compatibilidad mínima entre el volumen global de las inversiones que amplían la capacidad productiva y sus necesidades de financiamiento de largo plazo y el volumen del ahorro y su forma de inversión como base del proceso de provisión de fondos”. Subrayamos que el nivel del ahorro agregado está relacionado con el nivel y la distribución del ingreso, así como con el modelo de crecimiento y consumo de la economía, derivado de las características estructurales de la industrialización.

<sup>20</sup> Veremos, a continuación, las dificultades inherentes para dinamizar los mecanismos de consolidación e intermediación del ahorro financiero y para asegurar la complementariedad entre las actividades de crédito bancario y las de participación en el capital accionario de las empresas productivas en la mayoría de esas economías.

ción de la inversión. De este modo, desaparecen tanto los activos de largo plazo y los derechos de propiedad como la existencia misma del mercado de capitales y del ahorro financiero. El mercado financiero, en realidad, constituye el lugar de la panacea universal del mercado que equipara las tasas de rentabilidad de la economía.

### 3. El papel que desempeña el financiamiento externo

Finalmente, debemos agregar que en los países periféricos la inversión (o gasto autónomo) debe también ser compatible con la disponibilidad de divisas, toda vez que las monedas nacionales no circulan en el plano internacional (ni como monedas de reserva ni como monedas convertibles), al contrario de lo que supone McKinnon. De ahí la necesidad de contar con el ingreso de recursos externos para financiar el desarrollo, ya sea en forma de créditos bancarios de corto plazo, como financiamiento de largo plazo oficial y privado, o incluso en forma de capital de riesgo. La entrada de inversiones directas es especialmente importante cuando se considera el hecho de que la generación y posesión de las nuevas tecnologías está

concentrada en las grandes empresas transnacionales.<sup>21</sup>

La movilidad creciente de las corrientes internacionales de capitales y la mayor integración de los mercados financieros, en teoría, amplían las facilidades de acceso a los recursos externos, dependiendo del potencial de cada economía para atraer los capitales internacionales. Sin embargo, esa articulación con las corrientes financieras internacionales tiene graves consecuencias. De la misma manera que se internalizan más fácilmente los recursos del exterior, se abren en contrapartida mecanismos para inversiones externas de cartera y, por lo tanto, se hace posible canalizar recursos hacia el exterior. En otras palabras, el proceso de arbitraje, aunque condicionado por el riesgo cambiario, puede globalizarse y limitar la capacidad de intervención de las autoridades monetarias de un país que carece de poder (reservas) para intervenir en el mercado internacional. Además, la movilidad de los capitales y la generalización de las tasas de interés flotantes hacen vulnerable la balanza de capitales de los países con un alto grado de apertura financiera, pues experimentan pasivamente las repercusiones de las políticas monetarias practicadas en los países centrales (Baer, 1993, p. 32 y Baer 1992, pp. 173 a 186).

## III

### Las especificidades del esquema de financiamiento latinoamericano: contratos financieros en condiciones inflacionarias

Las consideraciones teóricas anteriores hacen posible el análisis de los axiomas de la teoría de la represión financiera de McKinnon y Shaw, en el contexto latinoamericano: la defensa de la liberalización, interna y externa, como única forma de alcanzar la llamada profundización financiera, sin tener en cuenta las es-

pecificidades estructurales de las economías periféricas y tardíamente industrializadas (o semiindustrializadas), y la índole crónica de la inflación, que dificulta la realización de contratos, institución básica de un mundo dominado por la incertidumbre. Trataremos de demostrar que el asunto es más complejo que la simple identificación de la represión de los mercados de capitales, es decir, no se trata de políticas públicas restrictivas para los mercados financieros, sino del monitoreo de la moneda y del crédito en condiciones de incertidumbre muy grande.<sup>22</sup>

<sup>21</sup> El llamado al capital externo puede dejar de ser un recurso indispensable y esencial para el desarrollo económico periférico cuando se formulan, a partir de bases empresariales nacionales, estrategias agresivas de producción hacia el mercado internacional, que hacen posible tanto la generación de recursos para satisfacer las necesidades de bienes y servicios importados como otras formas de asociaciones con el capital extranjero, por ejemplo la constitución de empresas mixtas. Véase Canuto (1991).

<sup>22</sup> "Concluyo que el asunto de la regulación o desregulación financiera implícita en el concepto de represión de McKinnon es excesivo".

Keynes definía las economías capitalistas como “economías monetarias de producción”, ya que la condición básica de su funcionamiento es la existencia de una red de contratos fijados en términos monetarios: “(...) el dinero se coloca, en un amplio campo, entre el activo real y el propietario de la riqueza. El propietario efectivo del activo real se financió mediante préstamo otorgado por el propietario real de la riqueza. Además, es en gran parte por intermedio del sistema bancario que esto se arregló. En otras palabras, los bancos interpusieron, por una consideración, su garantía y quedaron como el proveedor real y el tomador real del préstamo. Otorgaron su garantía al prestador de hecho, y su garantía sólo es buena si el valor monetario del activo perteneciente al tomador real del préstamo vale el dinero entregado por él” (Keynes, 1978, p. 47).<sup>23</sup>

Cualquier transacción en el mercado capitalista tiene como representación un contrato que corresponde a una responsabilidad futura entre las partes involucradas y, exactamente, porque “(...) el dinero es sencillamente aquello que el Estado, periódicamente, declara ser un buen instrumento legal para saldar contratos en dinero” (Keynes, 1978, p. 7 y Aglietta, 1990), el capitalismo supone un patrón de medida de valor y de fijación de los contratos con cierta estabilidad. Estabilidad sujeta a rupturas temporales y reversibles, ya que se funda exclusivamente en la confianza, a partir de convenciones y creencias, capaz de orientar el comportamiento racional y calculador de los agentes en el mercado.

En este sentido, los arreglos institucionales que hacen posible la emisión de títulos a largo plazo (recursos disponibles para el proceso de consolidación de la inversión productiva-provisión de fondos), que dependen de las expectativas de tasas de interés positivas generadas al interior del sistema financiero, pasan a desempeñar un papel fundamental, en la medida en que contrarrestan la incertidumbre relativa al

---

vamente sencilla. No se puede postular la existencia únicamente de mercados monetarios y de capitales reprimidos y liberalizados. La historia financiera, el carácter nacional, la evolución de las instituciones y las relaciones entre empresas e instituciones financieras, afectan tanto a la forma en que los mercados financieros reaccionarán ante los cambios —regulación o desregulación gubernamental financiera o real— como a la forma en que los mercados de capitales asignan de manera eficaz los recursos entre inversiones concurrentes” (Kindleberger, 1987, p. 350).

<sup>23</sup> En fin, “(...) la moneda, considerada en sus atributos más significativos, es sobre todo un proceso sutil de vincular el presente con el futuro, y sin ella no podríamos siquiera iniciar el estudio de los efectos de las expectativas mutables sobre las actividades corrientes” (Keynes, 1985, p. 204).

financiamiento de posiciones de largo plazo y reducen el riesgo de inestabilidades financieras que podrían abortar el proceso de crecimiento. En condiciones de relativa estabilidad de precios o de “ilusión de moneda estable”, disminuye la prima exigida por los inversionistas por el riesgo del mercado (riesgo de desvalorización del activo) inherente a estos títulos. Según Davidson, “la institución de los contratos a plazo, por medio de rescates y pagos a futuro, permite a los agentes actuar y controlar los efectos de un futuro incierto. El contrato a largo plazo constituye la manera cómo una economía de libre mercado, en un mundo incierto, establece controles institucionales de precios y salarios, a lo largo del tiempo. En tal mundo, las seguridades contractuales respecto de los acontecimientos futuros son condiciones necesarias para estimular a los empresarios a realizar actividades económicas en una economía de mercado” (Davidson, 1989, p. 17).

En economías con tensiones inflacionarias obstinadas, el efecto de las expectativas de variación de los precios consiste en imposibilitar los contratos o reducir la amplitud y los plazos de éstos, ya que la incertidumbre respecto del poder de compra de la moneda se amplía considerablemente.<sup>24</sup> Los mercados sólo operan a corto plazo, donde los costos y rendimientos son más previsibles por parte de los agentes y, además, pueden renegociar en menores lapsos las condiciones estipuladas en los contratos. En realidad, nos hallamos ante una “falacia de composición”: cada unidad estima que tendrá menores riesgos operando a corto plazo; sin embargo, esos comportamientos individuales provocan por sí mismos una mayor fragilidad de todo el sistema, a medida que aumenta el número de empresas que necesitan refinanciar constantemente sus pasivos y activos.

Desde nuestra perspectiva, ésta es la cuestión fundamental en relación con la atrofia del sistema financiero de los países en desarrollo: con la persistencia de elevadas tasas de inflación y “(...) a falta de mecanismos formales de indización, los mercados financieros nacionales no se desarrollan. Cuando mucho, el gobierno es el que asume la función de ofrecer créditos (...). El mercado se restringe a las operaciones de muy corto plazo del mercado mone-

---

<sup>24</sup> En palabras de Carvalho (1992, p. 209): “(...) al corroer el poder de compra de la moneda, la inflación hace que su valor como unidad de cuenta se vuelva imprevisible y genere ganancias o pérdidas imprevistas”.

tario y el mercado de capitales es prácticamente inexistente” (Mendonça de Barros, 1993).

Se trata, entonces, de introducir mecanismos de defensa del valor real del contrato mediante una cláusula de variación de su valor nominal en función de algún referente externo. La indización, basada en la variación de un índice de precios, de los valores de los títulos emitidos por el sistema financiero y de los contratos de financiamiento, constituye una manera de regularizar los contratos de debe y haber y de hacer viable el desenvolvimiento de la intermediación financiera, inclusive de la propia deuda pública.<sup>25</sup>

En resumen, en situaciones que presentan presiones inflacionarias persistentes, quienes detentan la riqueza tienden a reducir los plazos de sus inversiones financieras ante la incertidumbre respecto de la evolución de los precios. Se configura de esta manera un problema central de algunas economías en desarrollo, que los teóricos de la “represión financiera” no tienen en cuenta: como la demanda de activos líquidos es elevada, la capacidad del sistema financiero de suministrar crédito de corto plazo y vigilar el funcionamiento continuo de los mercados de títulos de largo plazo es limitada.

El desarrollo insuficiente de los sistemas financieros latinoamericanos en lo que se refiere al volumen, los plazos y las condiciones de crédito de mediano y largo plazo no proviene estrictamente de la “represión”, sino de la inestabilidad y de la incertidumbre, sumamente elevadas, así como de la falta de confianza de los ahorrantes y los inversionistas. Las tasas de interés negativas resultan de la inestabilidad macroeconómica, específicamente de la aceleración inflacionaria, y no de las políticas públicas de promoción del crecimiento. Se trata, en realidad, de una restricción estructural a la plena constitución de la intermediación financiera.<sup>26</sup>

<sup>25</sup> Aun con un sistema general de indización, que haga posible los contratos a plazo en una economía inflacionaria, no se eliminan todos los riesgos. Ante la desvalorización de la moneda se mantiene el riesgo de: i) que los índices fijados por el gobierno no sigan el índice de inflación, lo que implica una reducción de los plazos de los contratos, como mecanismo de protección; ii) que el precio o rendimiento de los activos no sigan el índice arbitrado; éste es tanto mayor cuanto más alta es la inflación, cuando se amplía la posibilidad de dispersión de precios y rendimientos. (Véase Belluzo, 1992, pp. 25 a 31).

<sup>26</sup> Es evidente que la rigidez institucional, particularmente los límites superiores impuestos a las tasas de interés, en un contexto de aceleración inflacionaria, impide la creación y diversificación de instrumentos de movilización financiera y títulos de deuda. Sin embargo, lo que deseamos destacar es que ello no proviene exclu-

En palabras de Keynes: “En la medida en que la inflación avanza y el valor real de la moneda fluctúa salvajemente de un mes a otro, todas las relaciones permanentes entre deudores y acreedores, que forman el fundamento último del capitalismo, se vuelven tan completamente desordenadas que casi carecen de sentido, y el proceso de adquisición de la riqueza degenera en juego y lotería” (Keynes, 1978, p. 3).

Este es uno de los equívocos fundamentales de la teoría de la “represión financiera”: los mecanismos de capitalización financiera y de endeudamiento no suponen la existencia de “ahorro previo” sino de una institucionalidad financiera y monetaria capaz de multiplicar títulos de toda especie, con diferentes grados de rentabilidad, riesgo y liquidez. Es decir, la comprensión keynesiana de la dinámica financiera nos permite afirmar que los problemas del subdesarrollo resultan de la falta de mecanismos de financiamiento y de la imposibilidad de diferir en el tiempo el gasto del ingreso acumulado en el pasado, así como de canalizar esos recursos hacia proyectos de inversión, y no de simples restricciones públicas.

Dada esta restricción, los mercados financieros privados en América Latina nunca generaron una corriente de capital suficiente para apoyar una tasa significativa de inversión en las actividades productivas. Entonces, ¿cómo crear instrumentos e instituciones capaces de financiar la inversión, la producción y el consumo? ¿Cómo canalizar fondos de capital (utilidades no distribuidas, recursos acumulados por las familias, etc.) hacia estas instituciones? ¿Cómo inducir al sector financiero privado, que opera tradicionalmente a corto plazo, a participar en las líneas de financiamiento del sistema productivo, además de los créditos de liquidez? Finalmente, ¿cómo montar el aparato de financiamiento de la economía?

De esta manera, no se trata de reorientar los recursos e instituciones existentes, como desean los teóricos de la “represión financiera”, sino de elaborar nuevas formas de creación de crédito e intermediación financiera. En las palabras de Baer: “(...) no es el sistema financiero el responsable de la adecuada asignación de los recursos de una economía. Esta asignación está determinada, a priori, por las decisiones en materia de inversión, a partir de las cuales se estable-

sivamente de la intervención estatal. Generalmente, ésta ocurre porque aquéllos no funcionan; por lo tanto, se tiene que invertir el sentido de la causalidad.

ce la demanda de recursos al mercado financiero, ya sea de finanzas o de provisión de fondos. La responsabilidad del sistema financiero radica en su capacidad de satisfacer adecuadamente las demandas de financiamiento. Es decir, suministrar créditos de corto plazo y crear condiciones para que quienes detentan la riqueza estén dispuestos a diferir su poder de compra en el tiempo y poner sus recursos a disposición de las unidades económicas transitoriamente deficitarias en sus flujos de caja". Y más aún: "Aunque los agentes financieros no sean los responsables de la asignación de los recursos, (...) pueden frustrar las decisiones al no colaborar en la cobertura de sus necesidades de financiamiento. En esta capacidad unilateral de negar la oferta de crédito consiste el poder y el profundo impacto que pueden ejercer los bancos sobre el proceso de acumulación" (Baer, 1993, p. 37). En suma, no cabría esperar que recayese sobre el sector financiero la responsabilidad de promover la corrección de las características intrínsecas de determinado modelo de desarrollo, ni la reasignación de los recursos en determinada dirección, como tampoco el aumento de la tasa de inversión.

En esas condiciones, es decisivo el control del sistema de financiamiento por el Estado, que haría posible la disponibilidad de recursos destinados a la inversión productiva. Se hace necesaria una orientación pública rigurosa y eficaz, debidamente coordinada y centralizada, tanto para la mayor participación de las instituciones financieras públicas en la captación, oferta y canalización de los recursos financieros hacia sectores y empresas prioritarios, como para la integración de los intermediarios financieros privados en la estrategia explícita de desarrollo. Es decir, "(...) la experiencia parece enseñar que salvo cuando se crean expresamente instituciones financieras 'desarrollistas' bajo el control del sector público, difícilmente puede un país resolver los problemas de transferencia intersectorial (o espacial) de recursos hacia los sectores más atrasados o hacia nuevos sectores o regiones, a través del desarrollo espontáneo de sus intermediarios financieros" (CEPAL, 1976, p. 109).

Esta problemática figuraba en el período inicial del proceso de industrialización mediante la sustitución de importaciones. Las dificultades en la movilización de recursos para el financiamiento público y privado no fueron acompañadas por modificaciones importantes en la estructura financiera interna. Faltó capacidad política para institucionalizar la captación y transferencia de recursos privados en

la cantidad y forma convenientes para el financiamiento del proceso de industrialización, así como para establecer nuevas formas de recaudación fiscal y parafiscal que sustituyeran las tradicionales y las vinculadas a los excedentes del sector exportador.<sup>27</sup> En suma, tanto el sector privado como el público no disponían de instrumentos financieros y fiscales para llevar a cabo los programas de expansión del capital productivo.

La solución pragmática propuesta por la CEPAL y por las políticas económicas de la mayoría de los países de América Latina fue el ingreso de capitales externos en forma de inversiones de riesgo o endeudamiento con instituciones oficiales o privadas y la creación de los bancos estatales de fomento para financiar los proyectos de inversiones en sectores nuevos y estratégicos, al margen de la intermediación financiera. Además, se obligó al sector público a movilizar recursos mediante políticas cambiarias, subsidios cambiarios para la importación de bienes intermedios y de capital, protección arancelaria que garantizaba elevados márgenes de autofinanciamiento a las empresas privadas sustituidoras de importaciones y mecanismos de ahorro forzado representados por la inflación y los depósitos obligatorios, etc. La expansión del capitalismo en América Latina tendría lugar, entonces, a través de las líneas de menor resistencia, consolidando un modelo de desarrollo que nunca logró solucionar de manera permanente el problema del financiamiento a largo plazo.

Merece algunos comentarios adicionales el hecho de que, dentro de ciertos límites, los gobiernos pudieron manipular las tasas de inflación como un instrumento más de financiamiento, a medida que propiciaban transferencias intersectoriales de recursos mediante modificaciones bruscas en los precios relativos de los principales bienes y servicios. "De esta manera, la mayor parte de los países comenzó a utilizar la ex-

<sup>27</sup> En un trabajo de 1956, Kaldor (1971, p. 541) afirma correctamente que "(...) la impresión general es que los obstáculos para un adecuado desarrollo no son naturales, técnicos o económicos, sino esencialmente políticos". O sea, la movilización de recursos para potencializar el desarrollo económico de América Latina dependería de cambios sociales y políticos, capaces de alterar las estructuras de propiedad, ingreso y consumo. Según Furtado (1992): "Para escapar de este estilo de desarrollo sería necesario (...) congelar importantes segmentos de la demanda de bienes finales de consumo e intensificar considerablemente la acumulación en el sistema productivo. Es decir, poner en movimiento un proceso político que, por la magnitud de los intereses que contraría, se produce solamente en el marco de una convulsión social. Quedaba, como vía fácil, continuar apoyándose en la modernización, reproduciendo por lo tanto el subdesarrollo".

pensión inflacionaria como medio de equilibrar la presión simultánea de los sectores público y privado sobre el sistema financiero. En algunos casos, y por períodos más o menos breves, de acuerdo con las características de cada país, ésta se transformó en un mecanismo eficaz de ahorro forzado que sancionaba a posteriori las decisiones en materia de inversión en los sectores con mayores posibilidades, pero que, con el tiempo, perdió por completo su eficacia” (CEPAL, 1976, p. 128). El deterioro de la funcionalidad de la inflación como mecanismo de transferencia de recursos intersectoriales deriva de que la persistencia del proceso inflacionario establece reacciones defensivas más rápidas de los diversos agentes económicos, y conforma un sistema de precios sumamente ágil en los mecanismos de propagación.

En síntesis, a falta de un mercado de capitales activo<sup>28</sup> y de un sistema privado de bancos solidarios con el proceso de industrialización, así como debido a las limitaciones tributarias, se obligó al Estado a utilizar la política cambiaria y crediticia, las transferencias inflacionarias y la atracción de la inversión y del endeudamiento externo. A través de los fondos, programas y organismos financieros estatales consiguió, en algunos casos, reunir y aportar las masas de recursos financieros necesarios para los proyectos en gran escala y con largos plazos de vencimiento, sobre todo los relacionados con la implantación de la infraestructura económica y social y la industrialización pesada (Fiori, 1991 y 1992, pp. 76 a 89).

### 1. El control de las finanzas y de la provisión de fondos en condiciones de inflación crónica

La dinámica específica de los mercados monetario-financieros latinoamericanos, con acentuado grado de desmonetización, se asocia básicamente, como lo señalamos anteriormente, con el nivel inflacionario y la desconfianza en el patrón monetario. La reducción sumamente acentuada en el porcentaje de M-1 significa, en realidad, una ruptura de las funciones monetarias y el aumento de las cuasimonedas corresponde a la introducción de las “monedas indizadas”, es decir, el “dinero financiero” pasa a ser corregido por un índice general de precios o expresado en una moneda extranjera. En las palabras de Mendonça de Barros: La defensa que se busca, al permitir una cláusula de

variación del valor nominal del contrato en función de algún referente externo, está en relación con su valor real. En una coyuntura de inflación crónica, el asunto pertinente es el poder de compra de la moneda asociada a los contratos financieros en el plazo de su validez (Mendonça de Barros, 1993, p. 2).

En procesos inflacionarios crónicos, la moneda —instrumento general de los contratos, de intercambio y de evaluación de la riqueza privada— deja de ejercer la función de patrón adecuado de referencia de los precios y de reserva de valor. “La ‘desmonetización’ es la contrapartida de la fuga del dinero, puesto que los agentes privados no ven más en él un activo dotado de la propiedad de representar un valor por su simple posesión. En el límite, la demanda de dinero inactivo (los motivos de precaución y especulación de la tríada keynesiana) baja a cero, lo que significa la eliminación del dinero de la lista de los activos y la incapacidad total de gestión monetaria y regulación de la tasa de interés por el Estado” (Belluzzo y Almeida, 1990, p. 65). Este caso límite puede observarse en la segunda mitad del decenio de 1980 en todos los países del Cono Sur: la relación M-1/PIB se mantuvo alrededor de 7% en Argentina, 6% en Chile y 8% en Uruguay. La relación entre los depósitos a la vista en los bancos comerciales y el PIB fluctuó en torno a 2% en Argentina y 3% en Chile y Uruguay. La sustitución de la moneda corriente por otro activo indizado (Chile) o por una moneda extranjera (Uruguay) corresponde a la búsqueda de protección y de referencia para la riqueza.

La imposibilidad de los agentes económicos de hacer previsiones con un mínimo grado de certeza hace converger las decisiones de acumulación financiera hacia la “moneda indizada”. Las cuasimonedas van concentrando todos los saldos monetarios, ahorros y riquezas financieras y engloban la mayoría de los agentes, tanto individuos como productores, inversionistas institucionales, rentistas y especuladores. Así, las cuasimonedas tienden a arrebatar cada vez más la riqueza financiera, inclusive de aquellos agentes cuya estructura de recursos comportaría inversiones de riesgo o a plazos más extensos. Todo ello dificulta mucho la restauración de otras dimensiones de los mercados financieros y la recuperación de los patrones de evaluación y riesgo de la posesión de los diferentes tipos de activos.<sup>29</sup>

<sup>28</sup> Respecto de la función activa del sistema financiero o la función pasiva del Estado como conductores del proceso de monopolización del capital, véase Tavares, 1983, pp. 109 a 111.

<sup>29</sup> Esperamos haber demostrado anteriormente que el sistema financiero condiciona de dos maneras la valorización de la riqueza y las evaluaciones patrimoniales: por una parte, suministra señales

Como el riesgo de pérdida patrimonial, debido a movimientos imprevistos en los precios, en las tasas de interés y el tipo de cambio, desaconseja las inversiones de mediano y largo plazo, los activos financieros indizados tienden, entonces, a concentrar las decisiones en materia de posesión de la riqueza y determinan el desvío de recursos de la inversión y la producción.

En fin, se produce un desplazamiento prácticamente total de la demanda de moneda —para transacciones, precaución o especulación— hacia la moneda indizada de muy corto plazo como mecanismo de protección y liquidez. Preservar la liquidez para prevenir posibles alteraciones en el panorama financiero es la estrategia básica de los agentes, pues la formación de posiciones con rendimiento a largo plazo puede causar pérdidas irreversibles, dada la inestabilidad de la economía. En este contexto, las cuasimonedas, sobre todo en forma de “moneda indizada”, pasan a convertirse en la única forma de protección del valor de la riqueza financiera y hacen prácticamente imposible el libre movimiento de las finanzas y de la provisión de fondos por parte de los bancos y demás instituciones financieras. Además, estas últimas tampoco se expanden.

En principio, las finanzas podrían obtenerse a partir de la liquidez financiera acumulada en las inversiones indizadas. Ello no sucede porque, dado el

elevado grado de incertidumbre, la preferencia por la liquidez se mantiene casi absoluta.<sup>30</sup> Y no hay provisión de fondos, porque es difícil prever el rendimiento esperado en períodos más largos. Por consiguiente, no se establecen mecanismos institucionales capaces de promover el desplazamiento de estos saldos monetarios —liquidez financiera— hacia la circulación industrial o productiva, a través de las fuerzas del mercado, y mucho menos mediante la simple desreglamentación de los mercados financieros. La moneda inactiva (financiera) no se transforma en medio de financiamiento e instrumento de circulación del ingreso. En este contexto, las políticas selectivas de crédito corresponden a arreglos institucionales creados exactamente para suplir la falta de fuentes privadas de financiamiento de mediano y largo plazo.

En síntesis, la volatilidad de los sistemas financieros de las economías en desarrollo revela, una vez más, que el problema es menos de carencia de ahorro y más de falta de mecanismos selectivos y confiables de orientación de los recursos financieros. De este modo, a diferencia de la disposición formulada inicialmente por la teoría de la represión financiera, creemos que “(...) cuando la inflación es alta, es preciso aumentar las tasas de interés real, no tanto mediante el incremento de las tasas nominales sino mediante la reducción de la inflación” (Akyüz y Kotte, 1991, p. 6).<sup>31</sup>

## IV

### Consideraciones finales

Después del fracaso de las experiencias de liberalización financiera del Cono Sur, McKinnon realizó una autocrítica.<sup>32</sup> En ésta se desplazó una vez más hacia

la experiencia de Asia sudoriental (Japón, la provincia china de Taiwán y la República de Corea), caracterizada por una fuerte vigilancia estatal sobre el sis-

---

importantes para prever los rendimientos futuros de los distintos activos; por otra, como la formación de posiciones activas presupone su financiamiento, son decisivas las condiciones de costos, plazos y acceso a recursos definidos en el sistema bancario y en el mercado de capitales.

<sup>30</sup> Es evidente que los bancos pueden ofrecer líneas de crédito de corto plazo cuando existen demandas (asociadas generalmente al mantenimiento de la corriente productiva), aun con sus pasivos concentrados en el muy corto plazo. Sin embargo, lo que queremos destacar es que las expectativas pesimistas en cuanto al futuro llevan a la reducción de la eficiencia marginal del capital y, por consiguiente, de la inversión. En otras palabras, en un régimen de alta inflación y elevada incertidumbre, la riqueza permanece concentrada en activos financieros líquidos o de riesgo. En ese caso, una emisión forzada —por una decisión de

---

política económica— de finanzas puede que no se oriente hacia la inversión productiva o, más precisamente, debe desplazarse hacia el circuito de valorización financiera (de la moneda indizada). En estas condiciones, no existen mecanismos, financieros y reales, que hagan posible que la liquidez financiera amplíe la inversión y, por lo tanto, el empleo.

<sup>31</sup> Ello supone afirmar que la convención de precios estables, necesaria para mantener el sistema de contratos monetarios, depende de la lucha contra la inflación, no por medio de la política monetaria (elevación de la tasa de interés), sino en el ámbito de la determinación de los precios por los productores.

<sup>32</sup> “Dadas las graves distorsiones que se produjeron en la economía chilena hasta 1973, estas nuevas políticas de liberalización del comercio internacional y eliminación de la represión financiera interna parecieron muy bien ordenadas, en un sentido de ‘manual’.



tema financiero, con límites sobre los intereses activos y pasivos, los subsidios, la orientación del crédito y de las instituciones especiales.<sup>33</sup> A pesar de la fuerte intervención estatal, el sistema financiero asiático no podría clasificarse como reprimido, ya que las tasas de interés aplicadas fueron positivas en términos reales y elevadas si se comparan con las de otros países desarrollados. La represión financiera estaría asociada, entonces, solamente a la aplicación de intereses reales bajos, sobre todo negativos, y no más a políticas restrictivas del libre funcionamiento de los mercados crediticios.

La desreglamentación del mercado bancario japonés, iniciada sólo en 1981, y la liberalización de las tasas de interés, solamente a finales del decenio de 1980, ofrecen una enseñanza importante: "(...) sólo después de un sustancial desarrollo financiero de las instituciones no bancarias del mercado de capitales —aumento de las transacciones de títulos primarios e incremento de la intermediación por parte de compañías financieras y de seguros, fondos de pensiones, etc.— las autoridades japonesas aflojaron considerablemente (o comenzaron a pensar en ello) respecto de lo que podían hacer los bancos comerciales" (McKinnon, 1988, p. 19).

La diversificación de los instrumentos e intermediarios financieros se vuelve independiente de la política de liberalización. Es conveniente, incluso, que la liberalización se realice en forma gradual, de preferencia después de que haya un considerable desarrollo financiero, es decir, cuando los segmentos no bancarios del sistema financiero ya estuvieran plenamente constituidos.<sup>34</sup>

En este sentido, la última base del paradigma de la represión financiera fue retirada por uno de sus fundadores, con el abandono de la prescripción de un aumento de la tasa de interés como estrategia de desarrollo financiero. Lo que es más importante aún: una política de liberalización sólo sería viable a partir

de una situación de diversificación relativa de los mercados financieros. A la inversa, evitar las tasas de interés real elevadas se vuelve fundamental para la viabilidad del sistema financiero y del propio desarrollo económico. En las palabras de McKinnon: "Más tristes, aunque más sabios, entendemos ahora que las tasas de interés increíblemente elevadas sobre los préstamos en pesos significaron, en gran parte, el colapso del (...) sistema bancario chileno" (McKinnon, 1988, p. 25).

En suma, estamos muy lejos de las evaluaciones y las políticas recomendadas en 1973, cuando McKinnon y Shaw presentaron la liberalización financiera como el epicentro de una nueva teoría del desarrollo. En realidad, de la formulación original sólo queda la propuesta de que el nivel de las tasas de interés reales debe ser positivo. Así, la defensa de la liberalización financiera pierde su sentido objetivo y se apoya solamente en el campo ideológico, pues continúa siendo recomendada como la mejor y única opción estratégica de desarrollo: "La liberalización financiera (...), con la captación e inversión a tasas de interés reales elevadas, posibilitadas por un nivel estable de precios, no es fácil y está llena de inconvenientes. Sin embargo, sigue siendo el único juego existente en lo que se refiere al desarrollo económico. Este, evidentemente, fue el mensaje principal de mi libro de 1973, *Money and Capital in Economic Development*" (McKinnon, 1988, p. 45).

Si la liberalización financiera sólo debe darse en una economía estable y con mercados financieros diversificados (incluso mercados de capitales e inversionistas institucionales), entonces podemos inferir que la teoría de la represión financiera no tiene nada que decir, tanto en lo concerniente al financiamiento del desarrollo económico como en lo referente a las políticas institucionales relativas al aumento de los intermediarios financieros. En otras palabras, el desarrollo económico exige la definición de políticas financieras y crediticias para estimular a las empresas productivas, de manera articulada con una política industrial y de desarrollo social. La experiencia histórica revela que podría tratarse de una política capaz de generar un "desarrollo financiero" y no una simple política de liberalización de los controles sobre los mercados financieros.<sup>35</sup>

Fueron ampliamente aplaudidas por casi todos los economistas que entonces eran observadores directos. De esta manera, las numerosas quiebras bancarias y la grave recesión de la economía desde finales de 1981 hasta 1984, que dejó la economía con un endeudamiento excesivo en relación con un PIB reducido, son angustiantes no sólo para los chilenos sino también para los economistas" (McKinnon, 1988, p. 31).

<sup>33</sup> Para un análisis del sistema financiero japonés, véase Torres Filho (1992).

<sup>34</sup> "Sólo después de casi dos décadas de un extraordinario desarrollo financiero, con estabilidad de precios, ha aflojado finalmente Formosa sus rígidos controles sobre las actividades bancarias" (McKinnon, 1988, p. 22).

<sup>35</sup> "La liberalización comercial y financiera es un proceso indispensable cuando se pretende, como en el caso del Brasil, seguir inserto en el mercado global, pero debe ser acompañada, y de preferencia precedida, por políticas de ajuste y reestructuración del

Desde esta perspectiva, una política de crédito selectiva y con tasas de interés distintas, que estimule los sectores prioritarios (nuevas tecnologías, exportación, agricultura, pequeña y mediana empresa, etc.), vinculada a una planificación de mediano y largo plazo, es la que gestará, a partir de su propia madurez, presiones para lograr la liberalización, a medida que las masas de capitales empiezan a exigir con mayor vigor acceso a todas las formas posibles de valorización productiva y financiera.<sup>36</sup>

Una liberalización prematura del sistema financiero tiende a exacerbar el componente especulativo y de corto plazo y amplía el papel de las cuasimonedas y los arbitrajes en los mercados de riesgo. Los procesos exitosos de liberación de los mercados se relacionan con las complejas decisiones que jerarquian,

condicionan, seleccionan y organizan la liberalización, no en función de criterios abstractos, respecto de la supremacía de la regulación por el “mercado”, en detrimento de la supremacía estatal, sino atendiendo a las necesidades y los límites de la base empresarial a partir de la cual se definen esas políticas.<sup>37</sup>

De esta manera, refutamos una política de liberalización en sí misma, sin que los grupos económicos hayan alcanzado niveles de integración financiera e internacionalización adecuados. Es decir, el éxito o el fracaso de las políticas de liberalización financiera están subordinados, en primera instancia, a las formas de articulación de los grupos empresariales —entre las instituciones financieras y los sectores productivos y comerciales— y, en última instancia, al papel del Estado como modelador de esas articulaciones.

(Traducido del portugués.)

Estado, que le permitan emprender, una vez más, políticas industriales y tecnológicas de reestructuración industrial, con el agregado de políticas sociales nuevas y más eficientes” (Tavares, 1993, p. 20).

<sup>36</sup> “Con la crisis (de 1973), las grandes empresas actuaron de manera de romper la hegemonía absoluta que los bancos imponían al resto del conglomerado (*keiretsu*). Las empresas, además de disponer de mayor liquidez como resultado de la reducción de sus inversiones, empezaron a conseguir recursos en el mercado internacional. Para ello, sencillamente pasaron por alto las limitaciones institucionales impuestas por la legislación y por las autoridades gubernamentales y comenzaron a hacer uso de las oportunidades que les ofrecía un sistema financiero internacional en ese entonces en rápida expansión. Los bancos japoneses, al ver reducido su poder de mercado, fueron también obligados a innovar y empezaron a disputarse clientes con otras instituciones del euromercado, inclusive con las ‘Cuatro Grandes’ compañías de valores (japonesas)” (Torres Filho, 1992, pp. 293 y 294). Fundamentalmente, este cambio

en el modelo de financiamiento de las empresas no financieras constituye uno de los factores determinantes de las transformaciones —desreglamentación e internacionalización— del mercado financiero japonés en los dos últimos decenios.

<sup>37</sup> Para un análisis del auspicioso proceso de liberalización coreano, véase Akyüz y Kotte (1991, p. 15): “(...) Corea siguió un modelo gradual y cauteloso, donde sólo hubo liberalización financiera después de haberse logrado la estabilidad y un grado considerable de desarrollo económico e institucional. Los déficit comerciales estructurales y la escasez de moneda extranjera se habían eliminado mediante un proceso exitoso de industrialización, tanto por la sustitución de importaciones como por el crecimiento de las exportaciones; la tasa de ahorro había aumentado considerablemente, sobre todo a través de un crecimiento rápido y sostenido del ingreso; la disciplina fiscal y monetaria y la estabilidad de los precios se alcanzaron sobre una base sólida, y se redujeron las fragilidades estructurales de los sectores empresarial y financiero”.

### Bibliografía

- Aglietta, Michel (1990): *A violência da moeda*, São Paulo, Brasil E. Brasiliense.
- Akyüz, Yilmaz y Detlef J. Kotte (1991): *Financial Policies in Developing Countries: Issues and Experience*, Discussion papers, N° 40 (UNCTAD/OSG/DP), Ginebra, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD).
- Asimakopulos, A. (1983): Kalecki and Keynes on finance, investment and saving, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 7, N° 3/4, Londres, Academic Press Inc.
- Baer, Mônica (1992): As restrições financeiras à retomada do desenvolvimento na América Latina, *Novos estudos*, N° 33, São Paulo, Brasil, Centro Brasileiro de Análisis y Planeamiento.
- \_\_\_\_\_ (1993): *O rumo perdido. A crise fiscal e financeira do Estado brasileiro*, São Paulo, Brasil, Editora Paz e Terra S.A.
- Belluzzo, Luiz G. de M. y Julio S.G. de Almeida (1989): Enriquecimiento e produção - Keynes e a dupla natureza do capitalismo, *Novos estudos*, N° 23, São Paulo, Brasil, Centro Brasileiro de Análisis y Planeamiento.
- \_\_\_\_\_ (1990): Crise e reforma monetária no Brasil, *Revista São Paulo em perspectiva*, vol. 4, N° 1, São Paulo, Brasil, Fundação Sistema Estadual de Análisis de Dados.
- \_\_\_\_\_ (1992): A crise da dívida e suas repercussões sobre a economia brasileira, Luiz G. de M. Belluzzo y Paulo Nogueira Batista Jr. (eds.), *A luta pela sobrevivência da moeda nacional*, São Paulo, Brasil, Editora Paz e Terra S.A.
- Canuto, Octaviano (1991): Processos de industrialização tardia: o “paradigma” da coréia do sul, tesis de doctorado, Campinas, Brasil, Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), Instituto de Economía, mimeo.
- Carvalho, Fernando J. Cardim de (1992): Alta inflação e hiperinflação: uma visão pós-Keynesiana, Luiz G. de M. Belluzzo y Paulo Nogueira Batista Jr. (eds.), *A luta pela sobrevivência da moeda nacional*, São Paulo, Brasil, Editora Paz e Terra S.A.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe)

- (1976): O desenvolvimento recente do sistema financeiro da América Latina, José Serra (ed.), *América Latina. Ensaio de interpretação econômica*, Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra S.A.
- Davidson, Paul (1986): Finance, funding, saving and investment, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. IX, Nº 1, Nueva York, M.E. Sharpe, Inc.
- \_\_\_\_\_ (1989): Keynes and money, Roger Hill, *Keynes, Money and Monetarism. The Eighth Keynes Seminar Held at the University of Kent at Canterbury, 1987*, Londres, Macmillan.
- Ferreira, Carlos Kawall Leal, Maria Cristina Penido de Freitas y Gilson Schwartz (1992): *O sistema monetário financeiro dos países em desenvolvimento*, Relatório parcial Nº 7 do projeto "O Formato Institucional do Sistema Monetário e Financeiro: Um Estudo Comparado", São Paulo, Brasil, IESP/FUNDAP, Sec. da Ciência, Tecnologia e Desenvolvimento Econômico do Estado de São Paulo.
- Fiori, José Luis (1991): *Reforma ou sucata. O dilema estratégico do setor público brasileiro*, Textos para discussão, año 6, Nº 4, São Paulo, Brasil, IESP/Fundação do Desenvolvimento Administrativo (FUNDAP).
- \_\_\_\_\_ (1992): Para repensar o papel do Estado sem ser um neoliberal, *Revista de economia política*, Nº 45, São Paulo, Brasil, Centro de Economia Política.
- Furtado, Celso (1992): O subdesenvolvimento revisitado, *Revista economia e sociedade*, Nº 1, Campinas, Brasil, IE/UNICAMP.
- Kaldor, Nicholas (1971): Los problemas económicos de Chile, Nicholas Kaldor, *Ensayos sobre política económica*, Madrid, Editorial Tecnos.
- Kalecki, Michael (1983): O mecanismo da recuperação econômica, Michael Kalecki, *Crescimento e ciclo das economias capitalistas*, São Paulo, Brasil, Ed. Hucitec.
- Keynes, John Maynard (1971): The ratio of bank money to reserve money, *The Collected Writings of John Maynard Keynes. A Treatise on Money*, vol. VI, capítulo 25, Londres, The Macmillan Press Ltd./The Royal Economic Society.
- \_\_\_\_\_ (1978): *Inflação e Deflação*, Colección Os Pensadores, Abril Cultural, São Paulo.
- \_\_\_\_\_ (1985): *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*, Coleção Os economistas, São Paulo, Brasil, Ed. Nova Cultural.
- \_\_\_\_\_ (1987a): Teorias alternativas da taxa de juros, *Literatura econômica*, vol. 9, Nº 2, Rio de Janeiro, Instituto de Planificação Econômica y Social (IPEA).
- \_\_\_\_\_ (1987b): A teoria ex ante da taxa de juros, *Literatura econômica*, vol. 9, Nº 2, Rio de Janeiro, IPEA.
- Kindleberger, Charles P. (1987): Financial deregulation and economic performance: An attempt to relate European financial history to current LDC issues, *Journal of Development Economics*, vol. 27, Amsterdam, Elsevier Science Publishers B.V. (North-Holland).
- McKinnon, Ronald I. (1974): *Dinero y capital en el desarrollo económico*, México, D.F., Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.
- \_\_\_\_\_ (1988): Financial liberalization and economic development: A reassessment of interest-rate policies in Asia and Latin America, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 5, Nº 4, Oxford, Reino Unido, Oxford University Press/Oxford Review of Economic Policy.
- Mendonça de Barros, Luiz Carlos (1993): A moeda endexada, *Revista economia e sociedade*, Nº 2, Campinas, Brasil, IE/UNICAMP.
- Minsky, Hyman P. (1985): La structure financière: endettement et crédit, Alain Berrère (ed.), *Keynes aujourd'hui: Théories et politiques*, Paris, Economica.
- Ohlin, Bertil (1987): Teorias alternativas da taxa de juros. Réplica, *Literatura econômica*, vol. 9, Nº 2, Rio de Janeiro, IPEA.
- Shaw, Edward S. (1973): *Financial Deeping in Economic Development*, Nueva York, Oxford University Press.
- Studart, Rogério (1993): O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional, *Revista de economia política*, vol. 13, Nº 1 (49), São Paulo, Brasil, Centro de Economia Política.
- Tavares, Maria da Conceição (1983): O sistema financeiro brasileiro e o ciclo de expansão recente, Luiz G. de M. Belluzzo y Renata Coutinho (orgs.), *Desenvolvimento capitalista no Brasil. Ensaio sobre a crise*, vol. 2, São Paulo, Ed. Brasiliense.
- \_\_\_\_\_ (1993): *Las políticas de ajuste de Brasil: Los límites de la resistencia*, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Torres Filho, Ernani T. (1992): A economia política do Japão: Reestruturação econômica e seus impactos sobre as relações nipo-brasileiras (1973-1990), Tesis de doctorado, Rio de Janeiro, Instituto de Estudios Internacionales de la Universidad Federal de Rio de Janeiro.
- Wicksell, Knut (1978): *Lectures on political economy*, vol. II, "Money", Fairfield, Augustus M. Kelley Publishers.
- Zoninsein, Jonas (1989): O circuito financiamento – investimento – poupança financeira, Edward J. Amadeo (org.). *Ensaio sobre economia política moderna: Teoria e história do pensamento econômico*, São Paulo, Brasil, Ed. Marco Zero.