



## **Desarrollo Financiero, Volatilidad e Instituciones. Reflexiones sobre la Experiencia Argentina.**

FANELLI, José María

Español

Julio 2004

2004-003

Título

Autores

Idioma

Fecha de  
Publicación

Documento  
de Trabajo  
Nro.

Los juicios y opiniones expresados en los documentos de trabajo de la Fundación PENT son exclusiva responsabilidad de los autores y no comprometen a la institución que los publica.

# **Desarrollo financiero, volatilidad e instituciones. Reflexiones sobre la experiencia argentina**

**José María Fanelli \***

\* Agradezco la asistencia en la investigación y los comentarios de Juan José Pradelli y Eduardo Corso. Los comentarios de Pablo Gerchunoff fueron muy útiles. También agradezco los comentarios de Ariel Geandet y José María Ghio.

Cinco aspectos de la evolución financiera argentina de las últimas décadas han motivado las reflexiones que presentamos en este trabajo. Los comentamos a continuación.

- ***La intermediación financiera muestra un desarrollo particularmente pobre.***

El tamaño de los mercados financieros de la Argentina es reducido tanto en términos absolutos como relativos. El país tiene un nivel de *profundización financiera* que es menor a lo que cabría esperar en función de su ingreso per cápita. La literatura reciente indica que la intermediación financiera es un insumo clave del crecimiento por sus efectos sobre la asignación y la acumulación de capital. Cabe conjeturar, por ende, que el raquitismo financiero puede haber jugado un papel de relevancia en las dificultades que durante décadas ha enfrentado el país para instaurar un proceso de crecimiento sostenido.

- ***Las crisis financieras han sido frecuentes y profundas.***

Como consecuencia, las crisis financieras se constituyeron en un factor de generación de desequilibrios macroeconómicos *per se*; en particular, por sus secuelas en los planos fiscal e institucional. Los efectos en el plano fiscal obedecieron a que, típicamente, las autoridades llevaron a cabo costosas intervenciones orientadas a preservar un mínimo de orden en el sistema de pagos y créditos. Los impactos en el plano institucional se asociaron con dos rasgos que son inherentes a toda crisis financiera: el carácter *sistémico* y el hecho de que conllevan la *violación de las reglas de juego* preestablecidas (los derechos de propiedad, las normas regulatorias, y los contratos privados). A diferencia del caso en que un banco o deudor individual viola un contrato, las crisis sistémicas tienen poder para erosionar la calidad de la infraestructura institucional como un todo y la credibilidad de los compromisos financieros en general.

- ***Una gran proporción de las operaciones de intermediación financiera realizadas por residentes se lleva a cabo recurriendo a instituciones y activos del exterior.***

Este hecho se relaciona con dos aspectos propios del entorno dentro del cual los agentes toman sus decisiones en la Argentina: la volatilidad macroeconómica y la fragilidad de las reglas de juego. Cuando las instituciones son débiles no hay confianza en que los compromisos asumidos serán respetados. Cuando el entorno macroeconómico es volátil es muy difícil calcular el valor real que tendrá un contrato en el futuro. Bajo estas condiciones, numerosas transacciones financieras que serían beneficiosas tanto para deudores como para acreedores no se llevan a cabo y, al caer el número de transacciones, el tamaño del sistema financiero y de los mercados de capital se reduce. En el caso concreto de la Argentina, sin embargo, los agentes económicos no podrían prescindir de las transacciones financieras sin más. El nivel de desarrollo del país es demasiado elevado como para que la economía funcione sin un mínimo de intermediación. En consecuencia, los argentinos se vieron obligados a buscar sustitutos imperfectos en el exterior para los servicios de intermediación financiera que el sistema local no podía brindarles. En este sentido, la evidencia más clara de que existe una inconsistencia entre el nivel de ingreso per

cápita del país y su nivel de profundización financiera es que la tenencia de activos externos por parte de los argentinos con capacidad de ahorro es extraordinariamente elevada. También lo es el hecho de que la participación del crédito externo en el crédito total es excesiva, lo cual constituye la contracara de la reducida capacidad de generación local de financiamiento.

- ***Existe una interacción perversa entre volatilidad macroeconómica, debilidad institucional y subdesarrollo financiero.***

La debilidad institucional y la inestabilidad macroeconómica son causas del subdesarrollo financiero. Pero hay que tomar en cuenta, no obstante, que la relación entre esos factores y el nivel de profundización financiera es de doble vía: una baja profundización financiera puede agravar la volatilidad macroeconómica y hacer más difícil la tarea de construir un marco institucional apropiado para la intermediación financiera. Cuando el sistema financiero es pequeño, las autoridades no cuentan con instrumentos eficaces para estabilizar el ciclo. En particular, no están en condiciones de amortiguar los efectos de cambios de expectativas en el muy corto plazo, que pueden no estar justificados por variaciones en las variables fundamentales de la economía. Un *stock* de activos monetarios domésticos muy pequeño tanto en comparación con la cantidad de activos externos en manos de los particulares como en relación con la magnitud de los movimientos de capital es una fuente de volatilidad. Cuando las expectativas de los particulares cambian y éstos deciden variar la composición de activos externos en relación a los domésticos, se pueden producir fuertes fluctuaciones en la disponibilidad de crédito y el valor del dólar. Este hecho torna altamente incierta la relación entre los agregados monetarios, el nivel de actividad y los precios, lo cual resta eficacia a los instrumentos de política monetaria. De aquí que, en el contexto de creciente apertura de los mercados de capital de las últimas tres décadas, las mudanzas abruptas en la composición de los portafolios privados han sido una fuente importante de volatilidad macroeconómica e inestabilidad financiera. Como ya mencionamos, esta inestabilidad deteriora la calidad institucional en la medida en que un contexto con tensiones en la cadena de pagos y fragilidad financiera de los intermediarios y las firmas genera incentivos para la violación de las reglas del juego y dificulta el *enforcement* de las regulaciones y los contratos.

- ***La Argentina enfrenta serias dificultades para integrarse de manera eficiente en los mercados financieros globales, a pesar de haber implementado políticas expresamente orientadas a tal fin.***

Desde mediados de los setenta –coincidiendo con los comienzos de la llamada *segunda globalización financiera*– la Argentina implementó audaces políticas de cambio estructural con el objetivo explícito de encauzar su desarrollo financiero. Los resultados no fueron los esperados. Uno de los aspectos más desmoralizadores es que los esfuerzos se revelaron infructuosos no sólo para aprovechar las oportunidades sino, y fundamentalmente, para manejar las amenazas asociadas a esa segunda globalización. Esta experiencia, por otra parte, plantea un desafío de gran calibre para las políticas futuras pues el proceso de globalización es un dato exógeno para la Argentina y la opción de *exit* del sistema internacional no está disponible. Cualquier esfuerzo futuro en pos del desarrollo financiero nacional deberá ser compatible con el escenario mundial contemporáneo.

Para elaborar una política de desarrollo financiero que lleve tanto a reforzar y profundizar la intermediación local como a una integración exitosa con los mercados globales, es necesario contar con un diagnóstico sobre por qué los mercados de capital son tan débiles y volátiles en la Argentina, lo cual a su vez implica identificar los factores que están detrás de la persistencia del círculo vicioso que une a la erosión institucional y la volatilidad macroeconómica con el deterioro financiero. Asimismo, es necesario elaborar hipótesis plausibles sobre por qué no han dado resultado las políticas que se implementaron para impulsar la intermediación financiera.

El objetivo de este trabajo es reflexionar sobre estas cuestiones. Con tal propósito, estudiaremos tanto el *contexto* de la intermediación financiera –crecimiento, volatilidad, crisis, síntomas de fragilidad institucional, cambios de escenario internacional– (sección II) como los hechos estilizados que caracterizan el subdesarrollo financiero del país (sección III) y plantaremos hipótesis y conclusiones sobre los factores que coadyuvaron a la creación del círculo vicioso antes mencionado (Sección IV). El centro de nuestra atención serán los últimos treinta años; aunque habrá referencias importantes y frecuentes a períodos anteriores toda vez que ello sea necesario para dar cuenta de los efectos de *path dependence* y comprender la génesis de las restricciones actuales. Hemos privilegiado este período porque es aquél en el cual el país realiza esfuerzos de política para aprovechar los beneficios de la segunda globalización financiera por la vía de introducir cambios estructurales en el proceso de intermediación doméstica. En la conclusión, discutimos algunas implicancias de política que pueden ser pertinentes para la situación actual<sup>1</sup>(sección V).

El enfoque analítico que utilizamos tiene algunos aspectos que se alejan en parte de lo que es tradicional en el análisis financiero, sobre todo por la introducción de variables institucionales y de economía política para explicar algunos fenómenos. Por ello comenzamos presentando (Sección I) unas breves consideraciones metodológicas. También hemos incluido un apéndice titulado “Notas sobre intermediación financiera”, cuyo propósito es proveer una visión sistemática y autocontenida de cómo se engarzan los elementos de economía política e institucionales con las variables que habitualmente aparecen en el análisis financiero. Confiamos en que este apéndice servirá de soporte lógico para nuestras reflexiones sobre la experiencia argentina. Una razón adicional e importante para incluir el apéndice es que pretendemos llegar a un público más amplio que el de los especialistas en cuestiones financieras. Se busca que el artículo pueda ser leído por un espectro relativamente amplio de profesionales vinculados con la política, las empresas, las políticas públicas y la formación de la opinión pública en general. Este apéndice puede ser útil para que estos profesionales tengan una visión ordenada de la problemática financiera.

---

<sup>1</sup> En Fanelli (2003) se presentan líneas estratégicas para elaborar políticas de desarrollo financiero.

## I. Sobre el enfoque utilizado

Algunas observaciones de orden analítico y metodológico serán útiles para aclarar el carácter del trabajo. Una primera observación es que para comprender las causas profundas de los cinco aspectos de la evolución financiera argentina que hemos comentado y diseñar políticas de desarrollo de los mercados de capital, se requiere un enfoque algo más amplio que el habitual en el análisis financiero. Tradicionalmente, los estudios sobre intermediación financiera se han caracterizado por hacer hincapié en cuestiones técnicas específicas, adoptar enfoques de equilibrio parcial y circunscribirse a períodos o episodios (crisis) particulares. Es normal que las explicaciones de los fenómenos se fundamenten haciendo referencia a variables y relaciones funcionales especificadas en modelos de alto nivel de abstracción y generalidad. Asimismo, muchos analistas asumen que ser riguroso implica investigar exclusivamente aquéllas hipótesis que es posible comprobar empíricamente. Como consecuencia, existe una cierta propensión a investigar sólo aquello sobre lo cual existen los datos requeridos, se puede modelar y admite ser puesto a prueba utilizando las herramientas convencionales de la econometría<sup>2</sup>.

Estas prácticas no tienen fundamentos epistemológicos sólidos, pueden retardar el avance del conocimiento y tienen consecuencias políticas negativas. Son infundadas epistemológicamente porque la práctica científica se describe mejor diciendo que se trata de una actividad orientada a refutar hipótesis (conjeturas), que afirmando que se orienta a verificar hipótesis (Popper, 1979). Además, el valor científico de una hipótesis no deviene de que se pueda someter a prueba empírica hoy; lo que sí se requiere es que tenga contenido empírico (que sea refutable). Si una hipótesis determinada no puede tratarse empíricamente con los instrumentos o datos existentes, eso no le quita *per se* valor científico si esa hipótesis *puede* en principio ser refutada. El no tomar en cuenta estos factores puede retardar el avance del conocimiento de las cuestiones financieras porque podría llevar a que se dejen de lado hipótesis muy ricas en implicaciones con contenido empírico. Este riesgo es particularmente evidente en relación con la tendencia a excluir de los estudios aquéllas dimensiones cualitativas que no son fácilmente modelables utilizando las técnicas habituales en economía

Estas prácticas pueden tener consecuencias de política no deseadas. Los problemas financieros no esperan a que los entendamos para hacer sentir sus efectos y reclamar la acción de las autoridades. En consecuencia, al desentenderse de ciertos aspectos clave en un afán mal entendido por fundamentar “científicamente” todas las hipótesis, se deja un enorme espacio vacante que termina habitualmente siendo ocupado por las conjeturas de los hombres prácticos. Esto es, como las políticas no pueden diseñarse e implementarse sin hipótesis sobre cómo funciona la intermediación financiera, si no hay disponibles estudios bien fundamentados, es posible que la ignorancia sea subsanada recurriendo a hipótesis sobre el funcionamiento financiero basadas en ideologías o intereses. Desde este punto de vista, la tarea de realizar hipótesis analíticamente bien fundamentadas tiene un valor de política. Aún cuando esas

---

<sup>2</sup> Obviamente, no es nuestra intención sugerir que es posible estudiar las cuestiones financieras sin recurrir a modelos. De hecho, en otros trabajos hemos abordado cuestiones técnicas basándonos en modelos que son canónicos en esta especialidad (Bebczuk, Fanelli, y Pradelli, 2003).

hipótesis no puedan someterse a prueba empírica, el ejercicio de discutir su plausibilidad y consistencia lógica sirve para acotar nuestra ignorancia y, con ello, poner límites al diseño de políticas financieras dictadas por la ideología o los intereses de turno. Obviamente, no estamos sugiriendo que es posible o deseable eliminar la influencia de estos dos últimos factores. Pero es claro que la forma objetiva en que funcionan la economía en general y el sistema financiero en particular pone estrictas restricciones sobre las políticas.

Una segunda observación muy relacionada con lo anterior es que el *contexto importa*. Sería injusto afirmar que los estudios financieros ignoran el contexto. Es difícil encontrar un trabajo que intente explicar la evolución del sistema financiero sin hacer referencia –y, obviamente, por muy buenas razones– al marco macroeconómico e internacional. Sin embargo, no ocurre lo mismo con las variables institucionales y políticas del contexto. Es frecuente que se apliquen los modelos que provee la teoría financiera de forma mecánica, haciendo abstracción excesiva de tales variables. La acción de los grupos de interés y su influencia en el diseño, la implementación y la obstrucción de políticas suele recibir sólo un tratamiento *ad hoc*. Tampoco se observa mucha preocupación por introducir una perspectiva contextual o histórica.

Estas falencias le quitan utilidad a estos estudios cuando se trata de pensar el mercado de capitales en el contexto más amplio de los problemas del desarrollo económico y de los obstáculos que impone la economía política a las iniciativas de reforma financiera. Así, en el caso específico de nuestro país, a la hora de dejar el ámbito de análisis estrictamente financiero y abordar la cuestión más general de por qué no se desarrolló un mercado de capitales capaz de sustentar el crecimiento sostenido, las respuestas son algo vagas. Del tipo: “la inestabilidad macroeconómica fue clave” o, “la estabilidad financiera necesita de cuentas fiscales en orden” o, “las debilidades de la estructura regulatoria y de supervisión son fundamentales para evitar el riesgo moral”.

En la literatura actual existe una tendencia –que no por incipiente es menos fuerte– a incluir cuestiones de economía política en el análisis financiero y se observa un mayor interés por comprender cómo influyen sobre las hipótesis teóricas los detalles del contexto, las instituciones y los actores involucrados. En esta línea, un punto clave para comprender el subdesarrollo financiero en la Argentina es evaluar por qué hay políticas beneficiosas que no se instituyeron o que se instituyeron pero no pudieron implementarse (en el sentido de lograr su *enforcement*). Por ejemplo, si en la literatura existe consenso respecto de que las reglas de transparencia financiera y *corporate governance* de la OECD son las mejores, ¿por qué no se aplican esas políticas? ¿Qué grupos de interés se oponen y por qué? Otra cuestión muy relacionada tiene que ver con las políticas beneficiosas que sí se aplicaron, como fue el caso de las regulaciones de Basilea, pero dieron pobres resultados; ¿cuáles de los agentes involucrados y qué fallas institucionales son responsables de esos resultados?

En función de esta visión metodológica, hemos hecho un esfuerzo por evitar hasta donde es posible el enfoque de equilibrio parcial centrado exclusivamente en el sector financiero. El trabajo favorece una mirada que sitúa a las finanzas en su *contexto* institucional, político y macroeconómico, toma en cuenta los efectos de *path dependence* (i.e. las restricciones que pone la historia) y reserva un lugar para *el conflicto de intereses y las fallas de coordinación* que vienen de la mano de las conductas estratégicas de grupos, sectores y regiones –en las notas del apéndice

mostramos cómo se relacionan estos factores—. En el plano de las políticas, enfatiza que el desarrollo de los mercados de capital en la Argentina requiere de iniciativas más amplias que las estrictamente financieras.

Una tercera observación es que consideramos importante plantear hipótesis sobre el desarrollo financiero que abarquen más de un campo con el objeto de incentivar la reflexión interdisciplinaria. Por supuesto, nuestros conocimientos técnicos están delimitados dentro de estrechos confines y, por ende, no estaríamos en condiciones de analizar de manera sistemática las implicancias de algunas hipótesis que plantearemos. Pero hay un hecho que es bastante obvio para quienes han estudiado los problemas del subdesarrollo financiero: para comprender esos problemas el aporte de disciplinas como la ciencia política y el análisis institucional y, adicionalmente, de personas con experiencia práctica en la política, podría ser muy importante. Si bien el trabajo no se orienta a tratar cuestiones de política de forma sistemática creemos que nuestro análisis de la experiencia financiera argentina servirá, al menos, para elaborar hipótesis que contribuyan a aclarar la cuestión.

La cuarta observación se relaciona con nuestra aproximación levemente no tradicional a los problemas financieros. Somos conscientes de que alejarse de las tradiciones es normalmente tan atrayente como arriesgado. Por ello nos vemos en la obligación de aclarar desde el principio que se trata de un trabajo exploratorio. En la actual etapa de nuestra reflexión, valoramos mucho más la construcción de conjeturas a partir de hechos estilizados que el intentar la comprobación empírica de hipótesis en el sentido que tradicionalmente tiene esta expresión en economía. Las conjeturas se fundamentarán en la literatura analítica y aplicada y en nuestra experiencia de investigación del tema en la Argentina y en otros países en desarrollo. Se espera que el ejercicio de plantear hipótesis y explorar sus posibles consecuencias analíticas y prácticas será útil para elaborar una agenda de discusión de temas de desarrollo financiero.

La última observación es que creemos que además de su eventual relevancia para el sistema financiero, estas reflexiones podrían ser útiles para identificar los obstáculos que erosionan la capacidad de desarrollo de nuestra economía en su conjunto. Hay dos razones centrales. La primera es que todos los mercados tienen el mismo objetivo de coordinar las actividades que conforman la división social del trabajo. Al comprender qué ocurre cuando los mercados financieros fallan en su tarea de coordinar eficientemente la división del trabajo, se comprende también por analogía qué ocurre cuando son otros los mercados que fallan. La otra razón es que las instituciones de un país tienen, por definición, como matriz la misma *polity* y todos los mercados de un país son afectados por idénticas condiciones macroeconómicas. Por ende, si logramos identificar los factores relevantes en la relación entre instituciones débiles, inestabilidad macroeconómica y transacciones financieras (la forma en que se hacen los contratos, etc.) que están detrás del subdesarrollo financiero, es posible que las conclusiones puedan generalizarse al funcionamiento de otros mercados y que las recomendaciones de política relacionadas con las instituciones y la economía política sean aplicables al caso de otros mercados relevantes.



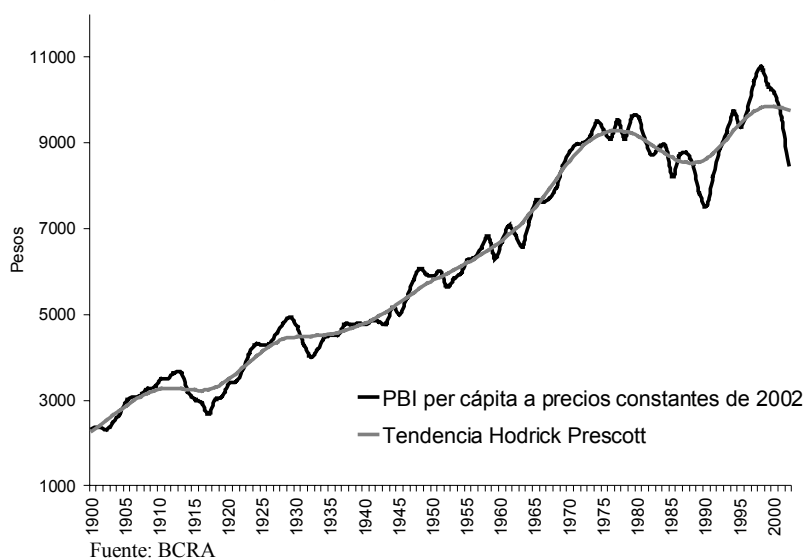
## II. El entorno de las finanzas en la Argentina: Crecimiento, volatilidad, instituciones y régimen internacional

En nuestros comentarios metodológicos sugerimos que el contexto, lejos de ser un mero telón de fondo, es esencial para comprender el subdesarrollo financiero. Partiendo de esta premisa, esta sección elabora hipótesis más precisas y operacionales referidas al caso argentino. Destacamos el papel de la macroeconomía (crecimiento, volatilidad y crisis), el entorno institucional y el régimen internacional. Las notas del apéndice pueden ser útiles para aclarar las conexiones entre las variables financieras y las de contexto y la forma en que las interacciones entre esas variables contribuyen a delinear la morfología de la intermediación financiera.

### Crecimiento y fluctuaciones cíclicas

Un punto de partida natural para caracterizar las variables del contexto macroeconómico es estudiar la evolución del PBI per cápita. Para contar con una perspectiva histórica amplia –que será necesaria en varios pasajes del trabajo– el Gráfico 1 muestra el recorrido de esta variable desde 1900.

**Gráfico N°1:** PBI per Cápita a Precios Constantes de 2002  
y Tendencia Hodrick Prescott

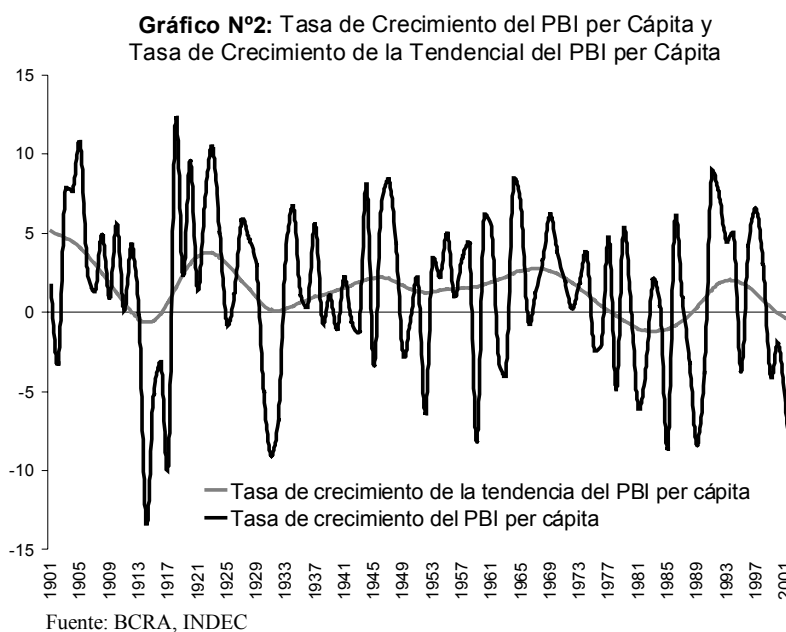


Un rasgo que surge claramente como característica de la evolución económica de los últimos treinta años es la dificultad para instaurar un proceso de crecimiento sostenido. La curva de tendencia muestra que si bien hubo ciclos de crecimiento y estancamiento<sup>3</sup>, la tendencia que se impone a medida que pasa el tiempo es la del estancamiento<sup>3</sup>. Esta curva tiende a “achatare” sensiblemente luego del Rodrigazo, a mediados de los setenta. En particular, el predominio de la tendencia al achatamiento es muy clara desde 1982 en adelante. El valor del PBI per cápita en 1982 era de 8.711 pesos, a valores de 2002. En este último año el valor observado fue de 8.501 pesos. En

<sup>3</sup> Utilizamos el filtro de Hodrick y Prescott para evaluar la tendencia.

otras palabras, en esos veinte años, el cambio en el PBI per cápita y, por ende, en el bienestar y la productividad, fue levemente negativo. En ningún otro período de los 102 años que estamos analizando ocurrió algo similar. Aunque hubo caídas fuertes del producto en ciertos lapsos, nunca se observó un estancamiento de dos décadas.

La evidencia indica que otro rasgo saliente de la evolución macroeconómica de la Argentina es la volatilidad (Fanelli y Heymann, 2002). El país comparte esta característica con las economías en desarrollo. La investigación en economía ha demostrado que los países de ingreso medio como el nuestro, son más volátiles macroeconómicamente que los desarrollados (Easterly et al., 2000, Prasad et al., 2003). El Gráfico 2 muestra los desvíos cíclicos de la tasa de crecimiento en relación con la tendencia de largo plazo. Está claro que más allá de las variaciones en la tasa de crecimiento tendencial, la economía ha sido siempre extremadamente volátil. Desde 1900, la tasa promedio de crecimiento del PBI per cápita se ubicó en 1.3% con un desvío estándar que es casi cinco veces más grande. Específicamente, los registros históricos indican que con una probabilidad de alrededor del 66% la tasa de crecimiento de la Argentina se ubica en un rango que va del - 4.2% al 6.5%. Es fácil concluir que hacer planes de futuro en una economía de estas características es una actividad compleja e incierta. Asimismo, está claro que a medida que el horizonte temporal de decisión se agranda, el riesgo de equivocarse se multiplica sustancialmente.



Una cuestión menos enfatizada en la literatura pero sumamente relevante en el caso de la Argentina es que los niveles de volatilidad no se mantienen constantes a lo largo del tiempo. Específicamente, en nuestro país las variaciones en la volatilidad se asocian tanto con las crisis de origen local como con las transformaciones en el régimen macroeconómico y financiero internacional.

## Crisis

Una característica distintiva de las crisis es que generan caídas significativas en el nivel del PBI per cápita. Parece razonable, en consecuencia, tratar de operacionalizar el concepto de crisis identificando aquellos períodos en que se producen recesiones severas y persistentes. El Cuadro 1 muestra los descensos más abruptos e intensos en el nivel del ingreso per cápita en la Argentina. El cuadro registra todos los episodios en que la economía mostró tasas de crecimiento negativas durante al menos dos años y perdió como mínimo un cuatro por ciento de su producto per cápita. Como puede verse hubo varios períodos que pueden clasificarse como de crisis de acuerdo con esta definición operacional. El cuadro 1, por otra parte, también es útil para poner en perspectiva el impacto de la crisis del régimen de convertibilidad sobre nuestro bienestar. Este impacto sólo es superado por el que tuvo el *shock* de la primera guerra. En todos los otros episodios de crisis, las caídas en el producto per cápita fueron de menor intensidad y duración. Más allá de esto, los guarismos de caída del producto que aparecen en el cuadro indican que todas las crisis han sido muy costosas en términos de bienestar.

**Cuadro 1**

<b>Crisis</b>	<b>Año de Inicio</b>	<b>Períodos de Recesión</b>	<b>Porcentaje de Caída Total del PBI per cápita</b>
<b>Primera Guerra</b>	1913	Cinco	31,4
<b>Crisis del Treinta</b>	1930	Tres	20,8
<b>Crisis Institucional</b>	1962	Dos	7,0
<b>Rodrigazo</b>	1975	Dos	4,2
<b>Crisis de la Deuda</b>	1981	Dos	9,7
<b>Hiperinflación</b>	1988	Tres	15,4
<b>Caída de la Convertibilidad</b>	1999	Cuatro	23,6

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Las crisis, sin embargo, no podrían identificarse solamente en base a su costo económico. Es necesario tomar en cuenta las dimensiones de lo político y lo institucional. La economía política de las crisis ha sido objeto de gran interés recientemente en la literatura (Tommasi, 2002). Un hecho estilizado es que las crisis suelen afectar más que proporcionalmente a quienes están en el gobierno en el momento en que estallan. Por ello, sería difícil encontrar algún hacedor de política que considere beneficioso enfrentar una crisis si eso implica que “la bomba le explote en las manos”. Es mucho más común, en cambio, que esos mismos hacedores estén deseosos de lidiar con la crisis luego del estallido.

La observación de que existe mayor voluntad política para hacerse cargo del timón una vez ocurrida la explosión sugiere que en los períodos que siguen a las crisis se abren oportunidades que no estaban disponibles previamente. Hay razones tanto de economía política como económicas y financieras que pueden aducirse en favor de esta hipótesis. En el plano de la economía política los argumentos más conocidos son los desarrollados en la literatura sobre reformas estructurales de los ochenta (Krueger, 1995). En esta visión, si bien una crisis no es deseable, una vez que ésta ocurre y sus costos se han hundido, aparecen oportunidades para reorganizar las reglas de juego de

la economía y dar más espacio al juego del mercado en la medida en que las crisis debilitan la posición de los grupos de interés empeñados en mantener el *status quo*. En lo que hace a la economía real, una crisis puede ser funcional para destruir capacidad que resulta obsoleta luego de un cambio tecnológico de importancia o para corregir los errores de expectativas del pasado (exceso de capacidad instalada, inversiones en sectores equivocados debido a desajustes de precios relativos). Esto permite una mejor asignación tanto estática como dinámica de los recursos de ahorro de la población. En el plano financiero, a su vez, una crisis puede acelerar la renegociación de contratos que se establecieron sobre la base de una percepción equivocada de los fundamentos económicos y que, por ende, no se pueden cumplir. La contundencia de una crisis puede ser funcional para convencer a las partes de la conveniencia de renegociar y para acelerar, así, la necesaria reasignación de derechos entre deudores y acreedores. Las crisis permiten habitualmente sanear la hoja de balance de firmas excesivamente apalancadas, blanquear la posición de bancos muy expuestos a determinados riesgos que estaban ocultos e implementar ajustes del presupuesto del estado para evitar un endeudamiento público insostenible. En este sentido, más allá de que toda crisis es costosa, hay crisis que son mejores que otras. Una crisis es “buena” si es útil para establecer reglas institucionales y contratos que generen incentivos basados en una evaluación correcta de la riqueza social. A su vez, el agente político habrá aprovechado “su” oportunidad si logra que los contratos se renegocien y las nuevas reglas de juego se establezcan con un mínimo costo en lo que hace al conflicto distributivo y la inestabilidad macroeconómica que son inherentes a la renegociación de contratos y el cambio de reglas de juego (instituciones).

¿Cuán buenas fueron las crisis en el caso concreto de la Argentina? Los factores antes mencionados son difíciles de identificar. Sin embargo, una primera aproximación que parece razonable para evaluar si una crisis fue “buena” y las oportunidades se aprovecharon es observar qué ocurrió en los períodos posteriores a cada una de las crisis que aparecen en el Cuadro 1. Las columnas de la derecha del Cuadro 2 muestran lo ocurrido en la década siguiente a la superación de esas crisis.

**Cuadro 2**

Crisis	Salida de la Crisis			Crecimiento en los Diez Años Subsiguientes		
	Año	Crecimiento Año Inicial (%)	Recuperación de Caída en el Primer Año (%)	Crecimiento Anual (media, %)	Tamaño en Relación al Pico Previo (%)	Volatilidad (desvío estándar, %)
<b>Primera Guerra</b>	1918	12,9	41	5,4	126	4,4
<b>Crisis del Treinta</b>	1933	3,7	18	1,9	98	2,7
<b>Crisis Institucional</b>	1964	8,3	114	3,3	130	3,0
<b>Rodrigazo</b>	1977	4,7	112	-0,5	91	5,1
<b>Crisis de la Deuda</b>	1983	2,1	22	0,2	92	6,2
<b>Hiperinflación</b>	1991	8,8	57.1	3,0	157	4,7
<b>Caída de la Convertibilidad</b>	2003	9,1	38.6	Nd	Nd	Nd

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Estos datos sugieren varios hechos. (a) Los períodos de recuperación post-crisis se pueden clasificar en dos grupos. En un grupo se ubican las recuperaciones vigorosas. Estas se producen luego de la primera guerra, en la década del sesenta y luego de la hiperinflación. En el otro grupo quedan clasificadas tres recuperaciones que se destacan por su debilidad: la crisis de la deuda, el post-rodriazo y la década de los treinta, aunque la tasa de crecimiento en este último período es claramente mejor. (b) En todos los casos de recuperación vigorosa el año de salida de la crisis registra tasas de crecimiento muy altas del producto –por encima del 8% anual- mientras que esto no se observa en los casos de recuperación “mala”. (c) Las recuperaciones post-crisis clasificadas en el mejor grupo comparten un rasgo inquietante: si bien todas registran fuerte crecimiento dentro de la década que sigue a la crisis, todas terminaron en estallidos muy severos de inestabilidad antes de que pasara una docena de años.

Estos hechos estilizados indican que si bien la Argentina ha mostrado capacidad para recuperarse de las crisis vigorosamente, ello no está garantizado pues hay experiencias muy malas. Dado que las recuperaciones mejores coinciden con tasas de crecimiento fuertes en los primeros años, pareciera que cuando la “máquina” de crecer logra ponerse en marcha, hay factores endógenos de vulnerabilidad que comienzan a desarrollarse en paralelo y que terminan posteriormente trabando esa máquina. Obviamente, el análisis del proceso de crecimiento en los noventa y su posterior desarticulación podría enseñarnos mucho a este respecto. Aunque este no es el lugar para realizar tal análisis, sí nos gustaría enfatizar un punto que es relevante para el enfoque metodológico que estamos proponiendo: sería muy difícil explicar por qué se traba la máquina de crecer hacia fines de los noventa sin hacer referencia a la economía política del proceso. Es decir, sin tomar en cuenta los intentos de reelección de Menem, el equilibrio dentro del partido peronista y la ley de convertibilidad como herramienta de construcción y de sustentación de las coaliciones políticas.

Una nueva mirada al Cuadro 1 revela otros dos rasgos adicionales muy importantes que caracterizan a los grandes episodios de crisis. El primero es que todos ellos –con la excepción de la crisis institucional y la hiperinflación– tienen lugar en momentos en que se producían cambios de importancia en el escenario internacional. Esto es, no se trata solamente de crisis que provienen del sector externo sino que esa perturbación externa se asocia a un shock de dimensiones mundiales. Esto sugiere que si bien en la Argentina los desequilibrios macroeconómicos “usuales” se correlacionan con muchos tipos diferentes de shocks (fiscales, monetarios, políticos, externos relacionados con términos del intercambio o con turbulencias financieras), las grandes crisis tienden a coincidir con perturbaciones generalizadas en la economía internacional. Varias hipótesis son compatibles con estos hechos. La primera es que las crisis son básicamente creadas por *shocks* de origen externo. La otra es que la economía doméstica se encuentra en un estado de vulnerabilidad permanente y, en consecuencia, los shocks externos la afectan particularmente más. Una tercera es la que sugerimos anteriormente, que luego de crecer por períodos prolongados, la economía desarrolla endógenamente las vulnerabilidades que la dejan expuesta a los shocks externos y que las variables de economía política juegan un rol en ello. La única hipótesis no compatible con estos hechos es que lo que ocurre en el resto del mundo es irrelevante.

### **Regímenes internacionales y estabilidad macroeconómica**

Durante el período que estamos analizando, la economía internacional pasó por cuatro regímenes bastante diferentes. Ellos son (1) Primera Globalización hasta 1930 (o, quizás, hasta 1914); (2) Autarquía entre 1930 y 1945; (3) Bretton Woods entre 1946 y mediados de los setenta; (4) Segunda Globalización que se extiende desde este último período hasta la actualidad (ver, Basu y Taylor, 1999, Taylor 2002). El Cuadro 3 resume las características más salientes de cada uno de estos períodos en base a cuatro clasificadores: la evolución del comercio, de los flujos de capital, el régimen cambiario y las instituciones encargadas de coordinar los mercados internacionales.

**Cuadro 3**

	<b>Patrón Oro</b>	<b>Autarquía</b>	<b>Bretton Woods</b>	<b>Mundo Global</b>
<b>Movimientos de Capital</b>	Sí	No	No	Sí
<b>Régimen Cambiario</b>	Fijo	Heterodoxo	Fijo	Flotación- U. Monetaria- Varios
<b>Evolución del Comercio Internacional</b>	Muy Buena	Mala	Muy Buena	Muy Buena
<b>Mecanismos de Coordinación Internacional</b>	Autárquico No Cooperativo	Falla de Coordinación	IFIs-GATT Algo Cooperativo	IFIs-OMC-AR Algo Cooperativo

Fuente: Basu y Taylor (1999), Taylor (2002)

El Cuadro 4 muestra la evolución del crecimiento, los precios y el tipo de cambio real de la Argentina bajo cada uno de esos regímenes

**Cuadro 4**

	<b>Primera Globalización</b>	<b>Autarquía</b>	<b>Bretton Woods</b>	<b>Segunda Globalización</b>
<b>PBI Per Capita Crecimiento Promedio</b>	2,6	0,1	1,9	-0,3
<b>PBI Volatilidad (desvío estándar)</b>	5,8	4,7	4,1	5,6
<b>Tipo de Cambio Real (TCR:2002=100)</b>	40	70	60	60
<b>TCR Volatilidad (desvío estándar)</b>	10	10	30	50
<b>Inflación (IPC)</b>	1,7	1,4	30,6	85

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA, CEPAL y FMI

Está claro que el período más exitoso en términos de crecimiento es la primera globalización, seguido por Bretton Woods, mientras que el peor corresponde a la segunda globalización. Este período es también el que registra la mayor volatilidad, incluyendo una tasa de inflación extremadamente alta. Esta evolución sugiere que, al menos en el caso de la Argentina, tiene poco contenido de información afirmar que la globalización es buena o mala. Mientras en la primera globalización el desempeño es bueno, el contexto de la segunda globalización no ha sido uno en el que la Argentina haya encontrado su camino al crecimiento y la estabilidad.

Cuando uno se pregunta qué es tan diferente entre la primera y la segunda globalización para nuestro país, dos factores surgen de manera nítida. Primero, si bien el comercio mundial evolucionó de manera óptima en ambas globalizaciones, en la segunda nuestro país ha sido muy afectado por el proteccionismo agrícola, lo que no ocurrió en la primera. Segundo, en la actualidad, la paridad cambiaria entre las monedas de reserva más importantes fluctúa de manera muy significativa. Esto ocurría en menor medida durante la primera globalización (patrón oro) y bajo Bretton Woods (tipos de cambio fijo). Esto indica que quizás a nuestro país le resulta muy difícil adaptarse a las grandes fluctuaciones que se observan en la actualidad en los tipos de cambio reales entre monedas de reserva. Esta hipótesis tiene sentido si se piensa que la Argentina tiene buena parte de su comercio exterior fuera del área dólar, al tiempo que del lado financiero ocurre lo contrario, está muy dolarizada. Esto hace que el valor de lo que vende no necesariamente se mueva en paralelo con el valor de lo que debe. De hecho, este fue uno de los factores que coadyuvó a la crisis de la convertibilidad. Hacia fines de los noventa, al tiempo que la economía perdía competitividad en Europa y Asia de la mano del superdólar y la convertibilidad, la deuda en dólares aumentaba significativamente. Obviamente que la poca responsable política de endeudamiento y déficit del gobierno ayudaron a la crisis. Pero tampoco se pueden ignorar los desequilibrios creados por el “super” dólar. En suma, en el caso de la economía argentina parece que el escenario internacional es un factor exógeno que puede contribuir tanto a aumentar como a mitigar la volatilidad.

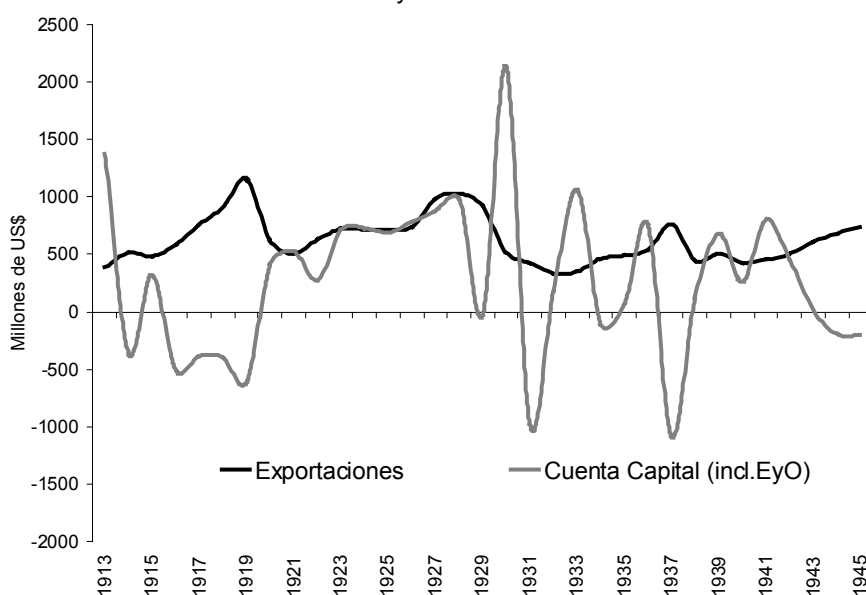
Es muy importante tomar en cuenta los cambios no sólo en el plano monetario sino, también, de *governance* de los flujos de capital. Como lo señala el cuadro, en la primera globalización esa estructura era automática y, en principio, regida por el sistema de patrón oro. Bajo esas condiciones, el ajuste ante desequilibrios era antes que nada una tarea del país que los sufría. Ese sistema cayó bajo el peso de las devaluaciones a costa del vecino y otras estrategias similares que resultaron en una falla de coordinación global que dejó al mundo sin flujos de capital significativos por casi medio siglo. En la actualidad, no existe un mecanismo “natural” como el patrón oro y el sistema de Bretton Woods desapareció. Hoy, los ajustes se dan fundamentalmente vía variaciones en las paridades. Los mecanismos de coordinación financiera son laxos y están a cargo de instituciones financieras internacionales (IFIs) y mecanismos de cooperación ad hoc como el G7 o el G20. A su vez, no hay mecanismos relevantes de coordinación entre las instituciones financieras y monetarias, por un lado, y los organismos de *governance* comercial por el otro, como el GATT anteriormente y la OMC y los acuerdos regionales en la actualidad.

En un mundo de estas características, un país emergente está, antes que nada, librado a su propia suerte y reputación para manejar sus desequilibrios financieros externos. Obviamente, puede contar con la ayuda financiera del FMI ante situaciones

de iliquidez, pero esa ayuda es sin dudas limitada y está atada a una condicionalidad estricta. En el mundo actual, Este no es un hecho menor. Al igual que en el caso de muchos otros países emergentes, la experiencia argentina sugiere que las grandes perturbaciones internacionales se transmitieron, en forma privilegiada, a través de canales financieros y monetarios. Un rasgo habitual que acompaña a las crisis internacionales es la restricción creciente en la disponibilidad de financiamiento externo. Si bien es cierto que las crisis también tienen una dimensión comercial, los efectos más rápidos y contundentes tienden a transmitirse a través de canales financieros, por la vía de aumentos abruptos de las tasas de interés y, lo que es incluso peor, el racionamiento del crédito externo. Es decir, una situación en la que el país no consigue crédito a ninguna tasa.

Los Gráficos 3a y 3b muestran evidencia a este respecto. En estos gráficos mostramos la evolución conjunta del flujo de financiamiento y de las exportaciones. El gráfico 3a muestra las fuertes reversiones en los flujos de capital que se producen en los períodos de los dos grandes shocks de la primera globalización. El 3b muestra las reversiones correspondientes a los shocks de la segunda globalización. Salta a la vista, por otra parte, que la evolución de las exportaciones es mucho menos volátil que la del financiamiento. Por ende, es posible hacer la hipótesis de que son sobre todo las mudanzas en las condiciones financieras y no las comerciales las que tienen entidad para explicar los abruptos cambios en las tasas de crecimiento y volatilidad que llevan a los resultados de los Cuadros 1 y 2.

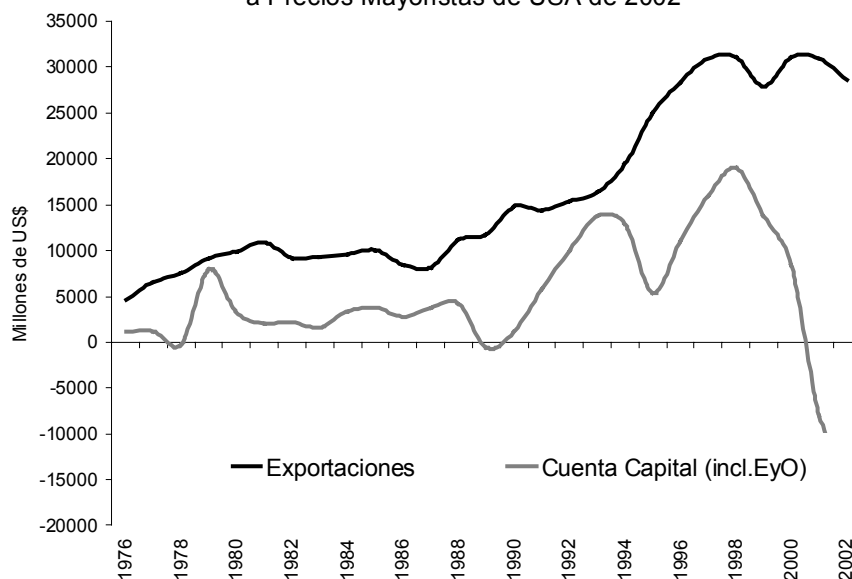
**Gráfico 3a:** Exportaciones y Cuenta Capital (incl. EyO)  
a Precios Mayoristas de USA de 2002



Fuente: BCRA, CEPAL y FMI



**Gráfico 3b:** Exportaciones y Cuenta Capital (incl. EyO)  
a Precios Mayoristas de USA de 2002



Fuente: BCRA, CEPAL y FMI

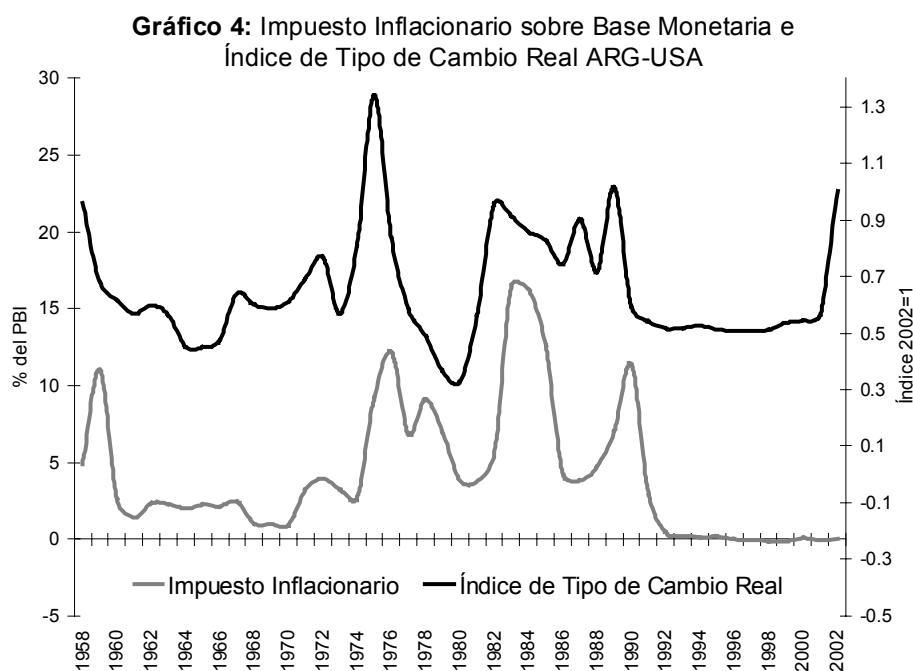
### La debilidad institucional

En la Argentina se observan debilidades importantes en las instituciones. Una ilustración simple es la cantidad de años en que las normas constitucionales no fueron respetadas. La experiencia histórica e internacional muestra, sin embargo, que no necesariamente un gobierno autoritario que no respeta los derechos ciudadanos en general, viola los derechos de propiedad o la santidad de los contratos en particular. Hay gobiernos autoritarios que resultaron hasta cierto punto funcionales para el desarrollo financiero. No es el caso de la experiencia Argentina, sin embargo.

Una forma sencilla de constatar la debilidad de las instituciones que protegen la propiedad y los contratos es verificar la frecuencia con que se produjeron violaciones flagrantes y masivas. Una instancia obvia de violación generalizada de contratos son las devaluaciones y cambios súbitos en el régimen cambiario. Una mudanza no esperada en el precio de las divisas cambia el valor de los contratos e induce, de esa forma, transferencias de riqueza entre los agentes. Los episodios estrella en este sentido son la devaluación de Frondizi (1959), el Rodrigazo (1975), las devaluaciones de Sigaut (1981), el Cavallazo (1982), la hiperinflación (1989); y la salida de la convertibilidad (2001). Un segundo ejemplo de violación generalizada de las reglas del juego y, por ende, de las instituciones económicas son las crisis financieras. En la Argentina, las crisis financieras típicamente indujeron transferencias a favor de los deudores y en contra de los depositantes y los contribuyentes. Estas crisis también han sido frecuentes. En los últimos veinte años hubo dos muy importantes en 1981-2 y 2001-2.

Otros ejemplos de violación de contratos y de la propiedad son la colocación compulsiva de bonos del gobierno en los fondos de pensión, sean éstos públicos o privados y las aceleraciones inflacionarias inducidas para recaudar el impuesto inflacionario. Nótese, por otra parte, que el impuesto inflacionario es un buen indicador de los problemas de *enforcement* de las reglas del juego. Los gobiernos que recurren al impuesto inflacionario lo hacen porque no pueden recaudar lo suficiente y ello,

típicamente, es la contrapartida de una economía negra importante. En el caso de nuestro país, la existencia de una economía negra bastante extendida es la ilustración más patente de las dificultades que encuentran las autoridades para hacer cumplir las reglas del juego.



El Gráfico 4 muestra la evolución conjunta del impuesto inflacionario y las variaciones del tipo de cambio real en los últimos 45 años. Como puede observarse ambas variables se mueven en forma similar y sus picos coinciden con períodos de desajuste macroeconómico. Esto sugiere que ambos instrumentos en la Argentina se utilizaron durante las crisis como herramientas para redistribuir ingresos y riqueza con el objeto de manejar las consecuencias de la crisis. Esto fue una de las causas de que se instalara un círculo vicioso entre volatilidad macroeconómica y debilidad institucional. Con la intención de estabilizar la economía, los programas de ajuste inducían políticas de redistribución draconianas por la vía de la devaluación y la aceleración inflacionaria, políticas que implicaban violar los contratos y tornar sumamente difusos los derechos de propiedad. Esto debilitaba las instituciones erosionando el buen funcionamiento de los mercados en general y de los financieros en particular. Asimismo, exacerbaba la lucha distributiva, que encontraba terreno fértil en una economía que, en general, era bastante cerrada y se movía cerca del pleno empleo. Estos hechos tendían a exacerbar las fallas de coordinación, ya que no funcionaban bien ni los mercados ni las políticas. La acentuación y persistencia de las fallas de coordinación se traducían en inestabilidad macroeconómica, dando lugar al comienzo de otra vuelta en la espiral de destrucción de los mercados y las instituciones. Es interesante, no obstante, llamar la atención sobre un hecho: la devaluación de 2002 induce un fuerte aumento en el tipo de cambio real pero la recaudación del impuesto inflacionario no sigue al aumento del tipo de cambio real, como en las instancias anteriores. Claramente, la dinámica de ajuste de la economía argentina parece haber cambiado. En un contexto bastante distinto en que la economía es mucho más abierta y el desempleo es récord, la capacidad de algunos sectores de participar en la lucha distributiva está ahora acotada. Esto no quiere decir, sin embargo,

que las condiciones para el desarrollo de los mercados de capital sean ahora mejores que en el pasado. La devaluación implicó una ruptura bastante generalizada de los contratos de la economía, al tiempo que la crisis financiera tomó la forma de violación masiva de los derechos de propiedad de los depositantes y tenedores de bonos.

### III. Auscultando el subdesarrollo financiero

La evidencia que acabamos de comentar indica que la economía argentina es volátil, que sus instituciones económicas adolecen de fallas y que la dinámica del crecimiento y las fluctuaciones es afectada por las mudanzas en el escenario internacional. A su vez, en la sección sobre metodología planteamos la hipótesis de que el contexto es un condicionante fundamental de la estructura de intermediación financiera. Esta sección tiene el propósito de presentar un conjunto de hechos estilizados que son clave para comprender la evolución financiera de la Argentina y que, a su vez, ilustran cómo un contexto desfavorable puede dar lugar al tipo de fallas de mercado que están detrás del subdesarrollo financiero. El criterio que utilizamos para seleccionar y discutir los hechos tiene como fundamento la perspectiva metodológica que expusimos en la sección I y en el apéndice.

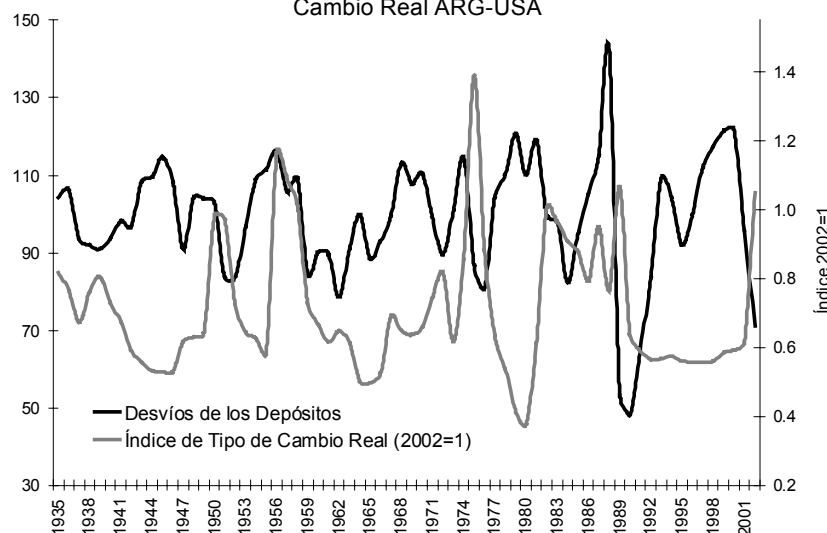
Según el esquema analítico que presentamos en las notas del apéndice, en un contexto caracterizado por la debilidad institucional y la volatilidad macroeconómica se torna muy riesgoso separar la propiedad y el control de los activos y esto, a su vez, hace que una serie de transacciones financieras que en principio podrían ser beneficiosas para todas las partes no se realicen. Es importante remarcar que, en este caso, la no realización de las transacciones tiene un costo en términos de eficiencia y, por lo tanto, de bienestar. Si existen ventajas mutuas a explotar mediante el intercambio de papeles financieros que son “objetivas” –por ejemplo, intercambio de riesgos con covarianza negativa– y tal intercambio no se puede realizar debido al excesivo costo de contratación bajo condiciones de volatilidad macroeconómica y débil *enforcement*, es posible imaginar que si esas condiciones mejoraran, habría ganancias de eficiencia relevantes. Como argumentamos en la sección anterior, tanto el problema de volatilidad macroeconómica como la cuestión del *enforcement* se asocian con problemas institucionales y con la forma de insertarse en un régimen internacional dado.

El argumento anterior sugiere que para ilustrar la pertinencia de nuestras hipótesis en el contexto argentino, deberíamos buscar indicadores de transacciones que no se realizan. Es conveniente tener en cuenta, no obstante, que si bien el resultado de la no realización de transacciones potencialmente beneficiosas es siempre el subdesarrollo financiero, necesitamos distinguir entre dos clases de transacciones que no se realizan: las que los agentes deciden no realizar en absoluto y las que deciden no realizar en el ámbito de la economía nacional. Estos últimos son los que se externalizan con el objetivo de *cambiar el contexto* de la transacción. En lo que sigue comentamos una serie de hechos estilizados que son pertinentes para los dos tipos de transacción que no se realizan. Para ahorrar espacio sólo presentamos aquí la evidencia empírica cuando ello es estrictamente necesario para nuestros argumentos. Cuando éste no es el caso, remitimos a la literatura sobre intermediación financiera en la Argentina.

Una forma simple de estimar las transacciones beneficiosas que no se realizan es observar la evolución de la monetización de la economía. Para producir un nivel dado de ingreso se necesita hacer una cierta cantidad de transacciones y esas transacciones se hacen con dinero. Por lo tanto, en una economía sin problemas financieros, nuestra expectativa es que *ceteris paribus* la relación entre los depósitos y el producto muestre una cierta estabilidad. Si se produjeran cambios en este *ratio* debido a cambios tecnológicos o en las preferencias, éstos deberían ser graduales. Si, por el contrario,

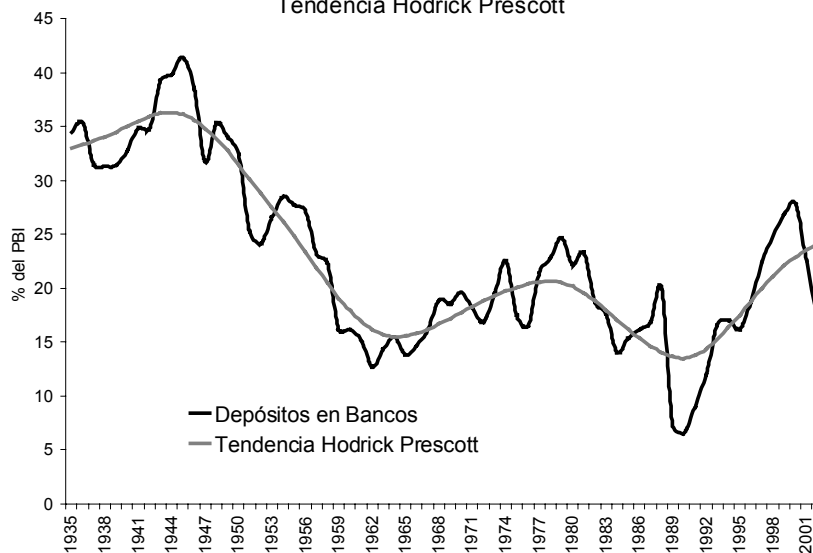
observamos cambios abruptos en el grado de monetización, esto podría ser un síntoma de la presencia de desequilibrios. En particular, esto sería así si los saltos discontinuos en este parámetro tomaran la forma de caídas significativas en situaciones de crisis pues ello nos estaría indicando que los agentes económicos están evitando realizar una cierto número de transacciones financieras al aumentar los riesgos de orden macroeconómico y/o institucional –recuérdese que un rasgo definitorio de las crisis es que los derechos de propiedad y las reglas en general se tornan frágiles–.

**Gráfico N° 5a:** Evolución de los Desvíos de los Depósitos Respecto a su Tendencia y Evolución del Tipo de Cambio Real ARG-USA



Fuente: BCRA, CEPAL y FMI

**Gráfico N°5b:** Depósitos en Bancos y Tendencia Hodrick Prescott



Fuente: BCRA

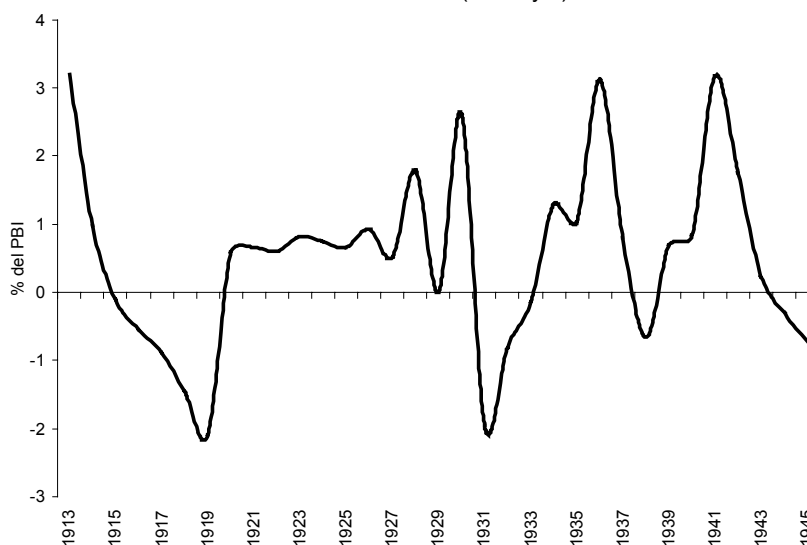
Los Gráficos 5a y 5b recogen diferentes aspectos de la evolución del *ratio* depósitos/PBI en la posguerra. El gráfico 5a registra la relación entre el valor observado de ese *ratio* y su valor de tendencia en cada momento. Cuando el índice es mayor que 100, la demanda está por encima de su tendencia y lo contrario ocurre cuando el valor es menor a esa cifra. Hemos puesto en el mismo gráfico la evolución del tipo de cambio

real. El gráfico sugiere que la correlación es negativa y éste es, en realidad, el caso. Si recordamos que el impuesto inflacionario también aumentaba con la devaluación, esta correlación negativa estaría indicando que las devaluaciones reales y las aceleraciones inflacionarias destruyen transacciones financieras. Esto, a su vez, está en consonancia con la hipótesis de que si los derechos de propiedad devienen nebulosos, los agentes optan por reducir las transacciones financieras.

Otro hecho relevante es que se observa un fenómeno fuerte de *path dependence*. En el gráfico 5b, hay una clara tendencia decreciente en la demanda de depósitos en la posguerra. Dado que el contexto del período es uno de creciente volatilidad y debilitamiento institucional, este hecho abona la hipótesis de que muchas transacciones beneficiosas o bien nunca se hicieron o bien se externalizaron. En la primera alternativa, la economía debería enfrentar serias dificultades para manejar la liquidez ya que un servicio fundamental de los depósitos es, justamente, el de proveer liquidez al sistema. En la segunda opción, si parte de las transacciones por motivo liquidez se externalizaron, se debería observar una participación creciente del dólar como medio de pago y reserva de valor, ya que éste es un sustituto próximo de nuestro dinero en lo que hace a provisión de liquidez. Ambos fenómenos ocurrieron de hecho en la economía argentina. Se observaron interrupciones frecuentes en la cadena de pagos por los problemas para manejar la liquidez y se produjo una fuerte dolarización de la economía.

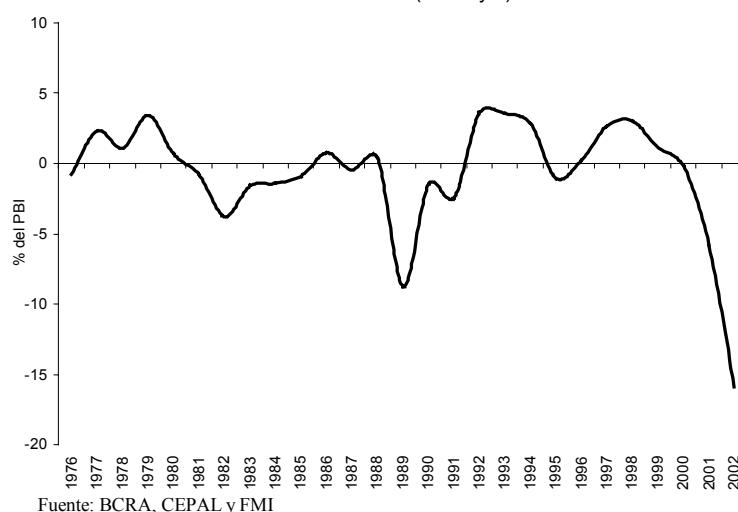
Si las variables del contexto son relevantes para la decisión de separar propiedad y control, debería observarse que los inversores particulares “huyen hacia la calidad” institucional de otros países cuando las variables del contexto empeoran. La evidencia disponible para el caso de la Argentina muestra que, efectivamente, muchos ahorristas residentes optan por poner sus fondos en activos protegidos por legislación e instituciones del exterior en esos casos. Los Gráficos 6a y 6b muestran evidencia en esta línea.

**Gráfico 6a:** Financiamiento Neto del Sector Externo al Sector Privado (incl. EyO)



Fuente: CEPAL

**Gráfico 6b:** Financiamiento Neto del Sector Externo al Sector Privado (incl. EyO)



Fuente: BCRA, CEPAL y FMI

Los movimientos netos de capital privado en la balanza de pagos reflejan que existe huida hacia la calidad institucional foránea en los períodos turbulentos (la primera guerra, la crisis del 30, la hiperinflación y la crisis actual). Nótese, no obstante, que así como los inversores corren hacia la calidad cuando hay crisis, vuelven cuando la situación mejora. Esto es, los inversores se comportan de manera procíclica: demandan calidad cuando hay turbulencias y están dispuestos a mantener “segundas marcas” (activos financieros de países emergentes) cuando los tiempos están calmos.

¿Cuál es el efecto neto de largo plazo de esta conducta procíclica? La evidencia disponible sugiere que estos movimientos no son neutros en el largo plazo, en lo que hace a la conducta de los inversores argentinos. Esto es, se observan efectos que indican la posible presencia de fenómenos de *path-dependence*, similares a los observados en el caso del *ratio* depósitos/PBI. El cuadro siguiente aporta información relevante para esta conjetura. En él se observa que a partir de 1991 los activos externos en manos de los particulares han estado creciendo de manera sistemática, tanto en valores absolutos como en millones de dólares.

**Cuadro 5**

Año	Activos externos (millones de US\$)	Activos externos (% del PBI)	Pasivos externos (% del PBI)	IED Stock en valor contable (% del PBI)
1991	66.670	35,1	39,7	6,1
1992	71.951	31,4	35,9	7,1
1993	86.359	36,5	43,2	7,8
1994	89.010	34,5	46,4	8,7
1995	102.227	39,6	54,2	10,8
1996	116.983	43,0	58,6	12,3
1997	133.071	45,4	64,3	14,3
1998	140.345	46,9	69,2	16,0
1999	150.208	53,0	77,2	21,8
2000	152.936	53,8	78,0	23,8
2001	132.975	49,5	80,1	25,6
2002	132.42	136,2	178,6	35,6
2003	138.139	109,3	167,1	24,8

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC y MECON

Obviamente, si un residente argentino se decide por la alternativa de colocar sus fondos en el exterior, *ceteris paribus*, sus costos de transacción deberían aumentar. Por lo tanto, está claro que si aún así lo hace, los beneficios de realizar la operación en términos de bienestar deben ser altos. Por ejemplo, podría manejar mejor la liquidez, los riesgos o la asignación del consumo en el tiempo. Una forma de ilustrar los costos de carecer de mercados de capital que funcionen razonablemente bien es comparar la evolución de variables clave para el bienestar en economías de diferente grado de desarrollo financiero. Podemos ejemplificar esto tomando el comportamiento del consumo que es una variable muy relacionada con el bienestar. Como lo señala la literatura, si los mercados de capital funcionan bien, los agentes económicos recurrirán a ellos para suavizar las fluctuaciones del consumo. Se endeudarán (o comprarán un seguro) en los malos tiempos y devolverán los préstamos en los buenos. Como consecuencia, el consumo fluctuará menos que el producto en una economía sin grandes fallas en su estructura de intermediación. El cuadro siguiente demuestra que, efectivamente, esto pasa en los países desarrollados con mercados de capital profundos pero no ocurre en el contexto de los países con falta de desarrollo financiero. Lamentablemente, como se ve en el Cuadro 6, la Argentina no es la excepción a la regla.

**Cuadro 6**

Volatilidad Comparada: Período 1993:1 – 2003:4						
País / Variables	Argentina	Brasil	Uruguay	Estados Unidos	México	Canadá
<i>Consumo Privado</i>	0,0488	0,0264	0,0576	0,0063	0,0497	0,0078
<i>Consumo Público</i>	0,0216	0,0198	0,0282	0,0083	0,0663	0,0201
<i>Consumo Total</i>	0,043	0,0225	0,0521	0,0059	0,0473	0,0059
<i>Inversión</i>	0,137	0,0499	0,0994	0,0303	0,0852	0,0382
<i>Ingreso</i>	0,0406	0,0152	0,0361	0,0086	0,0266	0,0105

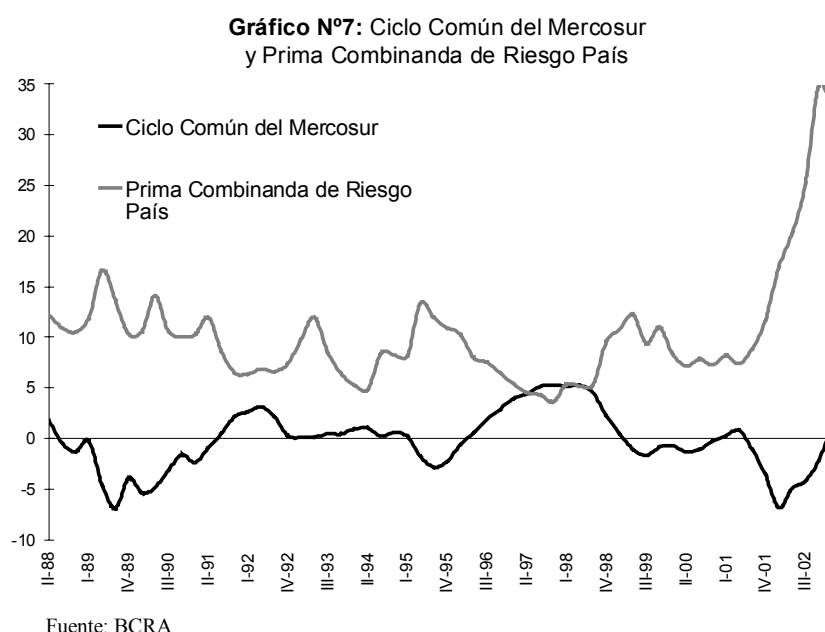
Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI

Si en la Argentina no es posible estabilizar el consumo lo suficiente, podemos asumir que habrá una demanda de cobertura para este riesgo y que los agentes estarán dispuestos a incurrir en costos para cubrirse adecuadamente. Una hipótesis que nos gustaría plantear es que la economía está tan dolarizada justamente porque el dólar juega el rol de proveer cobertura ante las fluctuaciones del consumo. El dólar tiene una propiedad muy valiosa en este sentido: su valor real covaría positivamente con las crisis; es un activo que tiende a aumentar su valor real en los malos tiempos. Esto es así porque en momentos de crisis, cuando falta liquidez y el sistema financiero se pone tenso, el dólar constituye una buena reserva de valor y es un vehículo de liquidez aceptable. Es precisamente la volatilidad del contexto y la falta de instrumentos de cobertura lo que explica que agentes racionales guarden sus ahorros en dólares billete en una caja de seguridad sin recibir intereses y utilicen para cubrir sus necesidades de liquidez una moneda que no es aquella en la cual realizan sus transacciones cotidianas. Si esta hipótesis es correcta, se sigue que los argentinos pagan un precio muy elevado



para lograr un mínimo de suavización del consumo. Costos éstos que al agregarse constituyen un peso muerto sustancial para el crecimiento de la economía. Esta misma hipótesis sugiere, no obstante, que un cambio significativo en el contexto podría tener efectos muy fuertes sobre la tasa de crecimiento. Bajo condiciones de menor volatilidad y mayor seguridad institucional, la Argentina podría desarrollar sus mercados de capital de manera acelerada, con sólo internalizar en mayor grado –para beneficio de los intermediarios locales– el manejo de la liquidez y el ahorro de sus habitantes.

En la sección anterior ya hicimos referencia a que las mudanzas en el contexto internacional afectan el tamaño de la intermediación local y a que los canales financieros son correas de transmisión privilegiadas entre los *shocks* externos y la economía doméstica. Por supuesto, la forma en que un *shock* externo afecta al sistema financiero local es tributaria en gran medida de la calidad de las políticas internas. Por ello es difícil desentrañar cuánto de las fluctuaciones en las transacciones financieras y en el nivel de actividad que aparentemente son causados por factores externos, se deben en realidad a factores de vulnerabilidad generados por las políticas nacionales. Una forma de elucidar en parte esta cuestión es la de identificar, dentro de las fluctuaciones cíclicas, cuánto se debe a factores idiosincrásicos y cuánto a factores que afectan de manera común a varios países similares. Utilizando los resultados que aparecen en Fanelli y Gonzalez Rozada (2003), referidos al ciclo del Mercosur es posible dar una idea en relación con esto. Utilizando técnicas econométricas, estos autores “filtran” los componentes idiosincrásicos del ciclo para conservar solamente la parte del ciclo común a todo el Mercosur. Una vez identificado el ciclo común es posible testear si el mismo es afectado por las condiciones internacionales. El resultado aparece expuesto en el Gráfico 7. Como se observa, aún filtrando los elementos particulares de cada país, el ciclo común está fuerte y negativamente asociado con la evolución de las condiciones de acceso al financiamiento externo. Las técnicas de regresión confirman la impresión visual. Esta evidencia, por lo tanto, apunta en el sentido de que existen *shocks* internacionales que afectan exógenamente el ciclo local, agregándole volatilidad.



Si dedicáramos más espacio a un repaso de los datos y la literatura sobre intermediación financiera en la Argentina, encontraríamos otros indicadores que

refuerzan la presunción de que en un contexto poco propicio los agentes temen separar propiedad y control perdiéndose, de esa forma, transacciones potencialmente beneficiosas para las partes. Podríamos comentar, por ejemplo, indicadores como los siguientes: la baja bancarización de nuestra economía en relación a economías de desarrollo similar, la reducida capitalización del mercado de valores en relación al producto; el subdesarrollo de los sectores cuya producción es intensiva en el uso de financiamiento; el temor a separar control y propiedad por parte de las multinacionales, que no son propensas a abrir su capital en las bolsas nacionales y el raquitismo de los sistemas de seguros y de los inversores institucionales.

Creemos, no obstante, que la evidencia que presentamos es suficiente para mostrar que la evolución de la intermediación en la Argentina es compatible con la hipótesis de que la volatilidad macroeconómica y del contexto internacional, así como la mala calidad de las instituciones, son causas primarias de las fallas en los mercados financieros de la Argentina. Estos factores contextuales generan incertidumbre y, como detrás de las fallas en los mercados de capital está el miedo a prestar, es lógico que la tendencia a no realizar transacciones dentro del sistema local se agrave con todo aquello que abone el temor de los acreedores.

#### IV. Las fallas del mercado financiero, la volatilidad y las instituciones

Hemos argumentado al inicio del trabajo que existe un círculo vicioso que une la volatilidad y la debilidad institucional con la falta de desarrollo financiero. Ya hemos ilustrado cómo el contexto puede reducir el nivel de las transacciones y generar fallas de mercado. Ahora mostraremos los canales de interacción que operan en sentido contrario; esto es, mostraremos cómo el raquitismo financiero puede ser fuente de volatilidad macroeconómica y debilidad institucional. Nos centraremos en tres aspectos: los desequilibrios *stock*/flujo en una economía dolarizada y con tendencia a externalizar el ahorro, las restricciones de liquidez y la tendencia a generar crisis gemelas.

Las decisiones de portafolio que están detrás de los movimientos de capital involucran decisiones tanto respecto de flujos como de *stocks* y no debemos olvidar que, en general, las relaciones entre *stocks* y flujos pueden ser una fuente de volatilidad. Cuando un agente toma decisiones sobre la composición de su portafolio de activos financieros, no sólo decide en qué activos financieros colocar el flujo de ahorro que realizó en el año sino también cómo asignar el *stock* de activos que mantiene en su portafolio y que representan el acervo que acumuló con sus ahorros a lo largo del tiempo. Está claro que las magnitudes implicadas en este segundo caso son mucho más abultadas y, por ende, si por alguna razón los agentes deciden “cambiar de lugar” sus *stocks* de activos financieros, las decisiones afectarán en mayor medida los rendimientos y las condiciones financieras. De esto se sigue que los movimientos de stocks pueden generar más volatilidad que los de flujos, *ceteris paribus*. Como veremos a continuación esto es particularmente así en una economía abierta en lo financiero y altamente dolarizada.

Un hecho estilizado muy enfatizado en la literatura de las economías desarrolladas, es que los residentes invierten una enorme proporción de sus fondos en los mercados de capital de su propia economía<sup>4</sup>. Esto implica que, cuando esos inversores deciden cambiar de lugar sus *stocks*, ese cambio afecta mayoritariamente la asignación entre diferentes activos *dentro* del país. Así, si la situación financiera deviniera complicada, el inversor podría huir hacia la calidad, pero ello en general no implicaría cambiar el país en que se realiza la inversión. Bajo tales condiciones, es altamente improbable que todos los deudores nacionales vean restringida su liquidez al mismo tiempo. De hecho, lo que ocurre en las corridas hacia la calidad en los países industrializados es que el sector público y los deudores más confiables pueden acceder fácilmente al crédito aún cuando el resto de los deudores esté enfrentando restricciones importantes. Este punto es esencial pues si el gobierno decide implementar políticas financieras anticíclicas para evitar que la mayor fragilidad generada por la huida hacia la calidad se propague en una corrida, estará en buenas condiciones para hacerlo.

Cuando los inversores deciden reasignar los *stocks* en los países emergentes, en cambio, la situación puede ser muy diferente. Cuando se producen perturbaciones sustanciales en los mercados mundiales –u ocurren *shocks* de política fuertes en un

---

<sup>4</sup> De hecho esto da lugar a un *puzzle* teórico pues sería razonable que estos inversores buscaran diversificar el riesgo nacional sin poner todos los huevos en la misma canasta (Ver Obstfeld y Rogoff, 2000).

país— es muy probable que los inversores de una economía emergente, sean ellos extranjeros o residentes, traten de poner una buena porción de sus stocks a buen resguardo en países más seguros. En este caso, la huida hacia la calidad implica que todos los deudores dentro del país en cuestión tenderán a quedarse sin financiamiento de manera simultánea.

Hay tres consecuencias que vale la pena remarcar. La primera es que en tales circunstancias, las autoridades no tienen suficientes grados de libertad para implementar políticas financieras anticíclicas pues ellas mismas enfrentan problemas para financiarse cuando los mercados se tensan. La segunda es que los efectos desestabilizadores de los movimientos de *stocks* se potencian. Si bien los inversores pueden creer individualmente que es posible huir en masa del país, lo cierto es que los *stocks* de activos financieros sólo son una representación del *stock* de capital de la economía. Por lo tanto, como no es posible que los stocks de capital físico abandonen el país, el ajuste ante la caída de la demanda de activos domésticos se producirá básicamente vía caída en el precio de los papeles existentes y racionamiento de crédito y se observarán, en consecuencia, grandes caídas de precios y restricciones de liquidez severas. Tercero, en una economía dolarizada y donde los residentes mantienen *stocks* de activos externos muy significativos los movimientos de stocks pueden ser muy grandes en relación tanto con el valor de los flujos como de los stocks de papeles emitidos en los mercados locales. Nótese, en relación con esto último, que la relación depósitos/PBI de la Argentina en 2001, al desatarse la crisis, no llegaba a un cuarto del PBI mientras que la relación activos externos/PBI era de casi 50 % (ver Cuadro 5). Está claro que reasignaciones marginales en los portafolios entre activos externos y locales pueden generar fuertes fluctuaciones en los precios de los activos y en la disponibilidad de crédito doméstico y que, ante estos eventos, las autoridades no contarán con instrumentos de política con entidad suficiente. Las operaciones de mercado abierto, por ejemplo, rápidamente encontrarán un límite en tasas que tenderán a dispararse abruptamente.

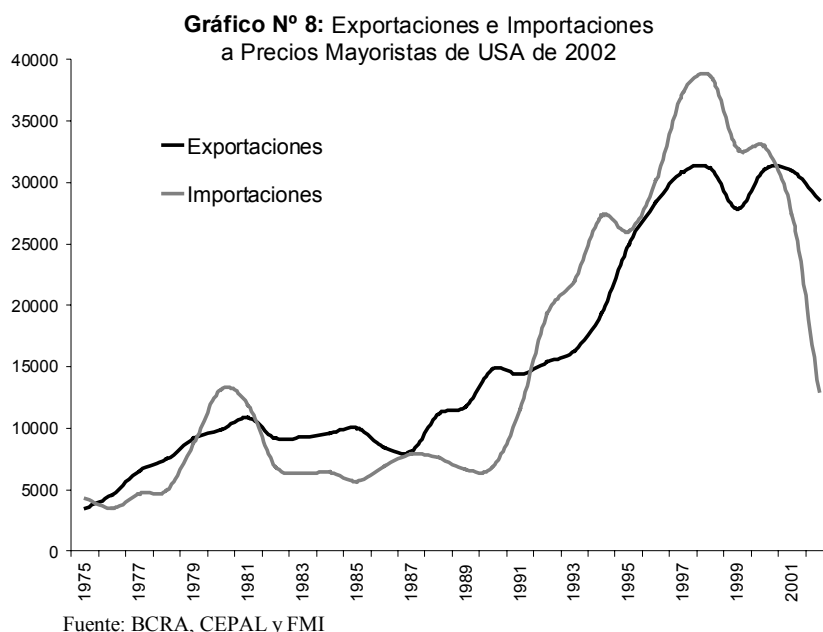
Cuando se torna muy difícil conseguir crédito en el exterior porque los inversores están “temerosos”, los empresarios y consumidores locales deben ajustar su gasto a su ingreso pues no pueden financiar ningún déficit. A nivel de toda la economía esto quiere decir que habrá que importar menos, independientemente de que existan proyectos de inversión cuya rentabilidad justificaría la adquisición de bienes de capital en el exterior. Bajo estas condiciones, habrá oportunidades de negocios entre inversores de países desarrollados y tomadores de países emergentes que se perderán, al fallar la coordinación vía mercados financieros. Los acreedores no estarán dispuestos a dar crédito para financiar proyectos que sí hubieran financiado en contextos normales.

Cuando los inversores se atemorizan en una economía sin mecanismos de amortiguación, deberíamos observar fuertes restricciones de liquidez y racionamiento de crédito, que obviamente serán mayores cuanto menos confiable sean los deudores. Bajo esas circunstancias debería registrarse una fuerte correlación entre la evolución del ciclo y la del crédito. En varios trabajos hemos comprobado que esto es realmente así y que, además, el crédito tiende a causar las fluctuaciones del nivel de actividad (en el sentido de Granger, ver Bebczuk, Fanelli y Pradelli, 2001).

La relación estrecha entre crédito y nivel de actividad exacerba la volatilidad del ciclo, al estar la evolución de la oferta de crédito muy influenciada por los factores

asociados a la huida hacia la calidad que hemos comentado más arriba. Además, un problema adicional es que los cambios en el sentimiento de los mercados tienden a apalancarse. Luego de un episodio de huida, en algún momento los temores del mercado terminarán por disiparse, por ejemplo, porque la economía mundial deja atrás el shock que la perturbó o porque la economía doméstica logra ajustar su nivel de gasto al nivel de financiamiento disponible. Cuando los colocadores de fondos vuelvan a invertir en las “segundas marcas” financieras de los países emergentes, habrá cantidades significativas de proyectos rentables listos para ser puestos en práctica. Esto es así como fruto del racionamiento y las fallas de coordinación. Esto le agrega volatilidad al ciclo económico. El racionamiento implica, por un lado, que en la etapa de “temor” se dejan de hacer más proyectos que los que deberían dejarse y que, por otro, cuando el temor se disipa hay una cantidad grande de proyectos esperando, con lo cual la economía no encuentra restricciones para crecer muy rápido.

Una forma fácil de ilustrar esta tendencia a acentuarse que tienen las fluctuaciones es observar la evolución de las importaciones. Como las importaciones son en gran medida de bienes de capital y de insumos para producir, si lo que estamos diciendo sobre la inversión es correcto, las importaciones deberían ser volátiles y sus fluctuaciones estar correlacionadas con los cambios en el sentimiento del mercado. Para medir esta volatilidad podemos usar las exportaciones como patrón. *Ceteris paribus*, en una economía que no sufre de “miedos” repentinos, las exportaciones y las importaciones deberían moverse de manera conjunta. En una economía afectada por hipoes de racionamiento seguidos de expansión rápida, en cambio, deberíamos ver que las exportaciones siguen un camino más o menos suave mientras que las importaciones –que se mueven con la demanda de bienes de inversión e insumos extranjeros– se movería con hipoes. El Gráfico 8 ilustra este punto para el período de la segunda globalización. En los períodos de turbulencia, las importaciones se “caen” por debajo de las exportaciones y lo contrario pasa en los lapsos de mayor calma internacional. Así, el país genera superávit comercial cuando la percepción del mercado sobre la economía es mala y déficit cuando ocurre lo contrario.



Podría argumentarse, no obstante, que la inversión es volátil *per se* ya que refleja los *shocks* que afectan a las oportunidades de inversión. Esto es correcto. Sin embargo, el Cuadro 6 muestra evidencia adicional que avala la hipótesis de que el racionamiento y las restricciones de liquidez son fuentes de volatilidad adicional en los países con sistemas financieros raquíticos. Como puede verse la volatilidad de la inversión es muy superior en los países en desarrollo que en los países desarrollados.

Es importante tomar en cuenta que si los mercados de capital funcionaran bien, estos hipos serían mucho más suaves o directamente no ocurrirían. No observaríamos que el saldo de la cuenta corriente es contracíclico (i.e. aumenta en los malos tiempos). En las malas situaciones, la economía argentina se endeudaría para capear los malos tiempos y devolvería los préstamos en los períodos en que los shocks positivos generaran bonanza externa. Así, si los mercados coordinaran bien, observaríamos lo contrario de lo que vemos: déficit de cuenta comercial en los tiempos malos y superávit en los buenos. En vez de stop-and-go tendríamos also así como un go-just-go. Este es el factor que está detrás del hecho de que el consumo sea más volátil que el producto y se comporte de manera procíclica más que acíclica.

Un último punto tiene que ver con las instituciones. Como vimos, en los países emergentes es más difícil instaurar políticas financieras anticíclicas debido a que en situaciones de huida hacia la calidad las autoridades no cuentan ni con el financiamiento ni con los instrumentos de política necesarios. En el caso de la Argentina, cuando la falta de confianza es generalizada, los particulares no muestran una gran propensión a demandar base monetaria como refugio ante el riesgo de corrida bancaria. Privilegian el uso de divisas como *hedge*. Esto es lo que explica que las corridas bancarias tiendan a asociarse con corridas cambiarias. Este hecho le pone un límite muy estricto a la capacidad del Banco Central para actuar como prestamista de última instancia.

Este tipo de dinámica es la que está detrás de las llamadas *twin crises* (Reinhardt y Reinhart, 1997). Los efectos negativos de este tipo de situación sobre el desarrollo institucional no podrían exagerarse. Cuando la economía no puede contar con las acciones amortiguadoras del Banco Central las crisis rápidamente se convierten en una amenaza para las reglas del juego. Sin amortiguadores todos los golpes se sienten sobre el cuerpo principal de la economía y muchas reglas simplemente se rompen bajo tales circunstancias. En este sentido, la experiencia de la convertibilidad fue muy aleccionadora. Todo el desarrollo institucional de años que significó la introducción de las normas de Basilea e innovaciones como la central de deudores fueron barridas de un golpe por el vendaval que desataron las crisis gemelas que acabaron con la convertibilidad.

En suma, las fallas en los mercados financieros agregan volatilidad al ciclo macroeconómico y debilitan las instituciones. Por una parte, las decisiones que afectan a stocks tienen gran potencial para apalancar y agrandar los desequilibrios en un mercado. Por otra, los períodos de turbulencia producen racionamiento y obligan a generar superávit comercial y posponer proyectos de inversión que serían rentables en tiempos normales. Asimismo, la incapacidad para instrumentar políticas anticíclicas hace que las instituciones sufran presiones muy fuerte en los períodos de crisis.

## V. Reflexiones Finales

Hay dos preguntas que organizan nuestras reflexiones finales. La primera es ¿porqué no se desarrolla un mercado de capitales en la Argentina? Nuestra discusión sugiere dos contestaciones para esta pregunta, una que identifica las causas más inmediatas y otra que mira más allá. La segunda es ¿qué nos enseñan estas reflexiones sobre los caminos a tomar para dejar definitivamente atrás la última crisis?

En cuanto a las causas inmediatas, parece claro que la debilidad institucional y la volatilidad macroeconómica –tanto de origen interno como externo– han sido los dos factores que más han erosionado el desarrollo financiero no por años sino por décadas. Ello es así porque afectaron a la intermediación financiera en su base misma de sustento: la posibilidad de separar propiedad y control en las operaciones financieras de forma que ello resulte ventajoso tanto para el deudor como para el acreedor. Esto es, de forma que los costos de transacción –abultados por la volatilidad y la inseguridad jurídica– no se engullan los beneficios del proyecto. Hemos visto que las políticas de ajuste de mala calidad basadas en el impuesto inflacionario y la devaluación también hicieron su parte. Lejos de cumplir con el papel que Keynes les asignara de coadyuvar a solucionar los problemas de coordinación del trabajo social allí donde los mercados fallaban, en la Argentina las políticas más que parte de la solución, devinieron parte del problema, al contribuir a erosionar las reglas del juego económico y exacerbar la volatilidad.

Hasta aquí las causas inmediatas. Pero qué ocurre si miramos más allá y preguntamos porqué en la Argentina hay tanta volatilidad y debilidad institucional? Hay dos cuestiones que aparecen en nuestras reflexiones que vale la pena subrayar. La primera es que las causas de la volatilidad son múltiples al igual que las razones que llevan a la violación de las reglas del juego institucional. La segunda, como lo sugerimos en varias partes del trabajo, es que existen interacciones complejas entre integración internacional, debilidad institucional e inestabilidad macroeconómica y esas interacciones dan lugar a la formación de círculos viciosos, que arrastran a las políticas. Hemos visto, por ejemplo, que los grados de libertad para realizar políticas anticíclicas son muy reducidos debido al fenómeno de huida hacia la calidad y la dolarización de portafolios.

Nuestro trabajo sugiere que una fuente de primera importancia en lo que hace a volatilidad, son los cambios en el escenario internacional. Así, podríamos decir sin mucho temor a equivocarnos que un pilar fundamental de la política de desarrollo financiero debería ser la búsqueda de una forma de integración razonable en la segunda globalización. La Argentina está lejos de contar con una estrategia clara en este sentido. En primer lugar, esto es así porque las restricciones que impone la situación actual, caracterizada por fenómenos de contagio financiero, volatilidad cambiaria y proteccionismo, no son fáciles de resolver. En segundo lugar, porque la falta de visión estratégica de la economía internacional es una deficiencia que nuestro país viene mostrando desde hace tiempo.

Otra fuente importante de volatilidad y de erosión institucional es el conflicto distributivo. En todas las instancias de violación de contratos que hemos mencionado, hubo sectores que ganaron (en realidad, muchas veces sólo perdieron menos) y otros que perdieron. Sin embargo, las pérdidas y ganancias observadas no fueron independientes de la economía política de la crisis. Típicamente, los sectores que sacan ventajas son los que tienen acceso al estado y a la formación de la opinión pública de forma de sesgar la política económica en su favor. Estos hechos se dieron con gobiernos tanto democráticos como autoritarios, por lo que la violación de los derechos de propiedad y los contratos y la vocación por manipular a la opinión pública, parecen obedecer a causas profundas, que hundan sus raíces más allá de las características de las instituciones políticas. De alguna forma, la configuración de arreglos institucionales y los recursos que manejan los actores en la sociedad civil han dado como resultado sistemático en la posguerra que los grupos depredadores no encontraran grandes barreras para capturar instituciones clave en el dominio de la polity.

Nótese que al discutir el caso de la Argentina, hemos enfatizado, sobre todo, la economía política de las situaciones de crisis, de “río revuelto”. En los trabajos tradicionales sobre economía política, en cambio, normalmente se pone el foco en cómo los grupos de interés influyen las políticas de desarrollo en épocas normales. Como era el caso de las políticas comerciales o financieras que acompañaron a la sustitución de importaciones. Para una perspectiva como la que adoptamos para explicar por qué no hay un mercado de capitales desarrollado, parece evidente que el contexto de alta volatilidad y la conducta de los grupos de interés en situaciones de crisis deberían tener un papel clave en la Argentina. Justamente, el error de creer que los buscadores de renta son un fenómeno sólo asociado a las políticas intervencionistas, llevó a descuidar el hecho de que los buscadores de renta y los oportunistas de la política no andan fijándose mucho en qué ideología deben usar para apropiarse del trabajo ajeno y poner la política al servicio de grupos específicos. Ese error llevó a que el proceso de privatización y desregulación terminara con buena parte del estado capturado por grupos de interés que utilizaron, típicamente, el argumento de la urgencia de la crisis para facilitar su trabajo de apropiación. Esta táctica no sorprende. Es lo que habían aprendido hacer en toda la posguerra. Usar las crisis para violar derechos de propiedad e inducir redistribuciones de ingreso marcadas. Los depredadores, típicamente defienden la propiedad privada y la santidad de los contratos durante los períodos de calma y se llaman a silencio en los períodos turbulentos donde, para defender su patrimonio, presionan para inducir transferencias de riqueza en su favor a partir de su influencia sobre el manejo de las políticas económicas. En los períodos de crisis, el discurso económico de la élite de poder de turno suele pasar de la ortodoxia a la heterodoxia, justificada en base a la situación de “emergencia”.

Lo que estamos sugiriendo es que parece difícil explicar la dinámica de los mercados en la Argentina en las últimas décadas sin hacer referencia a lo que un gran economista llamó la “economía política de las promesas traicionadas”. Las promesas traicionadas son letales no sólo para las instituciones sino para la confianza en las relaciones sociales y políticas. Se exagera el conflicto distributivo y se dañan los incentivos para producir e invertir. No resulta sorprendente, entonces, que mientras ocurría esto en la Argentina la productividad se estancara y la política deviniera una presa del conflicto distributivo. La voluntad de cooperar y consensuar que son el cemento invisible de la división social del trabajo y un complemento esencial de las instituciones formales, fue reemplazada por la inversión en la formación de coaliciones



para la defensa de los derechos de propiedad propios en el mejor de los casos o para la depredación de los ajenos, en el peor. En un contexto así, animarse a separar propiedad y control es casi una invitación al robo<sup>5</sup>.

En relación a los caminos que se abren para superar las secuelas de la crisis, hay varios puntos que surgen de nuestras reflexiones. El primero es que la Argentina ha demostrado en el pasado que tiene capacidad para superar situaciones de crisis. El desafío mayor está, por un lado, en sostener el crecimiento por períodos prolongados y, por otro, en evitar que el mismo proceso de crecimiento genere endógenamente vulnerabilidades que eventualmente lleven a la economía a una *gran crisis*. Dado que estas grandes crisis tienen efectos de *path dependence* muy perversos, un objetivo central de la política de crecimiento debería ser la de evitarlas. Si bien es cierto que necesitamos crecer, también necesitamos reducir la volatilidad y la debilidad institucional que nos hace vulnerables. Ante las presiones políticas para maximizar la tasa de crecimiento de cada período habría que argumentar que, en ciertas circunstancias, aceptar crecer menos para tener menos volatilidad y mejores instituciones puede ser una inversión muy redituable en el largo plazo. La Argentina necesita un contexto propicio para la construcción institucional.

Un segundo punto es que la salida de la crisis de 2001-2 ha sido auspiciosa si se la compara con el pasado, pues vimos que los procesos de recuperación más duraderos también comenzaron con tasas de crecimiento post-crisis altas, como está ocurriendo en la actualidad.

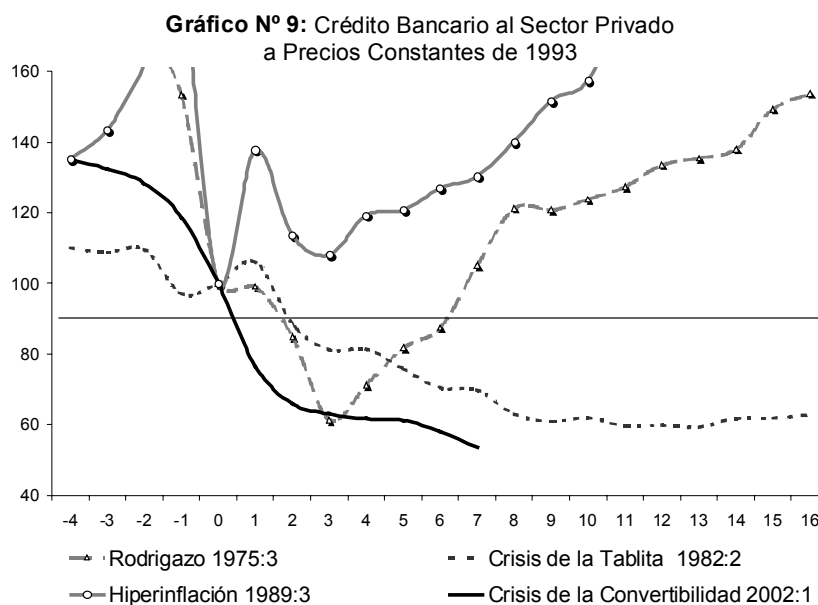
El tercer punto es que, sin embargo, hay dos factores que son mucho menos auspiciosos y requieren especial atención. El primero es que la recuperación ha sido muy dependiente de las decisiones de portafolio de los agentes privados que mantienen fuertes posiciones en activos externos. En efecto, cuando se toma en cuenta el papel de la acumulación de activos en manos de los particulares no sorprende tanto que la Argentina haya podido crecer al 9% en 2003 sin que el sistema financiero se recompusiera previamente (ver Cuadro 5). La desaceleración de la fuga de capitales – por el debilitamiento del motivo huida hacia la calidad que se venía dando en el marco de la crisis– fue suficiente para poner a la economía en movimiento. Asimismo, si se compara la relación activos externos/PBI antes y después de la devaluación de 2002 quedará clara la magnitud del efecto riqueza positivo para aquéllos que mantenían activos externos en cartera. Mientras que el valor en dólares de esos activos prácticamente no varía entre 2001 y 2003, su valor en términos del PBI pasa de 49% a 109%. Dada la magnitud de este efecto riqueza no se necesita mucha imaginación para encontrar los motivos que llevaron a un sector de la población a aumentar

---

<sup>5</sup> Quizás valga la pena mencionar que, más allá de que hay ciertos grupos que han hecho de la depredación su ventaja comparativa, sería difícil explicar nuestros problemas económicos sólo en base a la conducta de estos grupos. Estos grupos son pescadores de río revuelto. Pero como vimos el río se revuelve debido a la volatilidad macroeconómica y las debilidades institucionales. No debemos olvidar que detrás de los desequilibrios que observamos están las fallas de coordinación. Es más razonable atribuir las situaciones de turbulencia y crisis a los efectos de fallas de coordinación donde la mano invisible y las políticas dejan de hacer su trabajo que al frío cálculo de un grupo de depredadores. En los períodos turbulentos, las transferencias de riqueza que se observan, son motivadas sobre todo por el deseo de “salvar la ropa” a costa del vecino. Son conductas más defensivas que ofensivas. Claro que cuando la mano invisible deja de funcionar, a ciertos grupos se les hace más fácil capturar las políticas del estado para realizar transferencias de riqueza guiados por la mano visible de la economía política de sus intereses.

sustancialmente el gasto, reactivando la economía. Otros factores externos, como la mejora en los términos del intercambio también han sido muy importantes. Dada la fluidez del escenario internacional y la volatilidad de las expectativas es muy difícil predecir el curso futuro del crecimiento. No sólo porque las expectativas podrían deteriorarse. También podrían mejorar de forma que un cambio súbito en los stocks genere presiones de apreciación cambiaria e inflacionaria difíciles de manejar.

El otro factor es la falta de recomposición del crédito. Si bien la economía ha estado en condiciones de crecer sin crédito, esta situación no podría mantenerse. No hay ningún camino más o menos seguro para abandonar la situación de crisis que no suponga la reconstrucción del sistema financiero. El Gráfico 9 puede ser muy ilustrativo en relación con este punto. En él hemos hecho coincidir el punto mínimo de la serie de crédito correspondiente a varias crisis (Rodrigazo, Tablita, Hiperinflación, Convertibilidad) con el objetivo de comparar qué ocurre con el crédito en el período de recuperación posterior.



Fuente: BCRA

El gráfico muestra que en todos los casos el crédito se deteriora significativamente antes de que la recesión alcance su punto mínimo. Sin embargo, los períodos posteriores difieren. Luego del Rodrigazo y la Hiperinflación, el crédito se recupera significativamente. Luego de la crisis de la tablita, en cambio, ello no ocurre. En la década de los ochenta la oferta de crédito es muy débil y hemos visto que este período fue uno de los peores en términos de crecimiento. Aunque actualmente la economía está creciendo, en cuanto a la evolución del crédito, la situación presente se parece mucho más a lo ocurrido luego de la crisis de la deuda que a lo ocurrido, digamos, en la recuperación de los noventa. Esto plantea un interrogante respecto de la sustentabilidad del crecimiento en la medida en que no se logre recomponer la oferta de crédito.

El tercer punto es que, aún cuando se tuviera éxito en reducir la volatilidad y manejar razonablemente el período post-crisis, para construir las instituciones que la profundización financiera necesita, el cambio del carácter depredador que adquirió la

*polity* en la Argentina en el contexto del estancamiento de los últimos veinte años parece una condición necesaria. Para mediar y consensuar en el conflicto sobre derechos de propiedad e instaurar reglas de juego institucionales claras para los mercados y las firmas se requiere una *polity* para el desarrollo. Y esa *polity* sólo puede construirse a partir de la política. La política es la que debe encapsular al estado dentro de las normas de forma que no pueda ser capturado por ningún grupo de interés particular y pueda, así, mejorar la calidad de sus políticas económicas.

¿Y qué aprendimos sobre desarrollo con nuestra excursión por los mercados financieros? Bueno, quizá sólo hemos reafirmado lo que intuitivamente ya era evidente: que los tres problemas básicos que la Argentina debe resolver para desarrollarse son cómo insertarse en el mundo; cómo reconstruir la transparencia en la política y cómo resolver los conflictos distributivos que la han aquejado desde que dejó de crecer.

## Apéndice

### Notas sobre intermediación financiera

El propósito central de estas notas es discutir algunos aspectos de las transacciones financieras que no son usualmente enfatizados en la literatura. El trabajo está dividido en dos partes. En la primera examinamos cómo se relacionan la productividad, el crecimiento, la organización de la economía y las instituciones. Los conceptos presentados en esta parte son utilizados en la segunda para mostrar la relación entre intermediación financiera, economía política, instituciones y desarrollo. Como un propósito adicional de estas notas es familiarizar al lector no especialista con las cuestiones a tratar, para facilitar la comprensión presentaremos esquemas gráficos que sintetizan los argumentos.

### Sobre productividad, organización e instituciones

La humanidad cuenta en la actualidad con un nivel promedio de bienestar nunca antes alcanzado y la fuerza que hizo posible esto es el aumento de la productividad de nuestro trabajo. Aunque en la práctica a los economistas no les ha resultado tan sencillo como podría parecer a primera vista definir precisamente “productividad”, a los efectos de nuestro análisis bastará con la noción intuitiva de que la productividad mide la cantidad de producto que se puede obtener con una determinada cantidad de insumos. Una forma bastante simple de operacionalizar este concepto es calcular cuánto producto se obtiene con una cierta cantidad de trabajo y, a su vez, una medida aproximada de esto es el PBI per cápita. Por ello en este trabajo identificaremos el nivel de productividad y, por ende, el nivel de bienestar de la población, con la evolución del PBI per cápita. Este método, por otra parte, es el más utilizado en la práctica para comparar los niveles de desarrollo alcanzados por un país (más allá de que es evidente que esta medida de bienestar promedio deja de lado consideraciones de cómo está distribuido el producto).

Obviamente, para estar en condiciones de producir cada vez más producto con menor cantidad de insumos, el trabajador necesita estar sano y aumentar su nivel educativo (acumulación de capital humano), tener a su disposición máquinas e infraestructura adecuada (acumulación de capital físico) y conocimientos de cómo producir y cómo organizarse para hacerlo (acumulación de conocimiento). No sorprende, en consecuencia, que las diferencias de productividad del trabajo (i.e. las diferencias en el PBI per cápita) que se observan entre las sociedades desarrolladas y las que no lo están se correlacione fuertemente con la disparidad en la cantidad de capital físico, capital humano y conocimientos que esas sociedades lograron acumular en el pasado.

Dado el objetivo de estas notas, es importante subrayar que los aspectos relativos a cómo *organizarse* para producir y distribuir son tan importantes para la productividad como los relativos a qué técnicas utilizar en la producción. Es fácil asociar lo que necesitaremos saber sobre organización para nuestra reflexión sobre los mercados de capital con los nombres de cuatro grandes economistas: Adam Smith, Ronald Coase, Douglas North y John Maynard Keynes.

Adam Smith, el padre de la economía, se vio obligado a analizar el problema de la organización en la medida en que atribuyó a la división del trabajo un papel clave en

la explicación del aumento de la productividad. Según este autor, la especialización de las tareas permite ganar productividad por la vía del aprendizaje y el aumento en la escala de producción. Si bien la división del trabajo *per se* no es privativa de la sociedad moderna, la diferencia específica de la sociedad capitalista moderna es que ha llevado la división del trabajo a niveles nunca antes experimentados y, según, Smith, esto fue posible gracias al comercio, por un lado, y la especialización dentro del ámbito de la firma, por otro. Esto es, gracias al *mercado* y la *empresa*. Además, la interacción entre comercio y especialización genera un proceso cuya dinámica tiende a perpetuarse: cuanto mayor la división del trabajo, mayor es la necesidad de intercambiar cosas en el mercado pues no solo se intercambian bienes finales, también se intercambiarán insumos y bienes de capital. Asimismo, las firmas serán cada vez más complejas en la organización del trabajo y ello requerirá el intercambio de servicios para educarse, para mantenerse sano, para aprender tecnologías, para diseñar la planta, para organizar el trabajo dentro de ella y para organizar el intercambio en los mercados. De ahí que desarrollo de mercado, complejización organizacional y división del trabajo han ido creciendo de la mano en el proceso de desarrollo que nos llevó hasta donde hoy nos encontramos. Asimismo, resulta claro que un componente esencial en este proceso es el *aprendizaje*. Los efectos dinámicos más importantes sobre la productividad devienen de que los individuos y las sociedades aprenden a partir de la actividad de resolver problemas. Esto plantea la cuestión adicional de cómo organizar el proceso de aprendizaje y acumulación de conocimientos. Está claro que los que aprenden son los individuos. Pero también es claro que, de alguna forma, las organizaciones y la sociedad en general deben aprender y debe haber incentivos para el conocimiento se acumule en ellas y no se pierda.

Claro que los enormes beneficios de la división del trabajo no vienen sin costo. Hay tres que enfatizaremos aquí porque son de alta relevancia para la intermediación financiera. Ellos son, primero, los crecientes costos de organización de las actividades dentro de la firma, segundo, el aumento de los costos de transacción en los mercados y, tercero, los costos asociados con la distribución de los frutos del esfuerzo productivo entre los que participan en la generación del producto social. Los costos de organización en la firma, transacción en los mercados y distribución del ingreso pueden ser tan altos que, en realidad, pueden poner en peligro la tendencia a la autoperpetuación que tiene el proceso de aumento de la productividad por la vía de la división del trabajo y el aprendizaje.

Estos costos aparecen, sobre todo, porque la división del trabajo convierte a la producción en un hecho social. Ningún individuo produciendo sólo podría alcanzar el nivel de vida que tiene viviendo en sociedad. Este hecho pone en primer plano el problema de que, para recoger los frutos de la división del trabajo, es necesario *coordinar* las actividades de producción de los que viven en sociedad. Esto es, los individuos deben recibir la *información* respecto de qué deben hacer y deben tener *incentivos* suficientes para hacerlo. Si los trabajadores no saben qué hacer o no tienen voluntad de cooperar y aprender, el trabajo social se resiente. Se sigue, entonces, que coordinar las tareas es tan vital para la productividad como lo son la división del trabajo o la acumulación de capital. No sorprende mucho, en vista de estos hechos, que una parte esencial de los avances en teoría económica más recientes se hayan relacionado con el estudio de cómo es que una sociedad con alta división del trabajo coordina sus actividades y aprende de su experiencia. Esto es, cómo resuelve los problemas de información, incentivos y aprendizaje.

Adam Smith dio una primera clave respecto de la coordinación en una sociedad con alta división del trabajo por medio de la imagen de la *mano invisible*. Según él, es la mano invisible del mercado (i.e. las fuerzas de la oferta y la demanda) la que coordina los planes de producción de todos los individuos y asegura la voluntad de cooperar<sup>6</sup>. Sobre la base de esta hipótesis de Smith, Coase (1937, 1960) se preguntó dos cosas que coadyuvaban a aclarar de manera significativa qué es lo que está detrás del funcionamiento de los mercados. Primero, si el mercado coordina tan bien las actividades de la división del trabajo, ¿por qué existen las empresas que coordinan las actividades no a través del mercado sino a través de las jerarquías? Dentro de la empresa no son la oferta y la demanda sino los jefes quienes le dicen a los empleados lo que tienen que hacer. Para Coase, Smith no tomó suficientemente en cuenta que realizar transacciones a través del mercado puede ser muy costoso, sobre todo en circunstancias en que la transacción obliga a realizar contratos que pueden ser muy complejos. Estos *costos de transacción* pueden evitarse si, en vez de apelar al mercado, directamente la “transacción” se hace dentro de la empresa, organizadas a través de una jerarquía<sup>7</sup>. Con esto Coase puso en evidencia la importancia de los costos de transacción para explicar ciertos hechos económicos.

La segunda pregunta fue la siguiente. Si el mercado coordina tan bien, ¿por qué hay evidentes fallas de coordinación tales como que los cursos de agua se polucionan sin que nadie esté dispuesto a pagar para limpiarlos, aún cuando haciéndolo el bienestar mejoraría? La respuesta de Coase es que ello ocurre porque los derechos de propiedad sobre los cursos de agua están muchas veces mal definidos. Si el arroyo que se poluciona tuviera un dueño bien definido, éste tendría incentivos para limpiarlo o, en realidad, jamás hubiera dejado que se lo ensucien gratis. Con esto Coase mostró un punto central: para que los incentivos de Smith funcionen, antes hay que definir bien los *derechos de propiedad* y hacerlos respetar.

En el contexto de estas hipótesis de Coase, North (1991, 1994) se preguntó algo elemental: ¿quién define y hace respetar los derechos de propiedad? Y, más en general, ¿quién define y hace respetar las *reglas de juego*; es decir, las instituciones de la sociedad?. Su respuesta básica fue que los derechos de propiedad se definen en el plano de la política, que los define la *polity*. La polity resguarda los derechos de propiedad creando *instituciones*; estableciendo las reglas de un juego organizado para garantizar y

---

<sup>6</sup> Smith motiva el problema de la coordinación de planes de producción y gasto a partir de una cuestión simple: se preguntó cómo es que el zapatero y el carnicero saben cuánto producir si no se comunican entre sí y nadie los obliga a actuar de una determinada manera. Su respuesta fue que es la mano invisible del mercado la que coordina las actividades a través de la oferta y la demanda. Cuando hay exceso de oferta de carne y faltan zapatos, los precios de la carne bajan en relación al de los zapatos y, de esa manera, el carnicero y el zapatero, cada uno por su lado, se informan de que la sociedad quiere menos carne y más zapatos. ¿Pero por qué el carnicero produciría menos y el zapatero más? Porque lo que motiva las decisiones es el afán de lucro y es lógico esperar que se produzca más (menos) de aquello cuyo precio sube (baja). Solo cuando la oferta y la demanda son iguales las cantidades producidas son las que la sociedad desea y los precios ni suben ni bajan, de forma que las cantidades producidas no variarán.

<sup>7</sup> Por ejemplo, esto es lo que explicaría que muchas firmas decidan integrarse verticalmente y producir sus propios insumos. Si los empleados pertenecen a la misma firma, el que está a cargo de ordeñar la vaca y el que transporta la leche hasta la ciudad no deben negociar nada. Sólo siguen las instrucciones del encargado de organizar la producción. Obviamente, la firma podría contratar un camión en el mercado. Pero si no lo hace, según Coase, es porque así se ahorra costos de transacción (contratos, averiguar la calidad del servicio, controlar que el servicio sea el estipulado, etc).

proteger los derechos de propiedad ¿Y la polity hace esto siempre bien? ¿Quién controla a los que controlan el derecho de propiedad? Su respuesta fue que no hay nada que garantice que las instituciones estén bien diseñadas. De ahí que este autor se viera compelido a buscar en la historia las claves para evaluar la calidad de las instituciones<sup>8</sup>.

Gracias a North y otros autores (por ejemplo, Acemoglu, 2003) hoy tenemos claro que la polity podría tanto definir instituciones funcionales para el desarrollo como instituciones orientadas a depredar el esfuerzo social. En particular, si los derechos de propiedad los define la polity con cierto grado de discrecionalidad, podría ocurrir que una polity depredadora definiera en su provecho o los de un grupo los derechos de propiedad dañando así los efectos benéficos de la propiedad sobre los incentivos. Sin ir más lejos, esto pasó en casi todos los procesos de privatización en los países en desarrollo en los noventa. Esta cuestión fue tan grave que se acuñó el concepto de “captura del estado” para referirse a una situación en que las autoridades encargadas de privatizar aprovechan la ocasión para definir los derechos de propiedad a favor de los grupos que desean favorecer. Esto ocurrió, por ejemplo, en Rusia y con frecuencia en nuestro país. Al no prestar atención a las cuestiones del contexto (la polity, las instituciones), muchas veces las reformas de los noventa produjeron la paradoja de matar al capitalismo en nombre del mercado. En muchos países con prácticas políticas depredadoras, las élites de poder utilizaron las reformas orientadas a mejorar los incentivos por la vía de la privatización como instrumento para apropiarse incorrectamente de activos públicos. Obviamente, una vez que redefinieron los derechos de propiedad en su favor, los nuevos dueños pasaron a tener un solo objetivo ... que se respete irrestrictamente el derecho de propiedad. Una conclusión importante en este sentido es que hacer declaraciones abstractas en defensa de los derechos de propiedad y las instituciones carece de sentido si no se especifica el contexto social y político dentro del cual tal defensa se realiza.

Los derechos de propiedad son también clave desde el punto de vista distributivo<sup>9</sup>. La sociedad de mercado se basa en el principio de que debe haber una relación entre esfuerzo, riesgo y remuneración para preservar la fuerza de los incentivos y la voluntad de cooperar. La sociedad capitalista lo logra a través de la definición de derechos de propiedad sobre las cosas y las ideas. Por eso hay que definir los derechos de propiedad lo mejor que se pueda ya que de esa forma cada individuo sólo estará en condiciones de recibir en función de lo que aportó. Si un individuo no está seguro de que el fruto de su esfuerzo le pertenecerá normalmente no invertirá lo suficiente o se

---

<sup>8</sup> Ayudados quizás por una pizca de etnocentrismo allí donde la evidencia no era tan concluyente, los economistas de esta escuela –conocida como institucionalismo– llegaron básicamente a la conclusión de que las instituciones anglosajonas son las que mejor resolvieron el problema de cómo resguardar los derechos de propiedad. Si esto es efectivamente así o no, no es tan relevante como el hecho de que esta escuela llamó la atención sobre el papel fundamental de las instituciones para resolver el problema de coordinar la producción.

<sup>9</sup> El hecho de que la división del trabajo convierta a la producción en social genera, de hecho, problemas distributivos complejos. Por ejemplo, ¿si todos dependemos de todos, no se sigue de ello que todos tenemos derecho a compartir los frutos de una actividad que no sería posible sin el concurso de cada uno de nosotros? La única respuesta posible es que sí. Entre otras cosas, porque para garantizar la sustentación del proceso de aumento de la productividad, es necesario que cada miembro de la sociedad esté lo suficientemente educado y sano como para participar de la producción en organizaciones complejas. Si sólo una parte de la población acumula capital humano, es posible que el bienestar de todos se resienta. Asimismo, si una parte de la población se siente perjudicada, podría organizarse para no cooperar. En una situación de interdependencia, siempre existe la amenaza de que un sector amenace al resto con no cooperar (huelga, lock out, piquete) para extraer un beneficio extra.

verá obligado a invertir recursos en defender ante otros agentes los derechos que asume como propios. Así, en general, derechos de propiedad difusos implican incentivos débiles y conflictos distributivos fuertes. Pero ya dijimos que los derechos de propiedad no se pueden definir siempre precisamente. Por ejemplo, es muy difícil definir los derechos de propiedad sobre las ideas y esto es un problema de importancia pues vimos que un motor de la productividad es el conocimiento. Un problema adicional es que a veces los negocios salen mal pues se producen contingencias no previstas en los contratos; cuando las cosas salen mal es posible que ninguna de las partes quiera pagar los platos rotos, lo cual implica que entrarán en discusión los derechos de propiedad asentados en ese contrato. La imposibilidad de determinar los derechos de propiedad de manera acabada implica que pensar en definirlos de una vez y para siempre en base a reglas inmutables es una utopía sin sustento. La ocurrencia repetida de crisis financieras es la mejor evidencia de este hecho.

Si la sociedad no puede confiar sólo en los derechos de propiedad para organizar los incentivos y la distribución de los frutos de su esfuerzo en un contexto de definición incompleta de los derechos de propiedad, la sociedad deberá contar con instituciones para arbitrar en los conflictos de interés que aparecerán de manera natural y permanente. Esas instituciones se crean a partir de las prácticas políticas de la sociedad. Y aunque no existen sociedades sin conflictos distributivos, lo cierto es que las sociedades se diferencian, sí, por su capacidad para mediar en esos conflictos; por su capacidad para negociar y buscar consensos que preserven lo más posible la voluntad de cooperar y los incentivos. Se sigue, entonces, que para garantizar los derechos de propiedad no se puede prescindir de la mediación de la política y las instituciones en los conflictos distributivos.

De lo anterior se sigue que no hay nada que garantice que las instituciones cumplan su papel de ser soporte de los mercados de manera satisfactoria. Es decir que, si las reglas de juego están mal definidas o están bien definidas pero no se cumplen, los mercados no podrán funcionar bien; habrá *fallas de mercado*. Y si los mercados no funcionan del todo bien aparecerán *fallas de coordinación* en la organización del trabajo social. Esto es, se producirán cosas que nadie quiere y se dejarán de producir otras que la gente sí desea comprar a los precios vigentes en los mercados.

Las fallas de coordinación toman formas muy disímiles –capacidad ociosa en las empresas, excesos de stocks, colas para hacerse de productos o insumos– y hay varias especialidades de la microeconomía que las estudian. Asimismo, reglas de juego defectuosas y mercados imperfectos pueden dañar los incentivos para aprender de la experiencia o para acumular esos conocimientos en las organizaciones, con los consecuentes efectos sobre la evolución de la productividad. Pero sin dudas el efecto más negativo y evidente que inducen las fallas de coordinación en nuestra sociedad se dan a nivel macroeconómico y toman la forma de desempleo generalizado. Esto es, una situación en la que existen millones de trabajadores que al salario de mercado están deseosos de trabajar y no logran hacerlo. Cuando esto ocurre, está claro que hay una falla en la forma en que la economía está funcionando y que esta falla no es micro sino macroeconómica en la medida en que no es un mercado o sector específico sino toda la economía la que se revela incapaz de generar empleos suficientes. Justamente fue Keynes quien contribuyó a poner en claro que el fenómeno del desempleo obedece a una falla en la coordinación que encuentra su origen en el funcionamiento deficiente de los mercados. En la visión de este autor, las fallas en los mercados de trabajo y



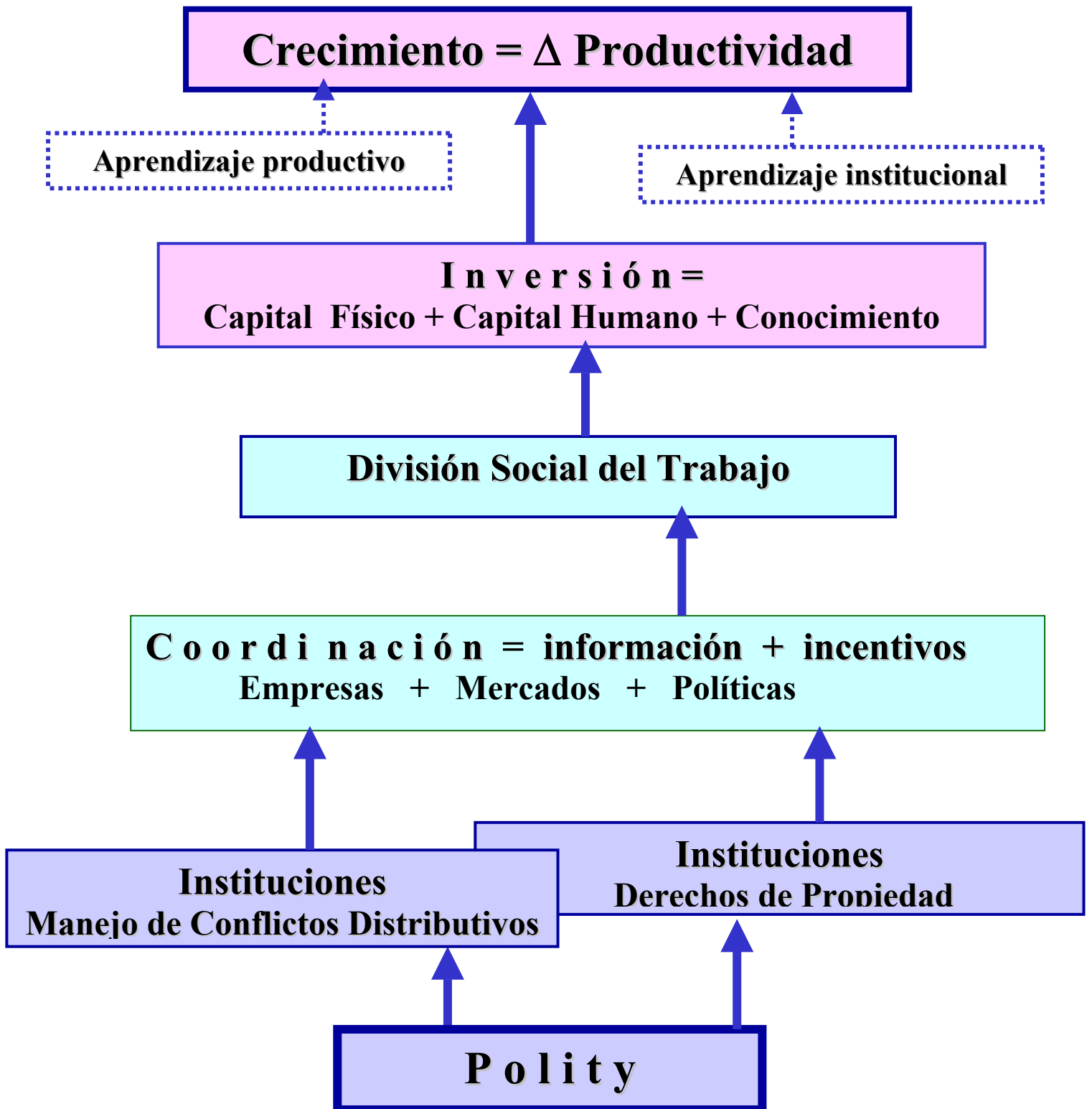
financieros son clave para explicar el desequilibrio macroeconómico. De acuerdo con Keynes, en una situación en que los mercados no hacen su trabajo del todo bien, para volver a coordinar los planes de producción y demanda puede ser necesario que las autoridades implementen *políticas macroeconómicas* orientadas a solucionar el problema de coordinación.

La referencia que hicieramos anteriormente al fenómeno de captura del estado, no obstante, debería ser suficiente para no asumir sin más que las autoridades intervendrán de forma de buscar el bienestar general –en este caso, a través del pleno empleo– y no el de un grupo determinado. Un mensaje central del enfoque moderno de economía política es que las políticas macroeconómicas pueden ser capturadas por los depredadores. Para minimizar el riesgo de captura, la polity debe establecer reglas claras para la política macroeconómica. Si las reglas institucionales son eficaces, las políticas mejoran. De ahí que una conclusión importante a que arribaron los estudios de economía política es que el crecimiento económico depende de la calidad de las políticas y de las instituciones. Pero nada garantiza que la polity establecerá esas instituciones. Por eso los países que logran establecer una polity no depredadora cuentan con una ventaja competitiva. Nuevamente, a la hora de analizar los problemas de coordinación que una sociedad con división del trabajo enfrenta, no es posible soslayar el papel de las instituciones. Sea porque ellas influyen la eficiencia con que funcionan los mercados, sea porque determinan la calidad de las políticas a implementar cuando esos mercados muestran fallas.

Aún cuando la economía política ha clarificado las razones por las cuales las autoridades y los hacedores de política podrían tener incentivos para no seguir el bien común, aún es mucho lo que se ignora. En particular, respecto de cómo es que algunas economías tienen en definitiva instituciones mejores que otras. Si no es por casualidad que esto ocurre, un problema importante que los estudios de economía política aún no han aclarado es cómo es que las sociedades *aprenden a construir* instituciones mejores. Es lo que podríamos llamar el problema del *aprendizaje institucional*. ¿Cómo aprenden las sociedades a tener polities mejores? ¿Dónde se acumula el conocimiento sobre cómo construir mejores instituciones? ¿Cuál es el sujeto social que aprende y evita cometer dos veces el mismo error de política? Nótese que este problema de aprendizaje institucional aparece porque los órganos de gobierno no son individuos y, por ende, carecen tanto de volición como de memoria. Deben organizarse tanto para actuar colectivamente en la obtención del bien común como para acumular el conocimiento práctico adquirido al diseñar e implementar políticas en el pasado. No está claro dónde se “deposita” ese conocimiento; en qué “lugar” está la memoria práctica de las instituciones. Nótese, específicamente, que si bien un tecnócrata podría extraer las lecciones correctas sobre los errores de política pasados o simplemente leer sobre los errores en otros países, ello no implica que esas lecciones sean aprendidas por la organización estatal que lleva adelante las políticas. Puede ocurrir que las autoridades no tengan incentivos para evitar los errores o que no existen mecanismos organizacionales para atesorar el conocimiento práctico acumulado por sus miembros. En el caso del aprendizaje sobre técnicas de producción, la forma de generar incentivos para la acumulación de conocimiento por parte del empresario privado es definir derechos de propiedad sobre los mismos a través, por ejemplo, del copyright. Pero no es posible definir derechos de propiedad privada sobre el conocimiento respecto de cómo hacer bien política y cómo diseñar e implementar correctamente políticas públicas. A diferencia del caso del emprendedor privado, la sociedad no puede confiar en incentivos

de mercado para la generación de aprendizaje institucional. Pero si no existen respuestas para estas cuestiones nada impide que con cada nuevo ministro o tecnócrata la sociedad cometa una y otra vez los mismos errores a la hora de implementar políticas para el bien común. Además de las políticas macroeconómicas en general, uno de los campos en que se observa típicamente el fenómeno de repetición de errores es el de las políticas financieras. La experiencia argentina es un ejemplo paradigmático de una sociedad que tropieza una y otra vez con la misma piedra.

Con estos argumentos esperamos dejar en claro que la buena política es un insumo vital de la eficiencia productiva. Cuando una minoría depredadora captura el estado, lo natural es que el resto de la población trate de organizar una coalición para desplazarla y corregir los excesos relativos a los derechos de propiedad. Todo este proceso implica que habrá cambios institucionales y que los derechos de propiedad serán mucho más difusos que de costumbre. En un contexto así, lo más seguro es que los incentivos para cooperar en la producción se vean muy resentidos por el conflicto en el nivel de la polity. Se invertirán valiosos recursos sociales en función del conflicto más que en función de la cooperación. La Figura 1 resume el contenido de las proposiciones que hemos discutido.

**FIGURA 1**

## Sobre promesas, contratos y subdesarrollo financiero

Típicamente, un contrato financiero consiste en que una parte recibe un bien o servicio hoy y en contrapartida se obliga a devolver una cierta cantidad de bienes y servicios en el futuro. Por ello toda relación financiera supone realizar una *promesa de pago diferido*. Aceptar una promesa como parte de pago implica un acto de confianza entre las partes pues supone separar la *propiedad* que el agente que presta tiene sobre la cosa de su *control* sobre la cosa. A diferencia de un acto de trueque en que se cambia una cosa por otra, en la operación de crédito se cambia un activo por una promesa de pago futuro<sup>10</sup>. Aún cuando el acreedor sigue siendo el dueño de la cosa, el deudor tiene el control sobre el activo en cuestión y, por ende, existe la posibilidad de que éste dañe o mal utilice el activo. Incluso, en la eventualidad de que el deudor actuara en forma oportunista –o sea, si desconociera el derecho de propiedad del acreedor– tendría una ventaja pues la cosa en disputa está bajo su control. Por supuesto, definir los derechos de propiedad y realizar transacciones en una sociedad con mercados financieros –es decir, con separación entre propiedad y control– es mucho más complejo y costoso. Como los riesgos que asume un agente que acepta una promesa de pago diferido son altos, el agente buscará cubrirse de esos riesgos incluyendo cláusulas que lo protejan y ello encarece el proceso de contratación.

Ya mencionamos que definir y hacer cumplir los derechos de propiedad no es fácil en general; menos aún lo es en una economía con transacciones financieras sofisticadas. La complejidad de los contratos financieros y la posición de debilidad de quien cede el control de su propiedad son campo fértil para los depredadores. En efecto, la separación entre propiedad y control da lugar al llamado *riesgo moral* que se produce a consecuencia de que algunos deudores no tienen intención de cumplir sus promesas. Un problema adicional es que muchos deudores que no pueden pagar, al momento de firmar el contrato no actuaron con mala intención. Como la gente se equivoca, no se puede atribuir automáticamente el incumplimiento de contrato a mala intención de una de las partes. Es necesario distinguir entre mala intención y mala suerte. Si siempre se acusara al deudor muy pocos se endeudarían (por ello, la institución de la *responsabilidad limitada* protege al deudor). Si nunca se los acusara, muy pocos devolverían los préstamos. Al diseñarse las leyes y los contratos, es necesario buscar un equilibrio entre estos factores. Las instituciones políticas deben sancionar reglas de juego (instituciones) que hagan cumplir las cláusulas si una de las partes se negara y que estén en condiciones de discriminar hasta donde sea posible entre mala suerte y mala intención. Se necesitan instituciones de muy buena calidad para especificar y proteger de manera equitativa los derechos de deudores y acreedores. Para que los mercados financieros funcionen eficazmente se requiere de una polity sofisticada y eficiente.

Si la sociedad organiza mercados financieros a pesar de tener que incurrir en los costos institucionales asociados con la necesidad de garantizar que las promesas especificadas en los contratos se respeten, es porque ello es redituable en términos de bienestar y esto a su vez significa que las finanzas contribuyen al aumento de la productividad. Encontrar las vinculaciones entre contratos financieros y productividad a veces no es fácil. Por ello, para ayudar a la intuición del lector en el Box 1 presentamos algunos ejemplos típicos de transacciones en los mercados financieros.

---

<sup>10</sup> Incluso, en los mercados financieros es posible intercambiar sólo promesas, como cuando alguien se compromete a entregar en el futuro una cierta cantidad de trigo a cambio de un pago también futuro.

**BOX 1**

*plo a.* Un empresario arma una sociedad anónima y va a la bolsa donde colecta capital de unos inversionistas que quizá nunca verá cara a cara. Se lleva los recursos de los inversionistas y promete pagar dividendos. El empresario gana control sobre la propiedad del accionista. ¿Por qué esto aumenta la productividad?. Simple: el empresario es un especialista en invertir, mientras que el accionista –por ejemplo, un fondo de pensiones– es un especialista en ahorrar. La productividad aumenta porque el empresario invierte mejor los recursos de ahorro de la sociedad.

*Ejemplo b.* Un ciudadano suizo, ya maduro, pensando en su jubilación, decide invertir sus ahorros en la compra de un bono de un país emergente, digamos Chile. El control de los recursos en el presente lo gana Chile, la propiedad sigue siendo del suizo que cobrará los intereses y el principal en el futuro. ¿Cuál es la ganancia? A Suiza le sobra ahorro (porque al estar su población envejeciendo hay muchos ahorrando para jubilarse) y le faltan inversiones rentables (porque los suizos ya tienen mucho capital acumulado). A Chile, a su vez, le falta ahorro –la población es más joven– pero le sobran proyectos de inversión rentables debido a la escasez de capital en los países en desarrollo. La productividad aumenta porque los recursos de ahorro son más productivos en Chile que en Suiza

*Ejemplo c.* Una persona rica compra bonos del estado. El estado financia el gasto público con el bono. El gasto se destina a invertir en capital humano educando personas pobres. El rico recibe la promesa de que el estado pagará. El estado se queda con el control de los recursos del rico y subsidia la educación del pobre. El pobre acumula capital humano y luego de un tiempo comienza a trabajar y a pagar impuestos –que serán mayores que los que hubiera pagado de no poder mejorar su capital humano– que el estado utiliza para devolverle su dinero al rico ¿Cuál es la ganancia? El rico no le prestaría directamente al pobre pues el pobre no tiene cómo garantizar el pago ya que carece de activos. El rico ya está educado y sano; es altamente probable que si invierte su dinero en él mismo esto le dará menos rentabilidad que si ese dinero lo usa un pobre sin educación primaria o sin acceso a servicios de salud mínimos. La productividad aumenta porque la sociedad acumula capital humano más rápido, al acceder el pobre a la educación y la salud.

*Ejemplo d.* Un ingeniero emprendedor tiene un proyecto de biotecnología muy rentable pero de alto riesgo. No posee capital y el que posee no quiere arriesgarlo a un proyecto de todo o nada. Una persona con recursos de capital decide prestarle. Realizan promesas cruzadas según las cuales si el emprendimiento sale bien la persona que aportó el capital de riesgo gana mucho y si sale mal... no. ¿Por qué aumenta la productividad? Porque la naturaleza hizo las cosas de forma tal que no todos los emprendedores son ricos ni todos los ricos son emprendedores. Los mercados financieros permiten que los emprendedores sean financiados por los ricos y que los emprendedores enriquezcan a los ricos que estén dispuestos a arriesgar su capital. Si esto no ocurre, los que tienen buenas ideas no pueden llevarlas a la práctica y productividad se alimenta de ideas.

*Ejemplo e.* Un productor de paraguas hace un acuerdo con un productor de mangueras. El fabricante de paraguas compra acciones de la compañía de mangueras y las paga con acciones de su fábrica de paraguas. El productor de mangueras hace lo propio pero al revés. Nótese que aquí se intercambian sólo promesas. Las acciones de cada una de las dos firmas sólo representan promesas de pagos de dividendos. ¿Y esto porqué mejora el bienestar? Porque de esta forma, ambos productores estabilizan sus ingresos en el tiempo. Sin el intercambio de acciones, cuando llueve el que fabrica paraguas tiene altos beneficios y al que fabrica mangueras le ocurre lo contrario. La situación es la opuesta si no llueve. Al intercambiar acciones, cuando llueve al productor de mangueras le va mal pero cobra dividendos de sus acciones de paraguas. Y lo mismo le ocurre al de los paraguas cuando hay sequía. Ambos productores han estabilizado sus ingresos en el tiempo y, por ende, el intercambio financiero les permitió *diversificar sus riesgos*. Si los productores no pueden diversificar o cubrirse contra el riesgo de su sector de actividad, es posible que decidan producir menos para minimizar los riesgos. Esto no es bueno para la sociedad pues podría ocurrir que hubiera muy pocos paraguas el día que llueva, al ser la inversión en paraguas riesgosa. Está claro que la productividad será más alta en el caso en que la inversión sea la óptima.

*Ejemplo f.* Un agente tiene un buen proyecto de inversión pero que da sus frutos sólo luego de un tiempo. Tiene miedo de arrepentirse en el medio y tener todo su capital hundido hasta el final. Emite acciones que cotiza en la bolsa de forma tal que si se arrepiente y quiere dedicarse a jugar al golf, lo único que tiene que hacer es ir a la bolsa y vender sus acciones. Ahora, aunque el proyecto para la sociedad sigue siendo muy duradero, el empresario como individuo puede actuar como si su inversión fuera líquida; cuando quiere va al mercado y vuelve con su dinero. La productividad mejora pues un proyecto rentable no se hubiera hecho sólo por generarle un riesgo de ilíquidez al emprendedor y no por no ser rentable para la sociedad.

Aunque todos los ejemplos del Box 1 parecen diferentes, hay un hecho común a todos ellos: estas transacciones permiten una mayor especialización funcional de los agentes económicos en sus actividades. Así, los mercados financieros contribuyen a aumentar la productividad porque permiten profundizar aún más la división del trabajo social; básicamente: entre los que ahorran y los que invierten; entre los que enfrentan diferentes tipos de riesgos y entre los que tienen diferentes preferencias por liquidez. Justamente, el rol de los intermediarios financieros y los mercados de capital es el de poner en contacto las personas que ahorran con las que invierten, a las que muestran diferentes propensiones a tomar riesgo y a aquéllas que tienen distintas preferencias por liquidez. Los mercados permiten que estas personas estén en condiciones de explotar las ventajas mutuas del comercio que surgen de sus disímiles preferencias y funciones. En este sentido, la tarea de los mercados de capital no es diferente de la de cualquier mercado: están encargados de *coordinar* las actividades de quienes cumplen tareas diferentes en la división del trabajo. No sorprende, entonces, que buena parte del trabajo de los mercados e instituciones financieras sea producir *información* sobre las características de los agentes (en lo que hace a riesgos, preferencia por liquidez y deseos de ahorrar o de invertir) y brindarles los *incentivos* correctos para que lo hagan.

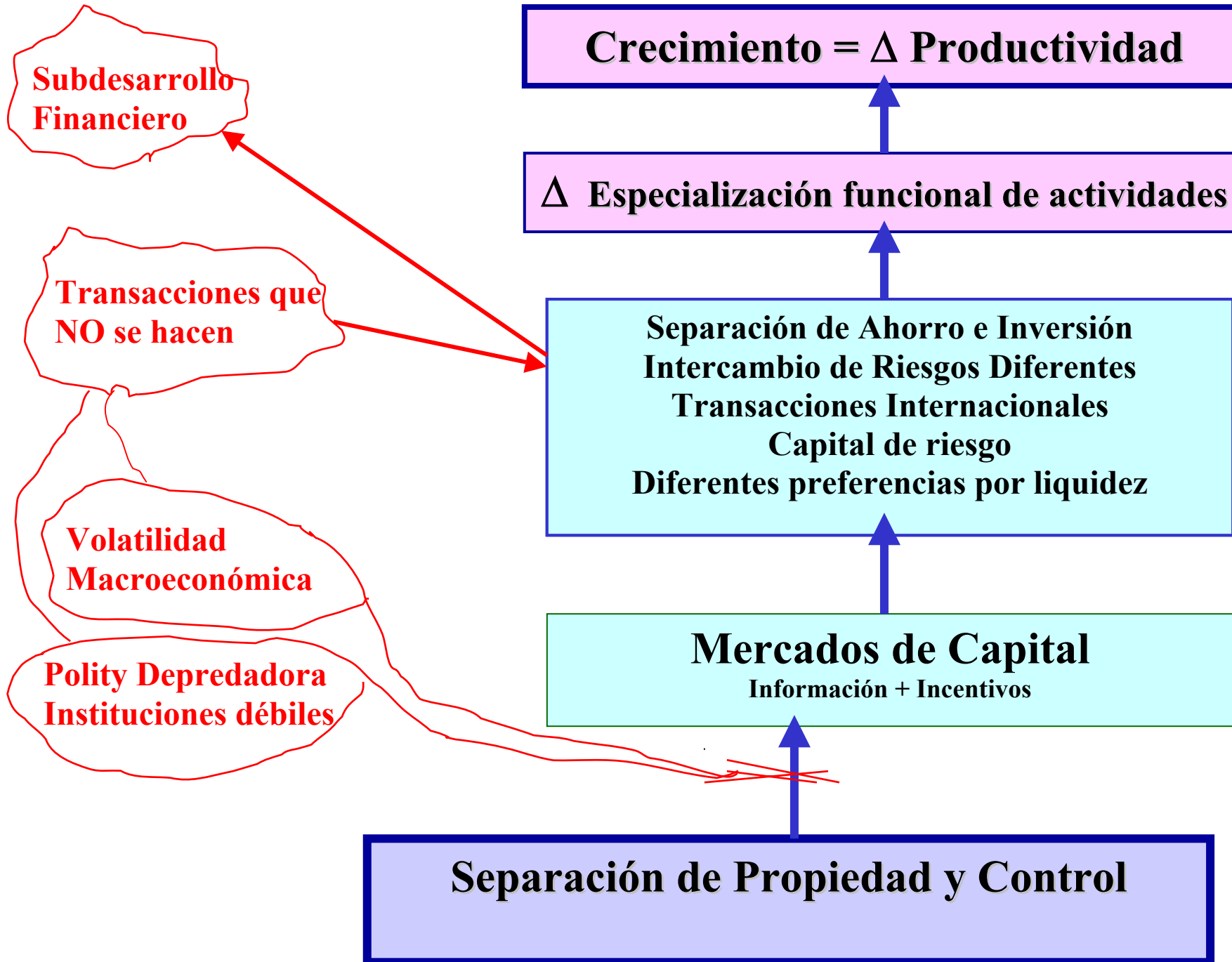
Esta no es una tarea sencilla. La información puede ser difícil de conseguir. Algunas actividades son muy inciertas –por ejemplo las que se relacionan con invenciones recientes– y es difícil hacerse una idea de los riesgos involucrados. Asimismo, como existe el riesgo moral, los que no piensan cumplir sus promesas tratarán de ocultar información sobre el verdadero estado de sus negocios o sobre las bondades de los proyectos que quieren financiar. Para acotar el riesgo moral, el intermediario debe diseñar contratos que mitiguen ese riesgo y hagan la transacción aceptable para el acreedor. Claro que la transacción debe ser aceptable también para el deudor. Por ello los intermediarios estudian y seleccionan a los deudores y controlan que las cosas se hagan como el contrato entre las partes lo estipula. Una función esencial de las instituciones financieras es la de invertir en la producción de información y en el diseño de contratos que hagan compatibles los intereses de todas las partes. Si las instituciones financieras no cumplen esta función, la productividad se resiente.

En situaciones de inestabilidad macroeconómica, las tareas microeconómicas de búsqueda de información y diseño y ejecución de contratos se hacen más complicadas. Uno de los rasgos más problemáticos de las economías inestables es la *volatilidad*. En los contextos volátiles, la información deviene obsoleta a gran velocidad y, en consecuencia, hay una mayor probabilidad de que los agentes se equivoquen en sus decisiones. Es mucho más difícil calcular la rentabilidad y el riesgo de un negocio e identificar las conductas oportunistas cuando los *shocks* que experimenta la economía son de gran magnitud, los precios son inestables y los ciclos macroeconómicos son muy pronunciados. Nótese que, en principio, es más fácil calcular el riesgo de lluvia que, digamos, la probabilidad de que ocurra una crisis en Asia que termine por contagiar a todos los mercados emergentes o la probabilidad de un evento puramente político que afecte a la economía. Por otra parte, si informarse es caro y hay más gente que se equivoca, los créditos serán caros debido a los costos de transacción y la elevación del riesgo de *default*. En este tipo de situaciones se producen más litigios y los derechos de propiedad se tornan más difusos, lo cual tiende a sobrecargar de demandas a las instituciones encargadas del *enforcement* de los contratos y a deteriorar el funcionamiento de las mismas.

Hay dos consecuencias adicionales muy negativas de la excesiva volatilidad que vale la pena remarcar por su importancia en el caso de la Argentina. La primera es que aumenta el riesgo de que se produzca una crisis financiera a nivel doméstico. La segunda es que se incrementa la probabilidad de que el país vea restringido súbitamente su acceso al financiamiento externo. En este sentido, para muchos países emergentes la globalización financiera ha resultado un arma de doble filo. Por una parte, la globalización fue beneficiosa en la medida que significó un aumento en la oferta de crédito disponible para el país; por otra, agregó volatilidad al contexto en tanto las variaciones súbitas en la oferta de fondos del exterior tienen entidad como para generar fluctuaciones macroeconómicas pronunciadas. Según algunos autores, la amenaza de que los movimientos de capital se reviertan no es algo del todo malo ya que obliga a las autoridades a implementar políticas macroeconómicas prudentes. Sin embargo, hay que tener en cuenta que este beneficio tampoco viene sin costos. Una salida brusca de capitales puede deberse no a malas políticas internas sino a *shocks* de origen internacional (cambios en la política monetaria de países grandes, efectos de contagio), con lo cual la economía local termina importando distorsiones del exterior. Además, una apertura irrestricta a los movimientos de capital facilita los cambios abruptos en la composición del portafolio del sector privado entre activos internos y externos cuando cambian las expectativas. Si esos cambios de expectativas están errados, los movimientos de capital sirven sólo para amplificar las consecuencias negativas de los errores de expectativas. En este sentido, la liberación de los movimientos de capital podrían exacerbar más que amortiguar la volatilidad macroeconómica.Cuál de estas fuerzas contrapuestas asociadas a la globalización financiera es la que prima es una cuestión empírica.

Más allá de estas cuestiones, lo que sí puede afirmarse con seguridad es que en un contexto macro volátil y con instituciones débiles, los costos de busca de información, contratación y *enforcement* (i.e. de hacer cumplir efectivamente el contrato) pueden resultar tan altos como para hacer que un proyecto que es rentable en sí, deje de serlo al tomar en cuenta los gastos en que hay que incurrir para financiarlo. Puede afirmarse sin temor a exagerar, entonces, que para comprender el subdesarrollo financiero, es casi más importante entender las transacciones que *no* se hacen y podrían haberse hecho en otro contexto, que aquéllas que sí se realizaron. Asimismo, detrás de cada transacción financiera que *no* se hace, se esconde un proyecto rentable que quedó trunco: un emprendedor que no encuentra un socio que le aporte capital de riesgo; un estado sin recursos para salud y educación; un productor paralizado por el exceso de riesgo que debe cargar en sus espaldas para producir al no poder diversificar ese riesgo. Las consecuencias de esto para la productividad son obvias. La figura 2 sintetiza los argumentos sobre finanzas que acabamos de plantear, incluyendo los factores que coadyuvan al subdesarrollo financiero por la vía de las transacción que no se hacen.

Figura 2





## Referencias bibliográficas

- Acemoglu D., Simon J., Robinson J. (2003) "Institutions, Volatility and Crisis". *Growth and Productivity in East Asia, East Asia Seminar on Economics*. Volume 13.  
<http://www.nber.org/books/ease13/>
- Basu, S., and A. M. Taylor (1999), "Business Cycles in International Historical Perspective", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, Spring, pp. 45-68.
- Bebczuk, R., Fanelli, J.M. y J.J. Pradelli (2002), "Determinants and Consequences of Financial Constraints Facing Firms in Argentina, 1992-99", Washington, International Development Bank.
- Coase, R. (1937), "The Nature of the Firm", *Económica N.S.*, 4:386-405.
- Coase, R.(1960), "The Problem of Social Cost", *Journal of Law and Economics* 3, October: 1-44.
- Easterly, W., R. Islam and J.E. Stiglitz (2000), "Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility", Washington, *Mimeo*, The World Bank.
- Fanelli, José María (2003), *Estrategias para la reconstrucción monetaria y financiera de la Argentina*, Buenos Aires, Siglo XXI Editores.
- Fanelli, J.M. y M. Gonzalez Rozada (2003), "El Ciclo en el Mercosur", CEDES, **Mimeo**.
- Fanelli, J. y Heymann D. (2002), "Monetary Dilemmas in Argentina", *Revista de Desarrollo Económico*, No 165, Vol.42, April-June 2002.
- Keynes J. M. (1936) "The General Theory of Employment, Interest and Money".
- Krueger, Anne O. (1995), "Policy Lessons from Development Experience Since the Second World War", in Behrman, J. and Srinivasa, T. N. *Handbook of Development Economics*, New York: Elsevier, pp. 2498-2550.
- North, Douglas (1991), "Institutions", *Journal of Economic Perspectives*, 5 (1), pp. 97-112.
- North, Douglas (1994), "Economic Performance Through Time", *American Economic Review*, Vol. 84, NO. 3, pp359-368.
- Obstfeld, M and K. Rogoff (2000), "The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?" *NBER Working Paper 7777*, NBER Working Paper Series, Cambridge, MA, July.
- Popper, Karl R. (1979), *Conjectures and Refutations*, London, Routledge and Kegan Paul.
- Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S., Kose, M. (2003), "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence", Occasional Paper.
- Reinhardt, C. and V.R. Reinhardt (1997), "Some Lessons for Policy Makers Dealing with the Mixed Blessing of Capital Inflows", Mimeo, University of Mariland.
- Smith, A. (1776) "The Wealth of Nations".
- Taylor, Alan M. (2002), "Globalization, Trade and Development: Some Lessons from History", National Bureau of Economic Research, WP 9326.
- Tommasi, Mariano (2002), "Crisis, Political Institutions, and Policy Reform. It is not the Policy, it is the Polity, Stupid" Paper prepared for the Annual World Bank Conference on Development Economics.