

POLÍTICAS FINANCIERAS Y CRECIMIENTO
EN EL CONTEXTO DEL DESARROLLO:
LECCIONES DERIVADAS DE AMÉRICA LATINA
Y DEL SUDESTE ASIÁTICO EN LOS AÑOS OCHENTA*

ROGERIO STUDART**

SUMARIO

La corriente dominante en la economía del desarrollo ha estado constreñida por la idea de que las políticas financieras —tales como topes a las tasas de interés, políticas de crédito selectivas y controles sobre la afluencia de capital— son dañinas al desarrollo financiero y económico. En contraste, usualmente se sostiene que la liberalización financiera fortalece el crecimiento y la eficiencia. Sin embargo, muchas experiencias de liberalización están asociadas con colapsos financieros, algunas veces conducentes a un declive en la inversión y el crecimiento. En este artículo, sostenemos que las políticas financieras, tales como las arriba descritas, son aspectos inherentes a los esquemas de inversión en muchas economías en desarrollo, y que, por tanto, la liberalización —en la forma en que usualmente se ha implementado— tiende a trastornar sus mecanismos de financia-

* Este artículo fue escrito y sometido a consideración de la revista *Investigación Económica*, casi dos años antes de la crisis en el extremo oriente, hemos añadido un *post scriptum* señalando algunos comentarios sobre su relación con algunos de los cambios recientes en las políticas financieras en el Lejano Oriente. Por las limitaciones de espacio, un análisis profundo de la actual crisis tendrá que esperar a un artículo futuro. Traducido por Juan Cristian Gutiérrez.

** Profesor Asociado, Universidad Federal de Río de Janeiro. El artículo se benefició en gran medida por los excelentes comentarios enriquecedores de dos réferis anónimos de esta revista, que contribuyeron en gran medida a la forma final de éste. Finalmente, se hace un reconocimiento agradecido al apoyo financiero del Consejo Nacional de Investigación, de Brasil (CNPq). Obviamente operan usuales avisos.

miento y dotación de fondos a la inversión. Además de presentar un marco teórico para discutir esta aseveración, el artículo contiene lecciones de las experiencias de algunas economías seleccionadas de América Latina y el Oriente Asiático en los años ochenta, con el objeto de arrojar luz sobre los vínculos entre las políticas financieras y el desempeño en el crecimiento en el contexto del desarrollo.

INTRODUCCIÓN

Desde 1972, en seguida tras los trabajos seminales de Shaw y McKinnon, el punto de vista dominante en materia de políticas financieras para el desarrollo ha dado un giro de 90 grados. De acuerdo con el modelo de Shaw-McKinnon (o *liberalización financiera*) las políticas de crédito selectivo y las bajas tasas de interés, utilizadas en las estrategias de desarrollo previas, reducían la oferta voluntaria de ahorro e inversión. Estas políticas fueron también parcialmente culpadas del pobre crecimiento de los mercados financieros en las economías en desarrollo, que hicieron de la emisión de dinero el mecanismo principal para financiar el déficit gubernamental. La inflación, con todos sus efectos desestabilizadores sobre el crecimiento y la ubicación del ahorro, era vista como un producto secundario de la represión financiera.

Siguiendo semejante punto de vista sobre las distorsiones creadas por la represión financiera, se introdujeron reformas en muchas economías en desarrollo, que buscaban “remover las distorsiones en los mercados de capital, en conexión con: 1. las políticas de establecimiento de las tasas de interés y distribución del crédito, y 2. las prácticas de financiar los amplios déficit gubernamentales en los mercados domésticos de capital” (*cf.* Fernández, 1996:103).

Estas recetas políticas han sido aplicadas de manera diferente en América Latina y el Oriente Asiático. Hasta hace poco, algunas economías de esta región, como Corea del Sur, Taiwán y Tailandia, tuvieron una aproximación gradual y precavida hacia la liberalización de las tasas de interés y los mercados financieros —en los casos en que ésta llegó a ocurrir. Esta aproximación gradual facilitó el ajuste fiscal, aisló los mecanismos de las finanzas corporativas de los efec-

tos negativos de la liberalización financiera y evitó la emergencia de la especulación financiera. Sostenemos que la capacidad de evitar los desequilibrios financieros fundamentales del gobierno y el sector corporativo fue un factor importante para permitir políticas conducentes a un crecimiento rápido, de fortalecimiento de la productividad, lo cual tuvo un efecto benéfico para aliviar la pobreza, y en algunos casos, mejorar la distribución del ingreso.

En contraste, en muchas partes de América Latina —y aquí nos centramos en Argentina, Brasil, Chile y México— los cambios en las políticas financieras fueron más abruptos, usualmente asociados con programas de estabilización de precios, y fueron impuestos en un ambiente de rígidas políticas monetarias e inflacionarias. Estas políticas financieras fortalecieron el desequilibrio fiscal, desmantelaron parcialmente los mecanismos de inversión financiera de largo plazo y generaron incertidumbre, produciendo una tendencia al “cortoplacismo” tanto del sector corporativo como del gobierno (con impactos negativos en la inversión pública y privada, el crecimiento y la creación de empleos).¹

Este artículo extrae lecciones de las experiencias de algunas economías seleccionadas de Asia y América Latina en los años ochenta, para arrojar alguna luz sobre los vínculos entre las políticas financieras y el desempeño del crecimiento en el contexto del desarrollo. El artículo está organizado de la siguiente manera: en la segunda sección se presenta un marco teórico; en la tercera contrastamos la macroeconomía de América Latina con la de Asia en la cuarta resumimos nuestros hallazgos y presentamos nuestra conclusión. Como se ha mencionado, se añadió un *postscriptum* al artículo.

¹ Esta combinación de altas tasas de interés, creciente deuda pública y bajo crecimiento tuvo, probablemente, un importante efecto distributivo de ese proceso, que era un problema doble: primero, a través de una significativa restructuración de la hoja de balance entre el gobierno, el sector corporativo y los rentistas; y segundo, a través de transferencias directas del ingreso del sector público a los sectores corporativo y privado, en detrimento de los contribuyentes y de aquellos que más dependen de las transferencias gubernamentales. Poniendo, por un lado, los efectos conjuntos de tales diferencias de políticas financieras en el crecimiento, la productividad y la creación del empleo y, por el otro, la riqueza de la clase *rentista*, sería posible entender la creciente brecha entre ricos y pobres en América Latina en los años ochenta. Aun cuando está fuera de los alcances de este artículo el discutir a profundidad semejantes efectos en la distribución, es importante subrayar que éstos probablemente desincentivaron la inversión.

UN MARCO TEÓRICO

Los “modelos de liberalización financiera” concluyeron que un cambio hacia “políticas financieras ortodoxas” generaría un ahorro agregado y mejoraría la eficacia de la intermediación de la inversión del ahorro, con ello se fortalecería el potencial de crecimiento, por al menos dos razones:

1. el ahorro se incrementaría si se liberalizasen las tasas de depósito; la inversión también se elevaría porque una oferta mayor de fondos crediticios estaría al alcance de los inversionistas; y porque las tasas de depósito más elevadas estimularían a los ahorradores e inversionistas menores a acumular ahorros para realizar inversiones en el futuro.²

2. la liberalización financiera presentaría, además, la posibilidad de cambiar el patrón de financiamiento gubernamental, de la emisión de dinero a la emisión de bonos, y con ello se llegaría a la disciplina fiscal y monetaria —requerida para la estabilidad de precios—. El declive de la inflación y el impuesto inflacionario mejorarían la eficiencia en la asignación del ahorro.³

Desde nuestro punto de vista, tanto la causalidad en el nexo ahorro-inversión como el concepto de eficiencia de los mercados financieros implícito en este análisis son engañosos. En primer lugar, siguiendo a Keynes (1936) y contando con una significativa evidencia empírica (véanse Schmidt-Hebbel, Servén y Solimano, 1996; y Ostry

² Detrás de esta última presunción está la hipótesis de la complementariedad “dinero-capital” de McKinnon: por la indivisibilidad de la empresa de inversión y de la baja credibilidad crediticia de los pequeños inversionistas, el único medio por el cual éstos pueden invertir es la acumulación del ahorro en forma de depósitos. Tasas más altas de depósito no sólo estimularían este tipo de inversión, sino que también acelerarían la acumulación del ahorro que financiaría la formación de capitales. Ésta es una de las razones que también permite a los modelos de Shaw-McKinnon sostener que la liberalización financiera es benéfica para la distribución del ingreso.

Por añadidura, se esperaba que la liberalización financiera expandiera el crédito a las compañías pequeñas y medianas, también mediante la apertura del acceso de los pequeños ahorradores al ahorro financiero (generador de intereses).

³ Por añadidura, muchos señalaban que la represión financiera, especialmente cuando estaba asociada con el “financiamiento inflacionario” de los déficit fiscales, era dañina para la igualdad, porque *i*) los pobres serían quienes más perderían con la inflación, dado que los ricos no se podrían proteger con barreras inflacionarias; *ii*) la represión financiera crearía un racionamiento del crédito a las empresas pequeñas (acrecentando la concentración industrial) y reduciría el acceso a los ahorradores menores al ahorro remunerado. Para argumentos de este tipo, véase, por ejemplo, Krugman (1978), Cho (1984: 34-41) y Fry (1988: 34).

y Reihart, 1996), el ahorro agregado depende de la inversión agregada y el crecimiento, ya que, para el análisis, esta inversión de la causalidad tiene consecuencias importantes en la comprensión del papel de los sistemas financieros y las políticas para el crecimiento. Pues, en este caso, un sistema financiero eficiente tiene que jugar un papel que va más allá de la intermediación clásica entre ahorradores e inversionistas. En el contexto del desarrollo económico, la eficiencia del sistema financiero tiene dos dimensiones características: una se refiere a *la oferta de financiamiento y fondos* para los diferentes sectores económicos y la *estabilidad del sistema financiero* (tanto como un sistema de pagos, como una intermediación de los fondos crediticios); y la otra se relaciona con la *asignación de recursos reales*. La primera es la dimensión macro-económica, la segunda, muy enfatizada por el pensamiento dominante, es micro-económica.⁴ Sólo si consideramos estas dos facetas macro-económicas de los sistemas financieros eficientes, podemos discutir el papel de las políticas financieras en el contexto del desarrollo. El cómo son útiles estas distinciones para nuestro análisis quedará claro en la siguiente subsección.

La oferta de financiamiento a la inversión, dotación de fondos y fragilidad financiera en diferentes contextos institucionales

La inversión se financia con *i)* ganancias acumuladas; *ii)* crédito creado/intermediado por los bancos; o *iii)* la emisión de bonos directamente a los mercados financieros especializados.

Cuanto más rápido sea el ritmo del crecimiento, tanto mayor será el número de compañías que deberán contar con las opciones *ii)* y *iii)* para financiar sus empresas a largo plazo. La organización institucional detrás del esquema de financiamiento a la inversión, que es ampliamente descuidada por los macro-economistas es, por tanto,

⁴ Desde el punto de vista dominante, la eficiencia macro-económica se desprende directamente de la eficiencia micro-económica. En nuestro análisis, la una no es contingente en la otra. Asumimos que la eficiencia micro-económica solo puede alcanzarse mediante la competencia, la responsabilidad pública y la supervisión de instituciones financieras; pero nuestro énfasis será puesto, en este artículo, en la eficiencia macro-económica de los sistemas financieros, tal como se describió anteriormente.

de lo más importante para entender los amarres del financiamiento con el crecimiento.

Muy influidos por la historia económica británica y estadounidense, los sistemas financieros son normalmente retratados como entidades segmentadas de capital basadas en el mercado (en adelante MBFS), en los que los mercados de capital tienen un papel importante para proveer a los empresarios a largo plazo.⁵ Los sistemas financieros segmentados de este tipo tienen instituciones que pueden especializarse en diferentes transformaciones de vencimientos y en diferentes riesgos de crédito y liquidez. Por ejemplo, la banca comercial tiene un papel importante en la provisión de liquidez a los inversionistas, lo cual puede hacerse mediante el manejo de un fondo revolvente de depósitos a la vista - una operación que a partir de ahora llamaremos *financiar*, para usar una expresión que ya es familiar entre los postkeynesianos (véanse, por ejemplo, Keynes, 1937 y Davidson, 1986). Los bancos de inversión pueden financiar empresas de largo plazo, pero normalmente sus operaciones están directamente ligadas a alguna forma de suscripción, a través de la cual los valores a largo plazo son vendidos directamente a los ahorradores - una operación que denominaremos *dotar de fondos*, para distinguirla de *financiar*.⁶

En esta estructura, la existencia de *mecanismos para dotar* de fondos es crucial para el esquema de inversión financiera. Pues no sólo la oferta de financiamiento en semejante estructura es contingente a los mecanismos para dotar de fondos existentes,⁷ sino que el papel

⁵ Por ejemplo, tal como ilustra Davidson (1986), en los mercados financieros segmentados, que existían en Estados Unidos antes de la desregulación de los años ochenta, los bancos comerciales proveían depósitos a la vista y a corto plazo contra préstamos comerciales e industriales a corto plazo; los bancos de inversión estaban especializados en la conversión del crédito a corto plazo en crédito de largo plazo a través de operaciones de suscripción; y los inversionistas institucionales (por ejemplo las compañías de seguros y los fondos de pensiones) invertirían los ahorros a nombre del público en general.

Sin embargo, en los primeros años de la industrialización británica, el sistema bancario era el proveedor principal de financiamiento externo para la inversión. El mercado de valores de largo plazo apareció más tarde y se consolidó a un ritmo más lento que el sistema bancario (veanse *Inter alia* Gerschenkron 1961; Pollard, 1964: 41; Cameron *et al.*, 1967 y Kennedy 1987).

⁶ Financiar es básicamente el proceso de transformar los vencimientos de las obligaciones. Así, un empresario que emite acciones para pagar deuda a corto plazo utilizada para financiar sus inversiones de largo plazo está *dotando de fondos* su inversión.

⁷ Desde luego, en nuestro análisis, las tasas de interés del espectro asociado con la estructura de plazos continúan siendo determinadas por las preferencias de liquidez.

de *dotar de fondos* también implica evitar crecientes discrepancias entre el vencimiento de las obligaciones y los activos, mitigando el incremento de los riesgos tanto de los deudores como de los prestamistas.

Aun cuando el circuito *financiar-dotar de fondos* es una importante herramienta analítica para analizar la funcionalidad de los sistemas financieros y las políticas de apoyo al crecimiento, está claro que el sistema financiero norteamericano basado en el mercado de capital es un retrato inadecuado de las estructuras financieras de la mayoría de las economías en desarrollo. De hecho, más que la norma, los sistemas basados en el mercado de capital son excepcionales en las economías desarrolladas, tanto como lo son en las que están en desarrollo -restringidos principalmente a Estados Unidos y al Reino Unido.

La mayoría de las economías que se industrializaron con éxito (Japón y Alemania, por mencionar dos de los casos prominentes)⁸ no poseían mercados de capital desarrollados, y los más exitosos no tienen mercados financieros desarrollados.⁹

Aun cuando el MBFS es el punto de referencia normalmente utilizado para explicar el circuito *financiar-dotar de fondos*, no hay ninguna razón por la que otros tipos de *esquemas de financiamiento de inversión*, en una estructura financiera diferente no puedan ser igualmente eficientes en términos macro-económicos. Más aún, distintos esquemas de financiamiento de inversión presentan diferentes ventajas y vulnerabilidades. Por ejemplo, tras confirmar la importancia de los mercados de capital como proveedores de financiamiento a largo plazo de la inversión, Keynes (1936) describió las desventajas del esquema de financiamiento de la inversión en CBFS de la siguiente forma:

El espectáculo de los mercados de inversión modernos en ocasiones me ha llevado a la conclusión de que para comprar una inversión permanente e indisoluble, excepto por razón de muerte u otra causa

⁸ Para una descripción detallada del funcionamiento de los sistemas financieros en estos países, véanse Mayer, 1988, Alemania; Sommel 1992, Japón; y Amsden y Euh, 1990, Corea del Sur.

⁹ La fuente de fondos es normalmente la de ingresos fiscales o parafiscales, que se crean en el propio proceso de crecimiento. El vínculo económico macro-económico entre el crecimiento y tal fuente de fondos es claro: a un mayor nivel de actividad, corresponde un mayor nivel de fuentes de fondos fiscales y parafiscales.

grave, como el matrimonio, puede ser un remedio útil para nuestros males contemporáneos. Pues esto obligaría al inversionista a dirigir su mente hacia las perspectivas a largo plazo, y sólo a ellas. *Pero, una simple consideración de este expediente nos enfrenta a un dilema, y nos muestra cómo la liquidez de los mercados de inversión, con frecuencia facilita, aun cuando en ocasiones lo impide, el curso de nuevas inversiones. Por el hecho de que cada inversionista individual se enorgullece de que su compromiso es "líquido" (aun cuando esto no pueda ser cierto para todos los inversionistas en conjunto), calma sus nervios y se torna más dispuesto a correr riesgos. Si las compras individuales de inversión se hicieran "no-líquidas", mientras sean accesibles al individuo formas alternativas de conservar sus ahorros, se impedirían seriamente nuevas inversiones, Este es el dilema.* (Keynes, 1936: 160; subrayado del autor).

Los sistemas financieros basados en crédito (a partir de ahora CBFS) pueden ser también por demás funcionales para financiar la acumulación y sostener el crecimiento, pero también tienden a tener vulnerabilidades. Para comprender éstas, debemos recordar que, debido a la estructura de las obligaciones, las instituciones de depósito-salvaguada (principalmente los bancos), son normalmente los proveedores de préstamos a corto plazo. Y, excepto cuando no existen indivisibilidades técnicas significativas y el vencimiento de la inversión es muy corto, la expansión de la inversión conduce a mayores niveles de cartera vencida del sector corporativo.

Esta conclusión nos lleva a dos características importantes del esquema de financiamiento de la inversión en CBFS: primero, en estos sistemas, el crédito a mediano y largo plazo, especialmente el procedente de la banca privada, tiende a ser racionado en momentos de crecimiento (¡y esto no tiene nada que ver con la falta de ahorro!). Lo cual también explica *i*) el porqué en economías con mercados de capital subdesarrollados, emergen instituciones tales como los bancos de desarrollo, con frecuencia acompañados de políticas crediticias selectivas; y *ii*) la existencia de *mercados de crédito refrenados* en muchas economías en desarrollo, mercados que tienden a crecer rápidamente en periodos de expansión.

Por añadidura, las compañías que invierten que no tienen acceso al racionado crédito de mediano y largo plazos deben autofinanciar su inversión, o simplemente obtener préstamos a corto plazo para

financiar sus posiciones de largo plazo. De aquí que, una segunda característica interrelacionada de los CBFS es que el crecimiento, especialmente el crecimiento acelerado, está acompañado normalmente por una creciente vulnerabilidad financiera del sector bancario, así como del sector inversionista corporativo. *El esquema de financiamiento de la inversión en semejante ambiente institucional se torna, entonces, muy vulnerable a los cambios de precios de activos financieros, y especialmente a la tasa de interés;* como veremos a continuación, esto tiene consecuencias importantes para el papel de las políticas financieras en el contexto del desarrollo.

Políticas financieras en el contexto del desarrollo

En los CBFS, si se les permite fluctuar de acuerdo con la oferta y la demanda de los fondos de crédito, las tasas de interés podrían elevarse, debido al creciente riesgo de los prestamistas. Si las tasas de interés son superiores al producto del crecimiento, y el vencimiento del crédito es corto, el volumen de cartera vencida y de activos con nulo desempeño puede elevarse; lo cual puede tornarse sistémico, dado que los agentes económicos están vinculados en una red de compromisos financieros.

La fragilidad financiera puede evolucionar hacia una inestabilidad; y, como muchos han señalado (véanse *Inter alia* Minsky 1982 y Taylor y O'Connell 1985), tal situación puede abortar el crecimiento económico a través de procesos de deflación por deuda y una decreciente demanda agregada. Es más, en economías en crecimiento rápido, con CBFS, para poder garantizar la disponibilidad estable de fondos crediticios para la inversión y para prevenir brotes de inestabilidad financiera, la oferta, vencimiento y tasas de interés de la inversión a largo plazo no pueden dejarse variar de forma dramática.¹⁰

En suma, los mercados financieros en los países en desarrollo han sido tradicionalmente pobres proveedores de financiamiento a la in-

¹⁰ No es de sorprender que muchos gobiernos en desarrollo (así como desarrollados) han sido precavidos al liberalizar los mercados financieros, especialmente al permitir fluctuar libremente las tasas de interés. Se dirá más al respecto más adelante.

versión y tienden a ser potencialmente inestables.¹¹ Para superar estas desventajas, muchos gobiernos con economías en desarrollo han estimulado la expansión de conglomerados financieros/corporativos (por ejemplo Corea del Sur) y/o han creado bancos de desarrollo (por ejemplo, Brasil o México).

Ambas alternativas de esquemas de financiamiento de la inversión dependen de *i*) la estabilidad de las tasas de interés, para mitigar el riesgo de intereses involucrado en las instituciones financieras de alta influencia; *ii*) un control sobre el flujo del crédito, para evitar fluctuaciones significativas sobre el precio financiero de los activos, y por ello tasas obstaculizadoras. Por su parte, la política de tasas de interés estables depende de *i*) la existencia de grados de libertad para una política monetaria, y por ello un control en el terreno fiscal; *ii*) control del flujo de capital y la oferta de crédito dentro de la economía.

Por tanto, un esquema de financiamiento de la inversión sólido es esencial para un crecimiento sostenido; y, en el contexto del desarrollo, las políticas financieras son importantes para mantener su solidez. Si el lector acepta mi argumentación, podemos entonces proceder a analizar las consecuencias de las políticas financieras sobre el desempeño macroeconómico de algunas economías de América Latina y el oriente de Asia.

UNA HISTORIA DE DOS REGIONES

La evaluación global del desempeño de los países en desarrollo en los años ochenta justifica su nombre: “la década perdida”: en 1994, en trece de los 18 países de los que se tienen datos, que representan 85% de la población mundial, el PNB real per cápita era más bajo

¹¹ Deberían ser bienvenidas las políticas para desarrollar estos mercados a largo plazo, pero las dificultades para ello no deben ser subestimadas: los mercados financieros débiles, que hasta hace poco eran la norma en las economías en desarrollo, tienden a ser altamente especulativos y manipulados por un puñado de miembros grandes, que generan una desconfianza global entre los pequeños inversionistas e incluso entre potenciales inversionistas institucionales de largo plazo, como los fondos de pensiones (Singh, 1993). Así, estas políticas deben ser graduales: estimular el desarrollo de instituciones financieras, inversionistas institucionales y evitar fluctuaciones amplias en el precio de los activos, que son dañinas para el desarrollo de perspectivas a largo plazo de ahorradores e inversionistas.

que en 1980. Aun si se observó cierta recuperación en muchas economías (con la excepción global de la región subsahariana), en 10 países (76% de la población), el crecimiento del ingreso per cápita en 1990-1994 permaneció sustancialmente más lento que en los setenta, y por un margen de 1% en todos los casos salvo uno.

Además, para un número significativo de países en desarrollo, los ochenta fueron también una década de ampliación de la brecha entre ricos y pobres. Si uno observa las tendencias del desempleo y los salarios, el hecho de que “los pobres se hicieron más pobres” en una porción significativa de América Latina carece de sorpresa: en 9 de 12 economías latinoamericanas, el desempleo era significativamente mayor en 1990 comparado con 1980; el salario real también declinó de manera significativa. Por contraste, en las economías en crecimiento acelerado en el este y sudeste de Asia, el empleo total creció rápidamente en los ochenta (especialmente en la segunda mitad de la década) y como consecuencia, el desempleo cayó entre mediados de los ochenta y principios de los noventa (ECLAC, 1995: 195). Más aún, las tasas de desempleo se mantuvieron extremadamente bajas (entre 2.0 y 2.7%) y en algunos países (como Malasia, Singapur y Taiwán) hubo escasez en los mercados de trabajo. Finalmente, en estas últimas regiones, el ingreso real creció regularmente a un ritmo de 5% anual en promedio. (Cf. ILO, 1995: 62 y Mazumbar y Basu, 1994).¹²

Algunos analistas están convencidos de que este “Milagro de Asia oriental” tuvo que ver con el manejo macroeconómico ortodoxo (queriendo decir, desde luego, tasas de interés positivas y atrincheramiento fiscal), las políticas de inversión de trabajo intensivo “correctas” y la intervención limitada (véase por ejemplo, Banco Mundial 1992).¹³ La aseveración de que las políticas en Asia oriental eran favorables al mercado, o incluso de que el crecimiento en esa zona sólo puede explicarse por las políticas de inversión “correctas” y la “intervención limitada”, ha sido criticada por muchos y no que-

¹² Como se esperaba, la tasa de crecimiento y la creación de empleos parece explicar en parte el desempeño divergente de Asia oriental y América Latina con respecto a la desigualdad, y especialmente en lo que toca a la pobreza. El crecimiento, como han aprendido los economistas del desarrollo, puede ser necesario, pero no una condición suficiente para mejorar la igualdad.

¹³ En el oriente de Asia, estas políticas, según este punto de vista, eran favorables al mercado, al estimular la inversión en los sectores mercantiles de trabajo intensivo, causando, de manera simultánea crecimiento y la elevación de la productividad y los salarios.

remos repetir aquí esos argumentos (al respecto, véase UNCTAD, 1996). Apoyamos el punto de vista de que las políticas industriales selectivas fueron fundamentales para alcanzar la rápida industrialización y la expansión del mercado de exportación de la región; lo que falta por analizar es qué tan importantes fueron las políticas financieras en respaldo de dichas estrategias. El contraste con América Latina parece ser fructífero para arrojar luz sobre este tema.

Latinoamérica

Las crisis de los setenta y ochenta provocaron un profundo desequilibrio financiero y fueron en parte responsables de que los ochenta sean conocidos como la “década perdida” en América Latina (véase, por ejemplo, ECLAC, 1994: 3-49).¹⁴ Las políticas financieras parecen haber profundizado más que reducido esos desequilibrios.

Por ejemplo, por una parte, una de las “soluciones” de la crisis de la deuda en Argentina y Chile, en los ochenta, fue la “nacionalización” de la deuda externa privada. Más aún, en Brasil y Colombia la deuda interna creció rápidamente conforme el gobierno financiaba el servicio de su propia deuda externa mediante la emisión interna de bonos. Por otra parte, aun cuando las políticas monetarias variaron en diferentes periodos y países, las volátiles pero altamente positivas tasas de interés reales se volvieron norma en las economías latinoamericanas, tal como se muestra en el cuadro 2. En muchos casos (Brasil, por ejemplo), la *mezcla* perversa de la estrategia hacia el endeudamiento externo y las políticas monetarias restrictivas generaron un rápido aumento del caudal de la deuda pública (Braga, *et al.*, 1995).

La determinación de controlar el déficit gubernamental en medio del creciente peso del pago de intereses sobre el Tesoro condujo a una reducción drástica del vital gasto social del gobierno en prácticamente toda la región (ECLAC, 1995). El pago de intereses sobre la deuda gubernamental fue, de lejos, el elemento de más rápido crecimiento del gasto público en todas las “economías en proceso de

¹⁴ Para algunos datos macroeconómicos de algunas economías seleccionadas de Asia oriental y América Latina, véase cuadro 1.

ajuste” de Latinoamérica, tal como las define el Banco Mundial (1993). En América Latina, la inversión pública tiende a ser suplementaria de la inversión privada, de ahí que una reducción en la primera haya probablemente incidido en el alto grado de inseguridad del ambiente macroeconómico (incluyendo el aumento de la inflación), para deprimir el “espíritu animal” privado.

De ahí que las políticas financieras adoptadas en los ochenta no sólo fortalecieron el desequilibrio fiscal característico de esas economías hasta el final de la década (cuadro 3),¹⁵ pero también es probable que hayan afectado la tasa de acumulación y el crecimiento. La tasa de crecimiento se redujo —y se tornó muy volátil— en la mayoría de las economías, y la demanda privada de créditos siguió este camino (con la sola excepción de Chile, donde el desempeño macroeconómico mejoró significativamente a mediados de los ochenta) (cuadro 2).

Respecto de sus efectos sobre la acumulación financiera, la liberalización de las tasas de interés y otras medidas desreguladoras ciertamente estimularon el *ahorro financiero*, e incrementaron la concentración de riqueza financiera.

El crecimiento de la deuda gubernamental, algunas veces sin relación con, y siguiendo el camino contrario a, los déficit operativos gubernamentales, se volvió uno de los mecanismos de la acumulación financiera.¹⁶ Hay evidencias de que las ganancias no fueron exprimidas durante los ochenta (véase Palma, 1995). De ahí que, en muchos países de la región (por ejemplo Brasil, Argentina, México y Panamá), el salario real fuera, probablemente, la variable acomodaticia en el proceso. Este patrón de distribución del ingreso se refleja en los cambios en el ahorro sectorial en América Latina, tal como lo señala Palma (*op. cit.*, 12).

¹⁵ Una nueva oleada de incremento de la deuda pública y de desequilibrio fiscal comenzó en los noventa, pero ahora se relaciona con otros factores, tal como resume Braga, *et al.* (1995) “el significativo flujo de capital foráneo en años recientes hacia los países elegidos —principalmente con objetivos especulativos y atraído por los diferenciales internos en las tasas de interés— ha implicado movimientos distorsionantes en la política monetaria. Dirigidos a neutralizar la liquidez producida por semejantes flujos, los bancos centrales se han visto forzados a emitir bonos de deuda pública en condiciones desventajosas, que a su vez pesan sobre los tesoros nacionales con el pago de intereses”

¹⁶ Esto probablemente explica, al menos en parte, por qué los ricos se hicieron más ricos, tal como parecen indicar los datos del cuadro 1.

En los ochenta, la participación del ahorro corporativo se incrementó con relación al ahorro doméstico y el gubernamental. Si los porcentajes de ganancia y el ahorro corporativo no declinaron, y si cayó la inversión, esto es indicativo de que los excedentes financieros en el sector corporativo fueron usados con otros propósitos. De hecho, lo que parece haber pasado en América Latina es que el creciente excedente financiero del sector corporativo, generado por el manejo gubernamental de la deuda y las altas tasas de interés, fue básicamente utilizado para pagar deuda existente y/o adquirir deuda gubernamental —o incluso fue la fuente de la ahora bien documentada fuga de capitales a principios de los ochenta.

No hace falta decirlo, este nexo “ganancia-inversión financiera” parece haber fortalecido el cortoplacismo del sector corporativo y acrecentado su dependencia en la continuidad de la acumulación financiera. El proceso no sólo indica que la búsqueda de la renta a través de la acumulación financiera era un hecho en América Latina, sino también que el sector corporativo se involucró en el proceso. (No es de sorprender que la resistencia política a la liberalización financiera en América Latina ha sido tan lenta, si se compara con lo ocurrido en Asia oriental).

De ahí que la “profundización financiera” en América Latina haya sido asociada principalmente al desequilibrio financiero, iniciado por las crisis macroeconómicas de los ochenta, pero intensificadas con el manejo de la deuda externa y su consecuente ampliación de los desbalances fiscales. La acumulación de la riqueza financiera se tornó, entonces, un tanto disociada de la acumulación física de capital en los primeros años de los ochenta —aun cuando desde los setenta existen síntomas de semejante proceso—. Más aún, el acceso fácil a los mercados financieros externos muy probablemente permitió la fuga de capitales cada vez que las tasas de recuperación esperadas (incluyendo aquí el riesgo) resultaron menores que los activos líquidos en otros mercados internacionales: cada vez que decayeron las tasas (debido a un declive en las tasas de interés locales o a un creciente riesgo), se revierte la fuga de capitales y se continúa el camino de la acumulación de riqueza financiera en las manos de unos cuantos privilegiados.

Respecto de los grados de libertad gubernamental para implementar políticas financieras, la liberalización (conducente a altas tasas de interés) está asociada a la disciplina monetaria y fiscal, los gobiernos están obligados a reducir sus programas sociales y otras formas de transferencia (¡y el bienestar de los pobres se ve seriamente afectado!). La pérdida de capacidad de alcanzar la disciplina fiscal, y los altos niveles de las tasas de interés, condujeron a crecientes deudas públicas y, en última instancia, a un declive significativo de la libertad para implementar políticas monetarias. En semejante entorno macroeconómico de alta inflación, altas y volátiles tasas de interés, ruptura del tradicional esquema de financiamiento de la inversión y creciente incertidumbre, no es de sorprender que los ochenta fuesen una ‘década perdida’ para la región. Tal como veremos a continuación, en esto, así como en otros aspectos relacionados, la diferencia con el oriente asiático es asombrosa.

Asia Oriental

Al igual que las economías latinoamericanas mencionadas más arriba, Asia oriental se caracterizó por un rápido proceso de profundización financiera, tanto durante los setenta como los ochenta. De hecho, el proceso de profundización financiera tal como normalmente se le define, fue significativamente mayor en las economías del oriente de Asia que en América Latina (véase Banco Mundial, 1989). Pero detrás de estos procesos en apariencia similares descansa una importante diferencia cualitativa: en el oriente asiático, el proceso de “profundización financiera” está claramente emparejado con un desempeño macroeconómico impresionante y altos niveles de inversión tanto en los setenta como en los ochenta (véase cuadro 1).

Las diferentes políticas financieras parecen en parte ser responsables por estos desempeños distintos. Como en América Latina, la mayoría de las economías en rápido crecimiento, en el oriente asiático tenían mercados de activos financieros muy subdesarrollados hasta los setenta, y *sistemas financieros basados en el crédito con precios de activos administrados* —según la taxonomía de sistemas financieros de Zysman (1983). Aun después de las reformas financieras, en la

mayoría de estas economías (al menos en Indonesia, Corea y Tailandia) el control sobre las instituciones financieras y el financiamiento era, y sigue siendo, significativo. Por último, no se permitió la libre fluctuación de las tasas de interés.¹⁷ Por ejemplo, como indica el cuadro 2, a pesar de que Indonesia, Corea, Taiwán y Tailandia tuvieron reformas financieras en los ochenta, la liberalización de las tasas de interés fue “limitada”.

Mas aún, la distribución y vencimiento del crédito continuaron siendo controlados por el gobierno y, excepto en Hong Kong y Singapur, todas las Economías Asiáticas de Alto Desempeño (EAAD) han regulado consistentemente las tasas de depósito y empréstitos y en consecuencia, la ramificación de instituciones financieras, incluso después de la “liberalización” financiera (véase la gráfica 1). Esto fue consistente con el incremento del endeudamiento de las compañías privadas (véase el cuadro 2), que es de esperarse ocurra en economías en rápido crecimiento con CBFS. Ya que como hemos discutido en nuestro marco teórico, si se permitiese el incremento de las tasas de interés en este contexto, la creciente fragilidad financiera muy probablemente conduciría a la inestabilidad financiera -lo cual podría alterar la acumulación y el crecimiento.

No sólo se mantuvo muy estrictamente el control sobre el costo y el vencimiento del financiamiento, sino que el gobierno también jugó un papel muy importante como *financiero* de los sectores estratégicos para el desarrollo. Por mencionar sólo un ejemplo bien conocido, en Corea, los “préstamos de política” definidos por el Banco Mundial como “préstamos bajo algún tipo de programa de crédito explícito, es decir, préstamos extendidos preferencialmente en términos de tasas de interés y accesibilidad, o respaldados por los redescuentos automáticos de los bancos centrales”, dominaron el mercado crediticio (Banco Mundial, 1992: 281). Como en Francia, Japón y Alemania, en Corea del Sur el gobierno delimita de ma-

¹⁷ Al respecto, véase Amsdem, 1989. Como reconoce el autor, aun después de la “liberalización financiera” en los ochenta, en Corea y Taiwán “el Ministerio de Finanzas continuó coordinando las instituciones del mercado financiero e introduciendo medidas para mantener el crédito artificialmente barato para compañías seleccionadas. Las tasas de interés en los ochenta *no* fueron desreguladas, pero el mayor método empleado por el gobierno para crear crédito barato fue con mucho institucional: introdujo una serie de medidas para fortalecer la bolsa de valores” (*op. cit.*, 88)

nera significativa los alcances de las relaciones bancos-industria. De hecho, como señala Grabel (1995:41), en Corea del Sur el *chaebol* y el gobierno proveen de canales para vínculos institucionales directos entre los bancos y la industria.

Es importante hacer notar que el *esquema de financiamiento de la inversión* estaba razonablemente aislado de las variaciones en el mercado de tasas de interés. Esto se relaciona no sólo con el control institucional sobre la oferta financiera, el vencimiento de los préstamos y las tasas de interés para los sectores estratégicos, sino también a lo que Ayüz y Gore (1994) llamaron el “nexo ganancia-inversión”:

Las mayores ganancias incrementaron de manera simultánea el incentivo a las empresas para invertir y su capacidad para financiar nuevas inversiones. A su vez, una mayor inversión elevó las ganancias, al fortalecer tanto las tasas de utilización del capital como el ritmo de mejoría en la productividad. Así, se elevó la propensión al ahorro y la inversión, al igual que el ritmo de avance tecnológico y la masa de las ganancias. En esta forma, las economías de nueva industrialización del oriente asiático han podido evitar el tipo de problemas asociados tanto con el tipo de inversión no basada en la ganancia, al estilo soviético, como con el fenómeno latinoamericano de ganancias sin inversión (*op. cit.*, p. 5).¹⁸

Antes de pasar a nuestras conclusiones, es importante enfatizar que si las políticas financieras fueron tan efectivas en las antes mencionadas economías del oriente asiático, se debió a que los gobiernos tuvieron la suficiente libertad para implementarlas. Esto requirió de un significativo balance fiscal y niveles bajos de endeudamiento público. Al respecto uno debe tomar en cuenta tres hechos: las econo-

¹⁸ El nexo “ganancias-inversión” es con ello una alternativa al financiamiento de inversiones, en el cual el papel de intermediación financiera para igualar el vencimiento es simplemente eliminado mediante mecanismos de “auto financiación”. Pero la historia estaría incompleta si la propensión a reinvertir la ganancia no fuese estimulada (para absorber las ganancias adicionales generadas). De hecho, como los propios autores reconocen, la inversión fue fuertemente alentada por los gobiernos en la industrialización exitosa del oriente asiático, mediante *i)* crear un ambiente político estable y políticas macroeconómicas favorables a la inversión para conservar la confianza de los inversionistas; *ii)* proveer de incentivos a la inversión, tanto generales como específicos, mediante el uso de medidas para crear artificialmente altas ganancias; *iii)* disciplinar a los empresarios mediante el cierre de canales a la inversión improductiva y la fuga de capitales, y la restricción sobre el consumo suntuario. (*cf.* Akyüz y Gore, 1995 y UNCTAD 1996).

mías asiáticas en cuestión entraron a los ochenta con niveles relativamente bajos de endeudamiento público y pudieron mantener el presupuesto gubernamental balanceado. Segundo, el vencimiento de la deuda gubernamental ha sido, a lo largo del proceso, a un plazo significativamente largo (Cf. Amsden, 1993). Así que aun cuando las crisis macroeconómicas de los ochenta afectaron el presupuesto gubernamental, dado el camino sostenible de desarrollo y también muy probablemente los costos relativamente bajos del financiamiento de sus déficit, estas economías se las arreglaron para promover un ajuste fiscal relativamente suave para obtener un balance fiscal en la segunda mitad de los ochenta (véase el cuadro 4).

Por ello, se podría resumir la relación entre las políticas financieras y el desarrollo en Asia oriental de esta forma: incluso en tiempos de ajuste, la estructura y las instituciones financieras han estado siempre *subordinadas* al conjunto de estrategias de desarrollo. Estas estrategias incluyeron aislar los mecanismos de financiamiento a la inversión de las posibles alteraciones drásticas de las tasas de interés y la volatilidad de los mercados financieros, y el control de la oferta de créditos. Finalmente, también implicó la reducción del alcance del enriquecimiento mediante la acumulación financiera y la especulación, y un fuerte estímulo a la acumulación a través de la inversión (y la reinversión de las ganancias).

Al respecto, es de notar que el control de los flujos de capital fue un camino importante para evitar la fuga de capitales cuando las tasas de interés internas estaban por debajo de los niveles internacionales. Más aún, al menos en los casos de Corea, Malasia, Tailandia e Indonesia, y especialmente durante los ochenta, los controles estrictos sobre los flujos de capital redujeron los efectos potenciales de las variaciones abruptas en el influjo de capital en los mercados financieros locales.

En suma, la acumulación financiera fue desalentada vigorosamente por estas políticas y, por tanto, el proceso de profundización financiera se encuentra fuertemente relacionado con el proceso de "acumulación real" y el crecimiento de la economía. Aunque parezca irónico, es en este tipo de economías donde funciona la historia neoclásica de la causalidad entre ahorro e inversión: los ahorros se traducen, casi automáticamente, en inversiones y crecimiento.

CONCLUSIONES

En muchas economías en desarrollo, los cambios en las políticas financieras durante los ochenta representaron simultáneamente un intento por acrecentar la oferta y la eficacia de la distribución del ahorro y por controlar la inflación. Se permitió que las tasas de interés reales se tornaran positivas y altamente fluctuantes, y los déficit gubernamentales fueron financiados, de manera creciente, mediante préstamos provenientes de los bancos y los mercados de dinero.

Muchos de estos países, y de ello se pueden encontrar ejemplos a todo lo largo de América Latina, también liberalizaron sus mercados financieros y sus cuentas de capital. Esto fue seguido de un rápido proceso de profundización y acumulación financieras. Los resultados esperados de estas políticas eran una eficiencia mayor tanto micro como macroeconómica en los procesos de intermediación del ahorro. Sin embargo, no es probable que se hayan mejorado la eficiencia microeconómica, si se la define como la reducción de los “costos del financiamiento” o la eficiencia macroeconómica, dado que hizo poco (o incluso resultó contraproducente) por elevar los niveles de ahorro/inversión y, de ahí, la promoción de un crecimiento sostenido.

La liberalización financiera con altas tasas de interés, pero sin crecimiento, tiene efectos distributivos negativos, que se reflejan en la cuenta fiscal. Hemos mostrado que, en este contexto, mantener la disciplina financiera se torna casi imposible, y los gobiernos se ven forzados a reducir sus programas sociales (otras formas de transferencia así como el bienestar de los pobres se ven seriamente afectados) y sus inversiones —algunas de las cuales son esenciales para apoyar la inversión pública y el crecimiento (por ejemplo, la infraestructura).

Con respecto al sector corporativo, un incremento en las tasas de interés afectará sus costos para financiar capital activo y creará un mayor desaliento a la inversión. Si el grado de concentración industrial es alto, las tasas de ganancia pueden mantenerse mediante el redireccionamiento de sus excedentes hacia la inversión financiera y mediante el recorte al empleo y los salarios. El escenario es tal que, una de dos, o se exprimen las ganancias y la tasa de acumulación

probablemente sufra por ello o se exprimen los salarios. En ambos casos, el proceso afectará de manera negativa tanto el empleo como los salarios.

Por esta razón posiblemente las políticas financieras que se hicieron norma en América Latina hayan acrecentado algunos de los problemas estructurales que han detenido el crecimiento desde los años setenta: el creciente desequilibrio fiscal, el divorcio del profundizamiento financiero y la acumulación real, el incentivo al “cortoplacismo” y la depresión de la inversión.

Esta imagen es por demás simétrica con lo ocurrido en muchas economías de rápido crecimiento en Asia Oriental. Tal como se ha señalado, los procesos de profundización financiera en el oriente asiático han estado claramente relacionados de manera más estrecha a los crecientes niveles de actividad económica e inversión. El compromiso de los gobiernos de Asia con la industrialización y el crecimiento rápido condujo a un proceso, en aquellos casos en que llegó a ocurrir, gradual y precavido de liberalización financiera. Se mantuvo un férreo control de los mercados financieros y los flujos del crédito, y el esquema de financiamiento de la inversión fue aislado de la volatilidad del precio de los activos (y las tasas de interés), mediante el “nexo ganancia-inversión” y mediante el hecho de que las instituciones financieras públicas continuaron actuando como financieros de las actividades productivas y la acumulación.

Respecto de las decisiones de inversión de las empresas, el papel del gobierno también fue decisivo: primero, al proveer un ambiente político estable y políticas macroeconómicas favorables a la inversión para mantener la confianza de los inversionistas. Segundo, el gobierno creó incentivos, tanto generales como específicos, tomando medidas para crear ganancias elevadas artificialmente. Por último, con respecto a la distribución de los excedentes financieros (ahorro) del sector corporativo y los consumidores, una característica principal del modelo asiático fue que los gobiernos disciplinaron a los empresarios —mediante el cierre de canales hacia la inversión improductiva y la fuga de capitales— y a los consumidores, mediante medidas directas e indirectas para restringir el consumo de bienes suntuarios e importaciones.

Dados los incentivos para invertir en actividades tendientes al fortalecimiento productivo y la falta de formas alternativas de acumulación y consumo de los excedentes financieros, no resulta sorprendente que el Asia Oriental haya sido la región de más rápido desarrollo durante las últimas tres décadas. Los avances en el crecimiento y la productividad fueron tan significativas que el incremento de los salarios y la igualdad no debe ser visto como excepcional: fue un subproducto de las políticas correctas hacia un crecimiento y una acumulación "real" sostenibles.

En pocas palabras, a diferencia del de Asia Oriental, en América Latina las políticas financieras no estuvieron subordinadas a las estrategias de desarrollo a largo plazo, si no a los ajustes de corto plazo, a los desequilibrios macroeconómicos (especialmente el fiscal) creados por crisis externas y por engañosas políticas de liberalización financiera. La ampliación de tales desequilibrios creó las bases para la desviación de la acumulación de activos reales a activos financieros. De hecho, tras dos décadas de semejantes políticas, el "cortoplacismo" de gobiernos y agentes privados parece ser una de las mayores disuaciones para reasumir un desarrollo sostenible.

POSTSCRIPTUM. POLÍTICAS FINANCIERAS CAMBIANTES Y LA CRISIS RECIENTE EN ASIA ORIENTAL: ¿LECCIONES?

Este artículo fue escrito en 1996, es decir, dos años antes de la crisis que se ha desarrollado en Asia Oriental. Aun cuando un análisis profundo de la crisis rebasa los límites del presente texto, es necesario hacer aquí algunos comentarios.

Hemos subrayado que uno de los requisitos para el éxito de las políticas financieras en Asia fue que, al mantener la disciplina fiscal y los controles sobre los flujos de capital, algunas de las economías de esta región pudieron aislar de los efectos desestabilizadores tanto las tasas de interés a largo plazo y los mecanismos de financiamiento como la dotación de fondos para la inversión.

En este contexto, las diferencias entre los ochenta y los noventa son dobles: primero, la liquidez de los mercados financieros internacionales se tornó abundante, por lo que generó flujos importantes

hacia los “mercados emergentes”; segundo, la apertura financiera se incrementó significativamente en la mayoría de las economías en desarrollo, incluso las de Oriente y Latinoamérica. Aun cuando las economías asiáticas analizadas mantuvieron una disciplina fiscal en los noventa, ciertamente el control sobre los flujos de crédito se fue reduciendo enormemente conforme se abrieron sus sistemas financieros, que permitieron a las instituciones financieras domésticas obtener fondos en los mercados de crédito internacionales con alta liquidez. Estos cambios tienen consecuencias, tanto en la teoría como en la práctica. Hagamos una exposición sucinta de *algunos*¹⁹ de ellos.

Tal como mencionamos en nuestro marco teórico, la escasez y racionamiento del financiamiento a mediano y largo plazos son características comunes en las economías en desarrollo con mercados basados en el crédito. La liberalización financiera, al permitir un acceso más amplio a estos mercados internacionales con abundante liquidez conduce a lo que McKinnon y Pill (1996) apodaron como *síndrome de sobreendeudamiento*, un “síndrome” bien conocido en América Latina y otras regiones en desarrollo:

La primera oleada de liberalización [financiera] en los países en desarrollo, tomó en general la forma de permitir al sector privado endeudarse en el exterior. Esto ocurrió no sólo en el cono sur de América Latina (i.e. Argentina, Chile y Uruguay) tras los años setenta, en el contexto de programas más amplios de desregulación financiera, sino también en muchos países en los cuales los mercados financieros locales continúan estando altamente regulados (por ejemplo, Turquía, Yugoslavia, las Filipinas)... La libertad de contratar deuda disparó una construcción masiva de obligaciones en moneda extranjera en el sector privado, tanto financiero como no financiero, en especial en países en donde los deudores siguieron disfrutando de garantías en el tipo de cambio, o en donde las tasas de interés domésticas se elevaron de manera drástica (lo cual con frecuencia ocurrió como resultado de la des-regulación) (UNCTAD, 1990: 113).

¹⁹ Los efectos macroeconómicos de la apertura financiera son multifacéticos. Una discusión profunda de estos efectos estaría fuera de los alcances de este artículo. Para una visión interesante de estas consecuencias, véase UNCTAD (1991: part II).

Con una percepción semejante, Krugman (1998) llegó recientemente a la conclusión de que la crisis asiática no es una clásica crisis monetaria, sino principalmente una financiera creada por la sobrexpansión del crédito, que condujo al sobrecrecimiento del precio de los activos (acciones y propiedades), seguida de una reversión abrupta de las expectativas en estos mercados.²⁰

Ciertamente, parecería que este “síndrome de sobreendeudamiento” incrementó la vulnerabilidad de los bancos comerciales (en particular respecto a las variaciones en los tipos de cambio), los conglomerados financieros y los inversionistas, respecto de cambios bruscos en el precio de los activos —desde las existencias hasta los precios de oficina— y los tipos de cambio. Por último, lo contrario de lo que Krugman ha llamado los *valores Plangoss* en estos mercados, condujo a un proceso de inestabilidad financiera y a las dificultades de los bancos nativos y otras instituciones financieras. Así, parece que la crisis monetaria subsecuente se relaciona estrechamente a la percepción de los inversionistas internacionales de que semejante fragilidad afectaría finalmente el desempeño macroeconómico a largo plazo de esas economías.

Quizá lo que hace falta en el análisis que conjunta las percepciones de McKinnon y Pill y de Krugman es una evaluación de los efectos de la apertura financiera en la conducta de las instituciones generadoras de créditos en los sistemas basados en el crédito, tales como los de Asia Oriental. Al pasar por alto este punto, uno puede perder de vista *i*) las causas financieras detrás de la actual crisis asiática, y también *ii*) las implicaciones a largo plazo de la actual crisis para el crecimiento y el desarrollo en la región.

Respecto de las segundas implicaciones, a largo plazo de esta crisis, puede decirse que está golpeando el corazón del hasta entonces sólido esquema de financiamiento de la inversión detrás de las economías de aquella región: no sólo los conglomerados financieros —en los cuales se llevó a cabo el proceso de financiamiento y dotación de fondos de la inversión— se encuentran frágiles (algunos se están

²⁰ Esta es una descripción del gatillo detrás de la crisis. El proceso de contagio tiene que ver con las interrelaciones entre las instituciones financieras en las regiones con el proceso de competencia en las devaluaciones. Sin embargo, explicar este proceso está fuera de los alcances de esta sección y de este artículo.

desmoronando), sino también las reformas financieras en marcha tienden a acelerar la liberalización mientras que los mercados siguen estando poco desarrollados. Aquí, pareciera que las lecciones de América Latina parecen ser más relevantes que los de Asia Oriental. Estas lecciones pueden resumirse citando a Agosin:

En la mayoría de los países asiáticos incluidos en este estudio (República de Corea, Singapur, Indonesia, Malasia y Tailandia), el fracaso del mercado de capital ha sido tratado mediante la intervención gubernamental diseñada para complementar o sobrepasar a los mercados privados de capital para asegurar altas tasas de inversión... En el pasado, muchos países latinoamericanos establecieron bancos de desarrollo con el mismo objetivo. Si bien el desempeño de estas instituciones varía de un país a otro, en general tuvieron menos éxito que sus contrapartes asiáticas para incrementar la tasa de inversión de la economía. Sin embargo, en vez de mejorar su efectividad, la mayoría de estas instituciones han sido desmanteladas en los últimos años, como parte de la oleada de liberalizaciones que ha barrido a la mayoría de los países de la región. *Esto ha dejado a los gobiernos sin una herramienta importante para complementar las decisiones privadas en un área en la que se reconocen como por debajo de lo óptimo.* (1994:29, subrayado del autor).

Si la inversión y el crecimiento han de ser reasumidos sobre bases sostenidas tanto en América Latina como en el Oriente de Asia, en el futuro han de emerger (o construirse) mecanismos alternativos de financiamiento y dotación de fondos a la inversión.²¹ Considerando el pobre desempeño en la inversión y el crecimiento, el incremento en el desempleo y la pobreza en América Latina, y el trastorno político que el estancamiento podría causar en Asia Oriental, este bien podría ser, en el futuro cercano, uno de los retos más importantes que enfrentan quienes diseñan las políticas en dichas regiones.

²¹ Es cierto que en América Latina hay algunos cambios importantes que pueden estar conduciendo a un desarrollo más amplio de los mercados financieros y su participación en el financiamiento de la inversión: el crecimiento de los fondos de pensiones (principalmente como resultado del declive y la reforma de los esquemas de pensión públicos) y la introducción de nuevos instrumentos (como la *valorización* y los derivados financieros). Pero los mercados financieros (en especial las bolsas de valores) siguen siendo altamente cortoplacistas y especulativos, y aun no pueden contarse como fuente de financiamiento a largo plazo.

CUADRO 1. *Algunos indicadores macroeconómicos de los setenta y los ochenta*

	<i>Crecimiento del PNB</i>		<i>Inflación</i>		<i>Inversión/PNB</i>	
	<i>1970-1980</i>	<i>1980-1990</i>	<i>1970-1980</i>	<i>1980-1990</i>	<i>1973-1980</i>	<i>1980-1989</i>
Malasia	7.8	5.2	19.8	5.1	28.7	32.2
Corea del Sur	9.5	9.7	7.5	1.6	31.8	31.2
Taiwan	4.1	4.0	12.2	—	28.7	32.2
Tailandia	7.2	7.6	9.9	3.3	26.6	26.7
Argentina	2.2	-0.4	130.8	395.1	21.8	15.5
Brasil	8.4	2.7	36.7	284.4	24.9	12.2
Chile	2.8	3.2	185.6	20.5	26.2	21.5
México	5.2	1.0	19.3	70.4	25.2	23.1

FUENTE: Base de datos del Banco Mundial.

CUADRO 2. *Crecimiento, tasas de interés y crédito a los sectores privados en diferentes períodos, en economías seleccionadas del oriente asiático y América Latina (tasa anual promedio % a.a.)^a*

	Argentina	Brasil	Chile	México	Indonesia	Malasia	Korea del Sur	Tailandia
Crecimiento^a								
1973-1977	2.1	6.8	-1.0	4.7	6.6	6.6	9.1	6.8
1978-1982	-0.6	2.7	2.4	6.3	6.8	7.1	4.2	5.1
1983-1987	0.9	6.2	4.7	0.7	5.8	2.5	9.6	5.7
1988-1992	3.0	-0.5	6.3	3.6	6.7	8.7	7.2	10.5
Tasa de interés^b								
1973-1977	-0.4	-5.1	33.4	-1.7	-9.6	-4.0	-0.5	—
1978-1982	-8.9	-12.5	29.3	-8.8	0.6	-1.7	-1.4	2.9
1983-1987	-10.9	-2.2	11.3	-11.6	5.1	5.4	6.5	8.2
1988-1992	1.0	3.6	10.9	4.9	5.7	2.5	2.4	4.5
Crédito bancario del sector privado^c								
1973-1977	14.7	40.8	5.6	26.0	12.0	25.8	34.1	25.4
1978-1982	18.6	35.3	38.5	16.3	10.5	38.1	40.8	31.0
1983-1987	11.3	26.8	65.6	10.6	19.0	60.0	52.4	45.2
1988-1992	8.3	25.0	53.8	19.1	42.9	69.4	57.8	60.5

FUENTE: Agosin (1995:167).

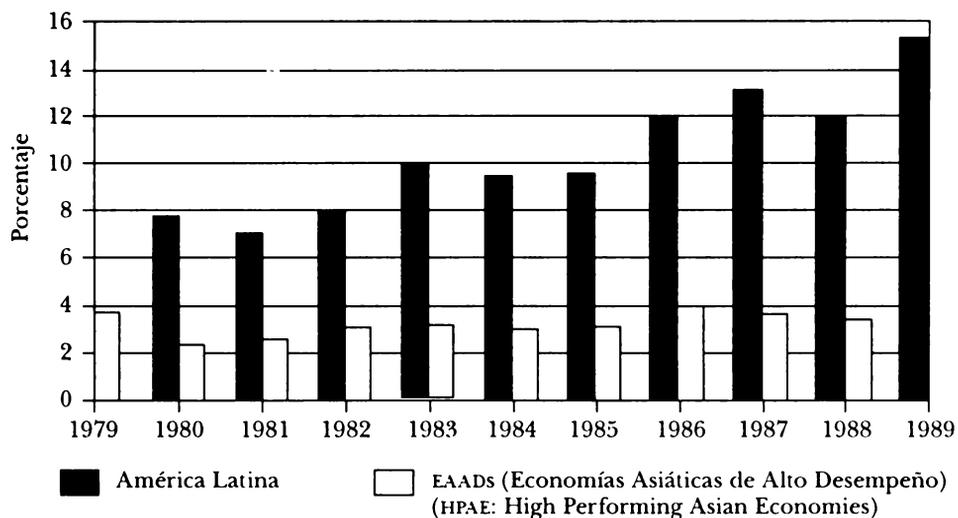
NOTAS: ^a tasa de crecimiento del PNB; ^b tasa de crecimiento del CPI; ^c tasas de interés del mercado de dinero menos la tasa anual de crecimiento en precios al consumidor.

CUADRO 3. Alcances y velocidad de la reforma financiera en economías seleccionadas del oriente asiático

<i>País</i>	<i>Reforma financiera doméstica</i>			<i>Apertura al flujo de capitales</i>		
	<i>Período</i>	<i>Alcance</i>	<i>Velocidad</i>	<i>Período</i>	<i>Alcance</i>	<i>Velocidad</i>
Malasia (e)	1982 1971-1981	a) extenso b) limitado	4 años	1960s 1973	c) mas bien libre d) mas bien libre	gradual
Corea (e)	1982-1988 1982-1984	a) limitado b) limitado	gradual		c) mas bien libre d) limitado	gradual
Taiwan (e)		a) limitado b) limitado	gradual		c) mas bien libre d) limitado	gradual
Tailandia (e)	03/1990	a) limitado b) limitado	gradual		c) mas bien libre d) limitado	gradual

NOTA: (a) liberalización de las tasas de interés; (b) otras medidas internas de desregulación; (c) préstamos externos; (d) entrada a los bancos extranjeros y a los inversionistas de mercados de capital; (e) estado de la liberalización financiera y la desregulación en 1993, desde el periodo a que se hace referencia.

FUENTE: OECD (1993) Liberalising capital flows in developing countries, OECD, Department Centre Studies, 1993.

GRÁFICA A. *Expansión en la intermediación financiera*

FUENTE: Banco Mundial, 1992: 217.

CUADRO 4. *Déficit o excedente presupuestal gubernamental global (incluyendo subvenciones) (% PNB)*

	1972-1979	1980-1984	1985-1989	1990-1991
Indonesia	-2.7	-1.4	-2.1	0.4
República de Corea	-1.6	-2.2	0.2	-1.2
Malasia	-6.4	-10.6	-4.0	-1.7
Tailandia	-2.9	-4.4	-1.7	4.9
Latinoamérica y el Caribe	-3.1	-6.6	-4.7	-0.7

FUENTE: Mazumbar y Basu (1994) y ECLAC.