

## **Las tendencias en la literatura especializada sobre la relación entre finanzas y crecimiento económico**

*Literature trends on the relationship between finance and economic growth*

**Luis E. Rivero M.\***

### **Resumen**

La literatura especializada ha incrementado la atención hacia el análisis de los mercados financieros ya que estos juegan un papel fundamental. En este trabajo se expone la evolución del pensamiento económico en relación a las tasas de interés, ahorro e inversión, inflación, política comercial y política cambiaria, y su interrelación con el crecimiento económico.

### **1. Evolución de la importancia asignada a las finanzas**

Tradicionalmente se ha pensado que el proceso de desarrollo económico debe analizarse desde el punto de vista de la acumulación de riqueza, de la destreza, motivación y disponibilidad de la mano de obra, de la calidad del acervo empresarial, de la existencia de recursos naturales y de capital, del intercambio eficiente, etc. En pocas palabras, de la adecuación de los aspectos reales de la economía a los fines del avance material de la misma. Así, por ejemplo, el progreso tecnológico, uno de los aspectos del desarrollo económico de determinada área, ha sido interpretado como una limitante que condiciona todo el proceso:

---

\* Universidad de Los Andes, Instituto de investigaciones, Económicas y Sociales

El conocimiento tecnológico impone el límite a la productividad de la mano de obra y el capital. A medida que las fronteras de la tecnología son empujadas hacia adelante, le siguen la práctica industrial y la productividad, algunas veces acercándose a lo mejor que se conoce, algunas veces rezagándose, con el retraso variando de industria a industria, o de empresa a empresa. El estímulo al crecimiento económico puede provenir, o bien del incremento de la tasa a la cual las fronteras está avanzando, o bien de adecuar la tecnología que se usa en la actualidad, a las fronteras mismas<sup>1</sup>.

Comparativamente, los aspectos financieros del desarrollo han recibido menos atención, y sin embargo:

... el desarrollo está asociado con la emisión de deuda en algunos puntos en el sistema económico y las correspondientes acreencias de los activos financieros en otros. Está acompañado también por la 'institucionalización del ahorro y la inversión' que diversifica los canales para el flujo de fondos prestables y multiplica las variedades de activos financieros. El desarrollo también implica, como causa o efecto, cambio en el precio del mercado de los activos financieros y de otros términos de intercambio de fondos prestables. El desarrollo supone tanto lo financiero como lo real (Gurley y Shaw, 1955, p. 515).

Así, de ignorar casi por completo la importancia del mercado financiero en el proceso de desarrollo económico, se ha ido evolucionando hasta incluirlo como uno de los factores que deben ser tenidos en cuenta para explicar tal proceso. Algunos autores, incluso, han centrado la mayor parte de su explicación del subdesarrollo en el hecho de la ausencia de mercados financieros con alguna significación, ya que tal ausencia impone un carácter limitante al aprovechamiento óptimo de los demás factores de producción, tanto en el sector urbano como en el sector rural de la economía:

En los países menos desarrollados (PMD) los mercados abiertos para acciones comunes, bonos, hipotecas, o hasta letras comerciales,

son insignificantes... La ausencia de mercados abiertos para valores implica, que el ahorro financiero privado en los PMD está cristalizando en efectivo y depósitos... En la práctica, sin embargo, los depositantes no reciben un rendimiento real que refleje con exactitud el valor de escasez del capital en la economía. Algunos favorecidos prestatarios bancarios –con frecuencia en las zonas urbanas– obtienen financiamiento a muy bajo costo, mientras otros con proyectos de una alta potencialidad en términos de rendimientos son completamente excluidos de los préstamos, como es frecuente en las zonas rurales... Por tanto, las pequeñas explotaciones rurales y las pequeñas empresas urbanas en los PMD son aisladas financieramente. En vez, descansan fundamentalmente en el autofinanciamiento... Pero si el ahorro forzoso y el empobrecimiento de la agricultura como medio de financiar la industria se quiere terminar, entonces el ahorro financiero voluntario por parte de las empresas y las familias, lo debe reemplazar. Por tanto la liberalización del intercambio y de los sectores financieros no son sino dos aspectos del mismo problema para muchos países. En contraste abierto con la plétora de estudios de intercambio internacional reprimidos en los PMD, las igualmente comunes restricciones a los procesos financieros en estos PMD ahora reciben sólo atención esporádica tanto de parte de los académicos como de parte de las agencias oficiales... En vez de reflejar pasivamente el subdesarrollo mismo, yo sostengo la hipótesis de que las políticas financieras mal dirigidas han reprimido activamente el flujo de fondos prestables en los ocho PMD descritos, y en la mayoría de los otros PMD no considerados específicamente en este trabajo (McKinnon, 1987, pp. 25-28).

Como puede deducirse, parece haber un cambio en el énfasis que se ha puesto en el papel que puede desempeñar el mercado financiero en el proceso de crecimiento económico. Tal vez ese cambio se explique por haberse incrementado el conocimiento que los economistas han ido adquiriendo sobre la evolución de los mercados financieros, al mismo tiempo que por el hecho que las organizaciones internacionales preocupadas por el desarrollo económico, le han prestado más atención a análisis de tales mercados. El término mercado financiero se refiere

al concurso de unidades económicas (personas e instituciones), instrumentos financieros y marco general (costumbres, leyes pertinentes, etc.), que tienen que ver con el intercambio de flujos financieros a corto y a largo plazo entre unidades superavitarias (oferentes) y unidades deficitarias (demandantes). El carácter de deficitario o superavitario de las unidades económicas que intervienen en el mercado se basa en la relación entre ingreso y gasto de las mismas. En lo que sigue entonces, se tratará de ofrecer una visión panorámica de la evolución del pensamiento económico sobre la relación entre las finanzas y el crecimiento económico.

## **2. Trabajos seminales en el estudio de la relación entre las finanzas y el crecimiento económico**

Cada vez que se enfoca la temática del papel a desempeñar por las finanzas en el crecimiento económico, hay que recurrir a las conclusiones alcanzadas por un trabajo pionero en este campo. En su “Financial Structure and Development”, Raymond Goldsmith (1969) llama la atención sobre una característica del desarrollo económico consistentemente observada en economías de mercado: el incremento del número y variedad de las instituciones financieras junto con el aumento sustancial de la proporción que tanto el dinero como el resto de los activos financieros representan en el producto nacional bruto (PNB) y en la riqueza tangible. Unos años antes de la realización del estudio de Goldsmith, se había utilizado otro enfoque para analizar el mismo problema basado en el uso de tablas de flujos de fondos<sup>2</sup>. El flujo de fondo es un instrumento analítico valioso porque permite identificar direcciones y montos del intercambio de flujos financieros entre los distintos sectores de la economía, y aunque en este sentido su uso representa un avance en el análisis de la relación entre variables financieras y variables reales, tiene también la grave limitante que no arroja luz sobre las relaciones de causa a efecto entre los incrementos observados de los instrumentos financieros e instituciones financieras, por un lado, y el proceso de crecimiento económico, por el otro.

El vacío en la literatura en el sentido anotado vino a ser llenado por los trabajos de John Gurley (1960), Edward S. Shaw (1973) y Ronald McKinnon (1973) quienes llamaron la atención fundamentalmente sobre la limitación que el autofinanciamiento y el financiamiento directo (unidad oferente de fondos frente a unidad demandante de fondos) imponían al proceso productivo real al limitar el monto de los flujos de ahorro, y por tanto de inversión, la falta de integración de los flujos financieros con los proyectos de mayor valor económico, la dificultad de obtener economías de escala en el funcionamiento del mercado financiero y el proceso productivo real, y la fragmentación de esos mercados. En pocas palabras, el énfasis se dirigió hacia la consideración de la eficiencia en el proceso de acumular ahorros y dirigirlos hacia la esfera del gasto<sup>6</sup>.

### **3. El dilema de la gallina y el huevo: ¿Qué viene primero, el crecimiento económico o el desarrollo de las finanzas?**

Este es un punto sobre el cual no existe consenso entre los autores, y que paradójicamente constituye siempre el punto de partida de la discusión sobre el tema. Quienes sostienen que se debe (o se puede) propiciar en primer lugar el nacimiento del marco financiero para que se facilite el crecimiento económico, esto es, que hay que empezar por crear las instituciones financieras más conspicuas, al igual que los instrumentos financieros, los servicios financieros relacionados, y el ambiente apropiado (leyes, por un lado, y facilidades en general tales como desentramamientos burocráticos, por el otro), lo hacen pensando que este enfoque cumple dos funciones fundamentales: Transferir recursos desde los sectores tradicionales hasta los sectores modernos, y estimular la respuesta empresarial en tales sectores modernos. De esta manera se alienta el crecimiento económico, ya que se supone que los sectores tradicionales son los que se distinguen por presentar bajos niveles de crecimiento, y por estar caracterizados por actitudes, formas de organización, elementos tecnológicos, capacidades en general, que además de ocupar factores de producción que podrían rendir más en otras áreas, son reacios a la penetración de formas eficientes de organización

de la economía. Por contraste, los sectores modernos son los expuestos al contacto continuo, y tal vez directo en tecnologías internacionales, y guiados por inclinaciones más racionales en cuanto a los objetivos perseguidos (por ejemplo, atendiendo a actitudes de maximización). En estos últimos sectores se localizan las instituciones modernas y otras formas de organización que hacen un uso más eficiente de los recursos.

Cuando se adelantan las facilidades financieras se espera obtener una respuesta favorable del empresariado al crearle a éste perspectivas, horizontes, y efectos psicológicos propicios al crecimiento económico. Tal ambiente positivo es fundamental en el mundo de los países subdesarrollados porque se conoce que la escasa oferta empresarial es una de sus limitantes más importantes. Se espera que el optimismo a crear entre el empresariado, por las facilidades financieras existentes, se autoestimule: que los dirigentes de las empresas financieras se conviertan en dirigentes de empresas en otros sectores de la economía, y que los empresarios de esos otros sectores se animen a convertirse en líderes del mundo financiero.

La oferta financiera (instituciones, instrumentos, empresariado, etc.) bajo el enfoque discutido, debería, en general, cumplir su función gradualmente. En algunos casos el gobierno puede crear instituciones de carácter público que pongan fondos a disposición del sector privado bajo cualquier modalidad: subsidios, préstamos a intereses preferenciales, a plazos largos, con períodos de pago muertos, etc. En otros casos, los fondos gubernamentales pueden ser distribuidos en la economía a través de las instituciones financieras privadas, también bajo diferentes modalidades. Y finalmente, la actividad de las instituciones financieras privadas modernas en sí puede dirigirse, en primer lugar, a los sectores tradicionales (agricultura, comercio, algunos otros servicios) que sean rentables, y gradualmente ir buscando atender actividades más modernas (fundamentalmente del sector de transformación) a medida que éste vaya surgiendo, mediante la actitud de incentivar la demanda de asistencia financiera, por un lado, y de asumir riesgos en esos nuevos sectores, por el otro.

En general, se estima que este enfoque de promoción del crecimiento económico mediante la creación de facilidades financieras,

puede tener más éxito en la medida que el grado de desarrollo económico del país de que se trate, sea más bajo. Es decir, parece que tiene más posibilidad a dar frutos en las primeras etapas del proceso de crecimiento, que después. Pero además, como todo esfuerzo consciente de desarrollo económico, tiene sus costos. El transferir fondos de los sectores tradicionales a los modernos, significa intercambiar riqueza y ahorros de esos sectores tradicionales, por pasivos financieros de las instituciones financieras y de los sectores modernos recipientes de tales recursos. Puede implicar también la imposición de ahorros forzosos en cualquiera de sus acepciones. En todo caso, cualquiera que sea la vía escogida, no implica necesariamente que los costos que se hacen recaer sobre los sectores tradicionales sean menores que los beneficios que se consiguen con tal transferencia (el desincentivo a las actividades tradicionales debería ser tomado en cuenta, al igual que la posibilidad de fracaso tanto de instituciones financieras como de sectores industriales que utilicen los recursos aludidos, etc.). El enfoque también supone la ocupación de habilidades gerenciales y empresariales para promover el liderazgo financiero, al igual que el uso de recursos financieros, los cuales, así no provengan de sectores tradicionales, deberán mostrar un nivel mínimo de rendimiento para justificar el enfoque discutido.

Alternativamente, muchos autores creen en la respuesta del aparato financiero cuando los demás sectores productivos establecen la pauta del crecimiento. En este enfoque, las facilidades financieras surgen y se desarrollan cuando se crea una demanda hacia ellas. En caso de que la respuesta financiera no sea adecuada, se retarda el crecimiento del resto de la economía, pero la tendencia general es la acomodación del sector financiero a las exigencias de actividades como la industrial, la construcción, las exportaciones en general, los servicios sofisticados, etc.

De acuerdo a esta visión alternativa de la interrelación entre el sector financiero y el sector real de la economía, las características del crecimiento del segundo son los que moldean la reacción del primero. Así, entre más rápido sea el ritmo de expansión del resto de la economía, y más disparejo sea ese crecimiento, más incentivos se crean para la expansión de las finanzas. Esto es así porque por un lado se agota más rápidamente la posibilidad de autofinanciamiento del sector real, al igual

que las oportunidades del financiamiento directo (como se explicó, entre unidades superavitarias y unidades deficitarias), y por el otro porque se hace más perentoria la necesidad de transferir fondos (superavitarios) de las empresas que crecen mucho y que por tanto generan muchos recursos, a las que crecen menos y por tanto tienen que depender más de fondos distintos a los apartados para depreciación y beneficios retenidos. Lo mismo sucede entre unidades familiares.

Como se espera la respuesta del sector financiero ante la demanda del sector real, se acepta implícitamente un buen grado de automaticidad del proceso cuando se da el impulso de ese sector real. Tal enfoque se basa entonces, en la consideración de que existe un ambiente dentro de la actitud del Estado que es propicio al crecimiento del sector financiero: leyes, instituciones, recursos, objetivos, políticas, etc. Por ejemplo, la deuda pública puede jugar un papel de trascendencia en tal sentido, estimándose que su monto, los sectores donde se coloca, su grado de interferencia con el financiamiento que requiere el sector privado, el rendimiento que produce entre quienes la absorban, etc., juega un papel de importancia. Por otro, la automaticidad aludida también implica que existe una reacción favorable entre quienes constituyen (o puede constituir) la dirigencia del sector financiero ante las perspectivas de beneficios que se abren con la provisión de servicios financieros al sector real de la economía. Como en todos los casos de análisis de las limitantes al crecimiento económico, tal elasticidad de oferta empresarial depende de las costumbres, religión, tradiciones, instituciones, etc., que caractericen a una economía particular. Si todos esos factores son favorables a la actividad que se espera desarrollar, es decir, si la actitud mental es proclive al estímulo que supone los horizontes que se crean, el resultado será positivo. No así de otra manera.

Con todo, hay factores objetivos que tienen un peso indiscutible en el éxito que se puede esperar del enfoque discutido. Por ejemplo, el grado de monetización del sector rural de la economía debe ser destacado. Entre mayor sea éste, mayor será asimismo tanto la oferta como la demanda de recursos financieros que interrelacionen el sector rural con las finanzas y las demás actividades reales de la economía del país.

Como conclusión a este punto, es conveniente llamar la atención sobre la posibilidad muy grande de que en el caso del país que se estudie, exista una combinación de las dos situaciones analizadas. Por ejemplo, en las primeras etapas del crecimiento puede que el ofrecimiento de facilidades financieras induzca el nacimiento o fortalecimiento de sectores reales de la economía que puedan sostener tasas de crecimiento favorables a la creación de demandas hacia el sector financiero, las cuales finalmente apuntalen la consolidación de este último.

Cualquiera que sea la vía escogida, conscientemente o por reacción natural, la interrelación entre el sector financiero y el real se puede apreciar en distintos hechos<sup>4</sup>. Igualmente existen ciertas actitudes que retardan o aceleran esa interrelación. En lo que sigue se analizan situaciones concretas de la relación entre el ámbito financiero y el real que intentan resumir lo que sobre el tema, en general, se acepta más comúnmente.

#### **4. Incremento del ahorro y crecimiento del sector real**

La relación que interesa dilucidar es el grado en que el desarrollo del sector financiero contribuye a incrementar el monto del ahorro del sector privado. Esto por cuanto un alto nivel de ahorro se supone que es un factor coadyuvante al aumento de las inversiones y por tanto al aceleramiento del crecimiento económico. La evidencia, sin embargo, no es concluyente.

Para empezar, las mediciones que se tienen sobre la riqueza que —puede ser considerada como el ahorro acumulado— en los países menos desarrollados (PMD) son bastante deficientes. Allí, entonces, la estimación del impacto del desarrollo del sector financiero sobre los ahorros encuentra un formidable escollo. Sin embargo, parece seguro afirmar que en los primeros estadios del crecimiento económico de un país, o si se puede pensar que esta etapa ya ha sido superada, en los sectores más atrasados (entre los cuales se cuenta casi siempre al agrícola) de un país en vías de crecimiento sostenido, la parte más importante del ahorro la efectúa el sector privado, fundamentalmente el de las

familias, y que de este ahorro, su estructura y composición la definen los bienes tangibles. Esa doble información es fundamental, porque ofrece la oportunidad de considerar vías para utilizar provechosamente tales ahorros.

Entre esos bienes tangibles sobresalen la tierra y sus bienechurías, herramientas sencillas para el trabajo manual tanto agrícola como artesanal, ganado, metales preciosos y joyas, bienes de consumo duradero y en menor proporción, otros bienes de capital. Tal estructura de la riqueza en estos países responde a la falta de oportunidades de inversión reproductiva, o a su desconocimiento. En la medida que el sistema financiero se desarrolle es lógico pensar que la composición de las carteras privadas experimente cambios, buscando mayor eficiencia. Mientras no se haga, tal composición es probablemente la más adecuada en términos de las posibilidades financieras alternativas poco sofisticadas existentes.

Por ejemplo, ante problemas de inflación, la presencia de muy limitadas alternativas inclina la composición de las carteras privadas hacia el mantenimiento de inventarios de bienes tanto de consumo como de inversión, por encima de las posibilidades (a corto plazo) de utilización de los mismos. Con los costos que ello implica. En países con acceso a activos internacionales, como es el caso de Venezuela y otros países petroleros, el mantenimiento de divisas y otros activos líquidos o la adquisición de bienes raíces en el resto del mundo puede constituir una porción considerable de la riqueza privada.

Sin embargo, en la medida en que se desarrolle el sistema financiero es lógico pensar que la composición de las carteras privadas se modifique, buscando mayor eficiencia. De los inventarios de bienes se pasará a la tenencia de activos financieros de creación reciente que ofrezcan términos más atractivos. Esto implica la liberación de tales inventarios y su posible transformación en bienes de capital fijo productivo, tanto directamente mediante su adquisición en el mercado internacional y en el nacional, como indirectamente cuando los inventarios de bienes de consumo son adquiridos por los trabajadores que generan bienes de capital. Se produce, en otras palabras, la sustitución de riqueza tangible por riqueza financiera en el lado de las unidades superavitarias, y al

mismo tiempo aumentan las posibilidades de que los inversionistas obtengan más activos reales productivos de los que podrían acumular sin la existencia de las facilidades financieras.

De todas maneras, como se advirtió al principio, la evidencia no es concluyente. Por lo menos no lo es en el corto plazo. Parece ser más clara la perspectiva en el largo plazo, en años, después de la adopción de políticas destinadas a modernizar el sistema financiero, o después de que el sistema financiero ha empezado a responder a los incentivos creados por el empuje que significa la modernización del sector real.

## 5. Política de tasas de interés

La relación entre los sistemas que implaquen mayor o menor grado de control directo de las tasas de interés, y el desarrollo del mercado financiero —y de aquí, el mercado real— es uno de las áreas donde ha existido mayor controversia en la literatura. Sin embargo, la evidencia cada vez inclina más la balanza a favor de quienes sostienen que los controles —y no sólo sobre las tasas de interés sino también sobre otras variables financieras— tienden a reprimir el mercado (a impedir su desarrollo), a fragmentarlo (a dificultar su integración mediante los traslados de flujos financieros entre sus distintos componentes), y por tanto a retrasar el logro de mayor eficiencia.

La política de mantenimiento de bajas tasas de interés, muy populares entre los PMD, busca fundamentalmente incentivar la inversión y hacer menos onerosa la deuda pública. La evidencia moderna disponible, sin embargo, tiende a concluir que a medida que se liberan financieramente los mercados —lo cual implica la subida de las tasa nominales de interés luego de su mantenimiento a niveles artificialmente bajos— tiende a disminuir el costo promedio del crédito (esto es, de la tasa de interés). Tal hecho se logra porque a tasas de interés bajas, la asignación del ahorro escaso se hace mediante criterios distintos al de la eficiencia (compadrazgos políticos, corrupción, presión de grupos poderosos, etc.). En tales circunstancias, los requerimientos de fondos son atendidos por

el mercado informal, donde las tasas son mucho más altas que las del mercado legal o formal, o por otras formas de oferta (por ejemplo, la internacional, cuando se puede lograr, la cual implica pago de primas por riesgos superiores a los normales). Tales casos constituyen ejemplos de fragmentación de los mercados como consecuencias de la represión financiera que les ha dado origen. La liberación permite el traslado más fluido de fondos entre los distintos compartimentos del mercado (del corto al largo plazo de ciertos sectores o unidades económicas a otras, entre áreas geográficas, etc.) y por lo tanto la disminución de las tasas de interés en todo el espectro del mercado. Esto tiende a incentivar la inversión global, porque aumenta su eficiencia promedio.

Desde el punto de vista de los costos de la deuda pública para el gobierno, se logran también ventajas con la liberación de las tasas de interés. Cuando los proyectos de capital reflejan su verdadero costo, en vez de ser emprendidos a tasas artificialmente bajas, se tiende a utilizar, en mayor medida, el factor de producción mano de obra, que es precisamente el más abundante en los PMD. También se reprime la tentación a usar al banco central como adquirente de la deuda pública, con lo que se limita la cabida de elementos inflacionarios en el proceso económico. Y al ser esa deuda gubernamental colocada en mayor medida entre el público, aumentan las posibilidades de utilización de las operaciones de mercado abierto como instrumento de política monetaria. Como se explicó en el punto anterior referido al ahorro, las tasas reales de interés más altas impiden que las alternativas no financieras de ahorro –que tienden a ser más improductivas– sean las más atractivas para las unidades superavitarias, con lo que aumenta la eficiencia en el uso de los recursos.

## **6. Inflación, política comercial y mercado financiero**

El funcionamiento fluido del mercado financiero requiere la estabilidad del nivel de precios. Las tesis que en el pasado han sostenido que un poco de inflación puede incentivar el crecimiento económico al favorecer el incremento de la producción, pierden cada vez más terreno porque las

empresas también son perjudicadas por la inestabilidad de precios (sobre todo en economías en las cuales las normas contables no permiten tomar en cuenta el efecto de los precios crecientes sobre la reposición del capital). El control de las tasas de interés mediante decisiones de las autoridades, frente a la subida del nivel general de precios en la economía, disminuye el rendimiento real de los activos financieros, y por tanto frena el incentivo a ahorrar en otras formas que no sean los bienes tangibles. Además, introduce elementos de inestabilidad en otras áreas de la economía que al dificultar el cálculo económico (por ejemplo, con respecto a la inversión) limita el crecimiento, retroalimentando el desaliento hacia el mercado financiero. Finalmente, tiende a sobrevalorar la tasa de cambio cuando ésta se mantiene fija, a crear problemas de balanza de pagos, y a favorecer el proteccionismo como respuesta, con lo que se daña al país en cuestión y aquellos con los cuales podría comerciar.

Relacionados tanto con la inflación como con la política sobre tasas de interés se encuentran las distorsiones en el campo de la política comercial. La poca importancia que se le asigne al control de presiones inflacionarias, por darle más importancia a otras variables tales como el aumento del gasto público para elevar la demanda agregada, puede generar problemas de balanza de pagos. Como consecuencia es común la adopción de esquemas de política económica del tipo de “la industria incipiente”: cuando se desea proteger a un determinado sector contra la competencia extranjera generalmente se recurre a medidas como los subsidios indirectos a través de tarifas. Se ha ido aceptando cada vez más, sin embargo, que ante la decisión política de proteger los sectores de sustitución de importaciones, o de inicios de la actividad exportadora, los subsidios directos tienen la ventaja sobre las tarifas, en primera instancia, de que su monto aparece en el presupuesto público. Al menos de esa manera se tiene una idea del costo de la protección en unidades monetarias. Sin embargo, la escogencia final debe tener en cuenta que frente a los problemas que presentan las tarifas para la sociedad en términos de disminución de la adehala (o excedente) al consumidor (por el aumento de precios de los bienes a los cuales se les imponen la tarifa, más la pérdida neta en la cantidad que se consumiría de no

existir la tarifa), los subsidios pueden significar también costos para la sociedad. Estos últimos deben medirse en términos de las desviaciones de la eficiencia óptima en la asignación de recursos por la forma como se otorguen dichos subsidios, más los otros costos provenientes de las modalidades que escoja el gobierno para financiarlos (impuestos, etc.).

Más alejados aún de los objetivos que se persiguen con la liberalización del sector financiero, aparecen los esquemas proteccionistas que se apoyan en la concesión de cuotas, licencias, etc. Tales esquemas implican la escogencia de los favorecidos mediante mecanismos distintos al de mercado, por lo que tienden a alejar la posibilidad de que se racionen los recursos escasos en atención a la eficiencia de los distintos proyectos. Además de provocar la pérdida de adevhala al consumidor ya comentada. Y de retardar el enfrentamiento del productor nacional a la rivalidad internacional, todo lo cual crea distorsiones que atentan contra el bienestar social.

En cuanto a la modalidad de política cambiaría a seguir, la cual al igual que los otros instrumentos que se manipulan en el frente externo debe procurar un aumento de las exportaciones (tomando en cuenta el contenido importado implícito en un esfuerzo de crecimiento económico) y una manera de manejar con viabilidad los desequilibrios de la balanza de pagos, se tiende a escoger alguna que permita absorber los desequilibrios de precios internos a precios externos, la elasticidad precio e ingreso de la demanda externa para la producción nacional (exportaciones), las expectativas, la movilidad de los factores domésticos e internacionales, la movilidad y cuantía de los flujos financieros, las ventajas comparativas, etc. De las distintas modalidades, probablemente la de tasas de cambio fluctuantes sea las más apropiada si se consideran los problemas administrativos, los retrasos en la formulación de políticas internas con respecto a las señales emitidas por variables claves como la tasa de interés, y otros inconvenientes de políticas cambiarias menos automáticas. Además, y esto es muy importante, con la flexibilización de las tasas de cambio se evita la fragmentación del mercado financiero entre su componente interno y el que refleja las relaciones con el resto del mundo. En otras palabras, se piensa que a la liberalización de las

variables financieras internas, debe acompañarle la de las variables financieras externas.

Al igual que en otros campos del pensamiento económico, el de la relación entre finanzas y crecimiento se encuentra en continua evolución. De esa evolución se han extraído algunas conclusiones expuestas en las páginas precedentes, referidas a la dirección de la causalidad, y al efecto de políticas concretas sobre tasas de interés, ahorro e inversión, inflación, política comercial y política cambiaria. Con la misma dirección de la teoría económica a pasar de la teoría clásica a la keynesiana, de ésta a la concepción monetarista de la economía, y de esta última a evolucionar hacia el enfoque de las expectativas racionales, todo el espectro de la relación finanzas-crecimiento ha experimentado cambios. Y continuará así, afortunadamente. Porque de esos cambios se debe esperar un mejor conocimiento del mundo de la economía.

## 7. Notas

- 1 *U.S. Economic Report of the President Together with the Annual Report of the Council of Economic Advisers*, January 1962 (Washington, D.C.: GPO, 1962), p. 132.
- 2 Morris A. Copeland, *A Study of Money Flows in the United States*, (New York: National Bureau of Economic Research, 1952).
- 3 a) John G. Gurley y Edward S. Shaw, *Money in a Theory of Finance*, (Washington: The Brookings Institution, 1960). b) Edward S. Shaw, *Financial Deepening in Economic Development*, (New York: Oxford University Press, 1973). c) Ronald I. McKinnon, *Money and Capital in Economic Development*, (Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1973). d) Ronald I. McKinnon, *Financial Repression and ...*, *op. cit.* e) John Gurley and E. S. Shaw, "Financial Aspect of Economic Development", *op. cit.* f) Hugh T. Patrick, "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", *Economic Development and Cultural Change*, January 1966, 174-189.
- 4 Un enfoque de economía positiva sobre tal relación se consigue en Luis E. Rivero M., "Finanzas y crecimiento económico", Parte I: relación en-

tre el desarrollo de las finanzas y crecimiento económico, *Economía*, 1 (1987), 115-131.

## 8. Referencias

- Bhagwati, Jagdish (1978). *Anatomy and Consequences of Exchange Control Regimes*. New York: National Bureau of Economic Research.
- Copeland, Morris A. (1952). *A Study of Money Flows in the United States*. New York: National Bureau of Economic Research.
- Corbo, Vittorio and J. de Melo (1985). "Liberalization with Stabilization in the Southern Cone: Overview and Summary". *World Development*. World Bank, August.
- Dorn, James A. and Anne Schwartz, eds. (1987). *The Search for Stable Money*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Edwards, Sebastian (1987). Exchange Controls, Devaluations and Real Exchange Rates: The Latin American Experience. *Working Paper* N° 2348. New York: NBER, August.
- Feldstein, Martin, ed. (1988). *The United States in the World Economy*. New York: National Bureau of Economic Research.
- Goldsmith, Raymond (1969). *Financial Structure and Development*. New Haven: Yale University Press.
- Gurley, John and Edward S. Shaw (1960). *Money in a Theory of Finance*. Washington: The Brookings Institution.
- \_\_\_\_\_. (1955). "Financial Aspects of Economic Development". *American Economic Review*. September.
- Krueger, Anne O. (1983). *Trade and Employment in Developing Countries*. New York: National Bureau of Economic Research.
- \_\_\_\_\_. (1978). *Liberalization Attempts and Consequences*. New York: National Bureau of Economic Research.
- McKinnon, Ronald (1978). Financial Repression and the Liberalization Problem Within Less Developed Countries. Mimeografía. Suecia: n.p.
- \_\_\_\_\_. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D.C.: The Brookings Institution.

- Mote Larry (1988). "Looking Back: The Use of Interest Rates in Monetary Policy". *Economic Perspectives*. Chicago: F.R.B., January / February.
- Patrick, Hugh T. (1966). "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries". *Economic Development and Cultural Change*, January.
- Rivero, Luis E. (1987). "Finanzas y crecimiento económico". *Economía*, 1, 115-143.
- Shaw, Edward S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford Economic Press.
- Schwartz, Anna J. (1987). *Money in Historical Perspective*. New York: National Bureau of Economic Research.
- Takagi, Shinji (1988). On the Statistical Properties of Floating Exchange Rates: A Reassessment of Recent Experience and Literature. *International Monetary Fund Working Paper*, WP/88/11, February.
- U.S. (1962). *Economic Report of the President Together with the Annual Report of the Council of Economic Advisers*. Washington, D.C: GPO, January.
- Yarbrough, Beth, and Robert Yarbrough (1988). *The World Economy: Trade and Finance*. Hindsdale, Ill.: The Dryden Press.