

Sistema financiero y crecimiento económico: Un misterio sin resolver

Lucas Pussetto¹

RESUMEN

Los determinantes del crecimiento económico han inspirado el surgimiento de la ciencia económica. Entre ellos, el grado de desarrollo del sistema financiero ha recibido notable atención. Sin embargo, aún hoy persisten dudas sobre el mecanismo mediante el cual el desarrollo financiero influye sobre el crecimiento de una economía. En este artículo se revisa la literatura pertinente con una aplicación a Argentina, encontrándose que el desarrollo del sistema financiero del país es similar al de países con ingresos per capita similares, pero inferior al observado en países como Chile y Brasil. Por lo tanto, sería deseable el diseño de incentivos económicos que permitan un mayor desarrollo de las instituciones financieras del país.

ABSTRACT

The sources of economic growth have been on the base of the initial steps of economic science. Particularly, the development of the financial system has been the subject of a huge amount of research. However, even today there are many doubts with respect to the exact mechanism through which financial development affects economic growth. The corresponding literature with an empirical application to Argentina is reviewed in this paper. One important finding is that the financial system in this country is approximately equally developed compared to countries with comparable per capita income levels, but less developed compared to countries like Chile and Brazil. As a consequence, it would be highly desirable to implement a set of economic policies in order to guarantee a more developed financial system.

JEL Classification: 010, 012, 016

Keywords: crecimiento, macroeconomía, Solow, sistema financiero.

1. Profesor Visitante de la Universidad de Palermo. Profesor de la Universidad Empresarial Siglo XXI.
E-mail: lpussetto@uesiglo21.edu.ar

I. Introducción

Los efectos del crecimiento económico sobre el bienestar económico de un país son notables. En efecto, leves diferencias en la tasa de crecimiento promedio de dos países durante un determinado período de tiempo pueden dar lugar a diferencias importantes en sus niveles de ingreso per capita. Entender, pues, los determinantes del crecimiento se convierten en una tarea imprescindible. Consciente de ello, la ciencia económica ha dedicado una cantidad notable de investigación a esta cuestión, aún sin llegar a obtener resultados incuestionables.

El sistema financiero de un país tiene un rol importante dada su función de reducir las ineficiencias derivadas de la existencia de costos de información y costos de transacción entre los agentes económicos. Por lo tanto, dicho sistema se convierte en un elemento clave de la economía, lo cual induce a indagar sobre sus efectos en términos de crecimiento.

La sección 2 de este artículo revisa los aspectos más sobresalientes de la literatura económica sobre crecimiento económico, centrándose en el papel central del ahorro en los diferentes modelos de crecimiento como elemento clave para garantizar la acumulación de capital y sus efectos potenciales sobre la productividad total de los factores. La relación entre crecimiento, ahorro y financiamiento es analizada en más detalle en la sección 3. La sección 4 discute los argumentos teóricos para justificar la existencia de intermediarios financieros en una economía, en tanto que algunas de los principales indicadores para medir el grado de desarrollo financiero de un país son considerados en la sección 5. En la sección 6 se estudian algunas características del sistema financiero en Argentina, relacionándolas con su nivel de ingreso per capita. La sección 7 presenta unas breves conclusiones.

II. El misterio del crecimiento económico

El interés por estudiar los determinantes de la creación de riqueza en una economía es la piedra angular sobre la que se construyó la estructura económica clásica. Esto es evidente en las obras pioneras de Smith (1776)² y Ricardo (1817). Estas obras analizaron en detalle temas como la división del trabajo, el intercambio, el rol del dinero y la distribución, dentro de un marco de análisis más amplio conocido como *teoría del valor*. El trabajo de Smith, en particular, incluye casi la totalidad de los temas estudiados por la economía moderna. Sin embargo, el tipo de análisis utilizado por los economistas clásicos fue principalmente conceptual y descriptivo. La utilización de herramientas matemáticas para el análisis formal de los problemas económicos comenzó a difundirse a fines del siglo XIX y comienzos del siglo XX, especialmente con el surgimiento de la escuela marginalista.

El objetivo principal de Smith (y de los escritores que se basaron en sus escritos) fue estudiar los determinantes de la riqueza en una economía. La riqueza puede medirse en un

2. Numerosos filósofos estudiaron temas económicos con anterioridad a Smith. El mérito del autor escocés radica en haber sistematizado de un modo coherente el acervo de conocimiento económico generado hasta ese momento. Roll (2003) es una referencia obligada en el estudio de la historia del pensamiento económico.

momento específico, lo cual significa que es un stock que varía a lo largo del tiempo. En un sentido matemático, el valor de una variable *stock* está siempre determinado por el valor de una variable *flujo*. Aunque de un modo imperfecto, las variaciones en la riqueza de una economía (el stock) pueden determinarse a partir de las fluctuaciones en el ingreso de los individuos (el flujo). Como el ingreso de una economía es equivalente a su nivel de producción, entonces la variación en la riqueza de una economía depende en última instancia de las fluctuaciones en el nivel de producción. Este último proceso se conoce como *crecimiento económico*.

Las teorías formales sobre los determinantes del crecimiento económico surgen principalmente a mediados del siglo XX, fundamentalmente con Solow (1956, 1957), creador de un modelo de crecimiento de estilo neoclásico. En este modelo, la tasa de crecimiento económico está determinada por la acumulación de factores de producción, básicamente capital. A su vez, la acumulación de capital depende del ahorro de la economía, definido como una proporción constante del ingreso.³

La relación matemática entre acumulación de factores y nivel de producción está dada por la función de producción y sus características matemáticas. Son cruciales, además, los supuestos de que cada factor de producción tiene rendimientos marginales decrecientes y que la función de producción presenta rendimientos constantes a escala.⁴ Este último supuesto permite definir cuál es el aporte de cada factor al crecimiento de la producción.⁵ Este aporte está dado por el producto entre la tasa de crecimiento del factor y su participación en los ingresos factoriales totales (el trabajo y el capital absorben el total de los ingresos factoriales, debido a que estos modelos suponen la existencia de sólo dos factores).

Del análisis anterior se desprende que los aportes de Solow tienen dos componentes. El primero se basa en el desarrollo de su modelo, cuyas predicciones son que la acumulación de capital (y, en una instancia previa, el ahorro) es el factor clave para explicar la tasa de crecimiento de la economía, dando lugar (a partir de una serie de supuestos sobre las condiciones económicas) a la conclusión de que los países con un menor stock de capital por trabajador tenderán a crecer más rápido debido a que el aporte marginal de una unidad adicional de capital es mayor cuando el nivel de acumulación de este factor es bajo; como

3. En el modelo de Solow el ahorro de la economía no es el resultado de un proceso de optimización de los individuos; simplemente, supone que el ahorro es una proporción constante del ingreso. Ramsey (1928) desarrolló un modelo en el que las familias determinan la evolución de su consumo a lo largo del tiempo en forma óptima. Sus resultados, sin embargo, son similares a los obtenidos por Solow, a saber, que el crecimiento económico es principalmente el resultado de un proceso de acumulación de factores de producción. Por otra parte, Harrod (1939) y Domar (1946) desarrollaron independientemente un modelo de crecimiento, también basado en el ahorro, llegando a la conclusión de que no existen razones para pensar que una economía entrará en una trayectoria que la conduzca al equilibrio en el largo plazo, es decir, el estado estacionario.

4. Existen rendimientos marginales a escala cuando el aumento en la utilización de un factor de producción genera incrementos en la producción sucesivamente menores, suponiendo constantes las cantidades empleadas de los demás factores. Por otra parte, una función de producción exhibe rendimientos constantes a escala cuando un aumento proporcionalmente idéntico en *todos* los factores de producción genera un aumento en la producción exactamente en la misma proporción.

5. Para una revisión relativamente accesible de los conceptos matemáticos más relevantes en la teoría del crecimiento económico, ver Jones (1988), capítulo 2.

consecuencia, los países pobres terminarían alcanzando los niveles de bienestar de los países ricos, con menores tasas de crecimiento debido a su elevado stock de capital. El segundo aporte de Solow es desagregar el crecimiento económico de acuerdo a los aportes de los factores de producción, permitiendo así definir cuáles son más relevantes.

Como era de esperar, los resultados empíricos de Solow demostraron que no todo el crecimiento económico era explicado por la acumulación de factores. Por ejemplo, las innovaciones tecnológicas que permiten mejoras en la productividad generan un aumento en el crecimiento que no puede atribuirse estrictamente a la acumulación de capital o al empleo de trabajadores. Lo que quizás Solow no esperaba encontrar es que *la mayor parte* del crecimiento económico de Estados Unidos (país para el que Solow aplicó sus ecuaciones) no estuviera explicada por acumulación de factores (principal predicción teórica de su modelo), sino por un conjunto de elementos que, a falta de un nombre más preciso, Solow denominó la “medida de nuestra ignorancia”. Sus estimaciones indicaban que la acumulación de factores sólo explicaba un 20% del crecimiento de la economía americana; el 80% restante estaba explicado por un conjunto de variables (no necesariamente económicas) relativamente desconocidas.

Este diferencial entre la proporción del crecimiento que podía ser explicada por la acumulación de factores y la que no podía ser explicada por dicha acumulación es conocida en la literatura sobre crecimiento económico como *residuo de Solow*, o más formalmente, productividad total de los factores. Afortunadamente para la investigación económica, continúa siendo un enigma qué conjunto de variables económicas conforman dicho residuo.⁶ En efecto, el misterio que rodea los determinantes del crecimiento ha generado un volumen de publicaciones muy importante, que a su vez ha permitido clarificar las ideas de un modo sustancial.

Sin embargo, si hoy en día alguien preguntase qué determina *exactamente* el crecimiento económico de un país (y, por lo tanto, qué determina su riqueza), lo más honesto sería responder que no lo sabemos con exactitud. Sabemos que hay rasgos estructurales de la economía que favorecen el crecimiento y otras que lo perjudican. Por ejemplo, instituciones económicas sólidas, el respeto de los derechos de propiedad, las reglas económicas claras y predecibles, y los sistemas financieros sólidos favorecen sin duda el crecimiento económico. Por supuesto, estas condiciones son necesarias, pero pueden no ser suficientes. Tampoco está claro cuál de estas condiciones es más determinante y cuál lo es menos. Y más difícil aún resulta cuantificar sus efectos sobre el crecimiento de un modo razonable. Por otra parte, existe unanimidad de opinión sobre los efectos negativos, por ejemplo, de elevados déficits fiscales, inflación crónica e inestabilidad política e institucional sobre el crecimiento.

Una amplia cantidad de literatura sobre crecimiento está centrada en los efectos sobre el crecimiento de variables como la innovación en tecnología (relacionada, a su vez, con el gasto en investigación y desarrollo), la interdependencia entre países (más en general, los efectos de los flujos internacionales de bienes y capitales, y la difusión del conocimiento), y más recientemente el papel de la política y las instituciones.

6. Para una revisión excelente de este problema y de los determinantes del crecimiento económico, ver Helpman (2004). Sala-i-Martin (1994) provee un análisis matemático y simple a la vez de las principales teorías del crecimiento económico.

Los hallazgos de Solow sobre el rol de la productividad total de los factores en la economía de los Estados Unidos fueron obtenidos también por otros investigadores para otras economías, aunque con un menor grado de contundencia. Estimaciones obtenidas por Jorgenson y Yip (2001) indican que en los casos de Japón, Alemania, Italia, Francia, Reino Unido y Canadá la productividad total de los factores explicaba menos de la mitad del crecimiento; sin embargo, esa proporción estaba lejos de ser despreciable. Otras investigaciones señalan que un crecimiento económico basado principalmente en la acumulación de factores no es sostenible en el largo plazo, debido precisamente a los rendimientos marginales decrecientes en la utilización de factores.⁷ A pesar de ello, la acumulación de capital físico continúa teniendo un papel importante en el crecimiento económico, al menos en el diseño de la política económica. Prueba de ello es el interés de los gobiernos en incrementar la inversión en la economía.

III. Crecimiento, ahorro y financiación

La evolución del stock de capital en una economía puede expresarse matemáticamente utilizando una ecuación inspirada en la evolución de un stock de inventarios: $K_{t+1} = I_t + K_t - D_t K_t$, donde K es el stock de capital, I es el gasto de inversión y D es la tasa de depreciación del capital. El subíndice t se refiere al período de tiempo, pudiendo tratarse, por ejemplo, de años o meses. Si $t=2006$, entonces la ecuación anterior indica que el stock de capital al final del año 2007 depende del stock de capital al final del año 2006, la inversión en 2006 y la depreciación del capital en 2006. La depreciación mide el desgaste y la obsolescencia del capital debido al uso y a la creación de nuevas máquinas y equipos, respectivamente, asumiéndose normalmente que es un porcentaje (fijo) del stock de capital. Como consecuencia, poco puede hacerse para influir sobre la depreciación en términos de política económica. El determinante principal de la acumulación de capital es, por lo tanto, el gasto de inversión, entendido aquí como el gasto de las empresas para la adquisición de maquinaria y equipo de producción, principalmente.⁸

Las empresas, como cualquier agente económico racional, buscan optimizar sus decisiones (en este caso las decisiones de inversión). Dichas decisiones son estudiadas en detalle por la teoría económica, que busca definir un criterio (un criterio matemático) que permita definir cuándo un gasto en inversión es eficiente y cuándo deja de serlo. La definición de la cantidad óptima de inversión es, no obstante, sólo una cara del problema: la otra cara es la financiación de esa inversión. Muchas empresas se financian reinvertiendo sus utilidades retenidas en períodos anteriores. Esto es aplicable especialmente a pequeñas y medianas empresas, debido a que este tipo de empresas cuenta con menores posibilidades de acceder a otras fuentes de financiamiento, como el crédito bancario y los mercados de capitales (mediante la emisión de acciones o de deuda).

Los mercados financieros (bancario y de capitales) son fundamentales para el financiamiento de la inversión al canalizar fondos desde agentes económicos con ingresos

7. Dos casos muy conocidos son los de Krugman (1994) y Young (1995).

8. Para una revisión de las principales teorías y evidencia empírica sobre el gasto de inversión de las empresas, ver Caballero (1997).

superiores a su gasto de consumo (ahorristas) hacia agentes económicos con necesidades de gasto superiores a sus ingresos (empresas, en este caso). Esta relación puede derivarse a partir de algunas identidades macroeconómicas básicas. Definiendo Y como el producto interno bruto, C como el consumo e I como el gasto de inversión (y suponiendo que el gasto del gobierno y el comercio exterior son nulos), se tiene que $Y = C + I$ en términos de demanda agregada. Desde el punto de vista de los consumidores, Y constituye el ingreso, que puede destinarse al gasto de consumo o al ahorro (S), es decir: $Y = C + S$. Igualando ambas ecuaciones se concluye fácilmente que $S = I$. Este resultado no cambia al incluir el gobierno como agente económico, pero sí depende del supuesto de que la economía es cerrada: en este caso, el gasto de inversión *sólo* puede financiarse con ahorro interno, pero si la economía fuese abierta las empresas tendrían acceso a los mercados internacionales de crédito, y la relación obtenida anteriormente podría no cumplirse.⁹

Por supuesto, el vínculo entre sistema financiero y crecimiento económico no debe buscarse sólo ni principalmente en el ahorro como mecanismo de financiación de la inversión. Si bien esta conexión es relativamente fácil de medir, es importante tener en cuenta que, muy probablemente, el sistema financiero también puede influir sobre la productividad total de los factores.

IV. ¿Por qué existen los intermediarios financieros?

La existencia de intermediarios financieros está justificada, al menos teóricamente, por las imperfecciones de una economía, particularmente las derivadas de los problemas de información asimétrica entre agentes económicos. Por lo tanto, la existencia de intermediarios financieros sería innecesaria en un mundo en el que los costos de información y de transacción fuesen nulos. No obstante, estos costos no sólo existen, sino que pueden alcanzar valores considerables dependiendo de las circunstancias.

¿Qué son los costos de información y los costos de transacción? Costos de información son, por ejemplo, los costos en los que incurriría un prestamista al intentar evaluar la situación financiera de una empresa, los intereses de sus administradores y las condiciones actuales y futuras de la economía. Por su parte, los costos de transacción son los asociados a las negociaciones entre agentes económicos al momento de definir un contrato. El punto clave es que estos costos disminuyen considerablemente con la presencia de intermediarios financieros, siendo esto aplicable tanto al sistema bancario como al mercado de capitales. En efecto, Freixas y Rochet (1999) muestran formalmente que, en presencia de costos de transacción y costos de información, la existencia de intermediarios financieros garantiza la obtención de resultados más eficientes, comparando con una situación de ausencia de tales intermediarios.¹⁰

Levine (2005) analiza las funciones de los intermediarios financieros en una economía desde un punto de vista más general. En concreto, destaca las siguientes:

9. El artículo clásico sobre esta cuestión es el de Feldstein y Horioka (1980).

10. Ver especialmente el capítulo 2 de su libro.

- Producir información *ex ante* sobre posibles inversiones y asignaciones de capital.
- Monitorear inversiones y examinar la calidad del gobierno corporativo luego de proveer financiamiento.
- Facilitar la comercialización, la diversificación y la administración del riesgo.
- Movilizar y combinar ahorros.
- Facilitar el intercambio de bienes y servicios.

La simple inspección de estas funciones sugiere, a priori, que la existencia de un sistema financiero es fundamental para garantizar el crecimiento económico de un país. Pero sorprendentemente, el debate económico no ha dado su última palabra al respecto. Al menos en parte, se trata de un problema de causalidad: no está lo suficientemente claro si es el sistema económico el que beneficia el crecimiento o si, por el contrario, el desarrollo financiero es el resultado del crecimiento económico. Aunque aparentemente trivial, este problema es fundamental. Al igual que cualquier análisis de carácter económico, la importancia de la causalidad reside en sus consecuencias en términos de política económica. Si la evidencia concluye que los sistemas financieros son importantes para el crecimiento económico, entonces sería deseable el diseño de un sistema financiero sólido y confiable. Por el contrario, esto no sería necesario en el caso en el que el sistema financiero sea simplemente el producto del desarrollo económico alcanzado por un país. Sin embargo, estos argumentos no dejan de resultar sorprendentes, dado que la intuición indica que el sistema financiero *es* importante para el crecimiento.¹¹

Un aspecto esencial para comprender esta aparente indecisión de los economistas sobre el rol del sistema financiero es la existencia de diversas teorías y de evidencia contradictoria. Por ejemplo, Blomström et al (1996) encuentran evidencia de que la acumulación de capital no precede el crecimiento económico, sino que es su consecuencia. A partir de esta evidencia, no resulta difícil inferir que el sistema financiero también sería consecuencia del crecimiento, no causa.¹²

Otro aspecto de la discusión está relacionado con el tipo de organización del sistema financiero, tema que es tratado en detalle por Demirguc-Kunt y Levine (2004). Como se mencionó anteriormente, un sistema financiero incluye dos componentes: el sistema bancario y el mercado de capitales. En algunos países, el sistema financiero se basa en el sistema bancario, y en otros en el mercado de capitales. No existe evidencia concluyente de que uno u otro tipo de organización sea más apropiado para el desempeño económico. Actualmente, la profesión económica coincide en que, más allá de su estructura, lo relevante es el grado de desarrollo que alcance un sistema financiero, y que ambos componentes del sistema pueden complementarse.

11. Algunos autores sugieren que el sistema financiero no sólo influye sobre la tasa de crecimiento de una economía, sino también sobre su volatilidad. Ver, por ejemplo, Aghion et al (2004).

12. Una revisión más exhaustiva de este tipo de evidencia puede encontrarse en Meier y Rauch (2000), capítulo III.

V. La medición del desarrollo de un sistema financiero

El grado de desarrollo de un sistema financiero depende de la calidad con la que éste desempeña sus funciones, es decir, la calidad con la que presta sus servicios. Mediante el desarrollo de estas funciones un sistema financiero afecta hipotéticamente decisiones de ahorro e inversión, contribuye al aumento de las productividades factoriales y, por lo tanto, influye sobre el crecimiento económico de un país.

¿Cómo se mide este desarrollo? En principio, resulta difícil encontrar indicadores que muestren la calidad con la que un sistema financiero cumple con sus funciones. Por ejemplo, no hay indicadores directos que permitan medir la calidad con la que el sistema financiero evalúa el gobierno corporativo de una empresa. Sin embargo, existen indicadores ampliamente difundidos que, de un modo aproximado, permiten comparar el grado de desarrollo financiero alcanzado por dos países, o la evolución de dicho desarrollo en un mismo país a lo largo del tiempo.

Un indicador de amplio uso es la proporción entre los créditos (o préstamos) y el PIB de una economía. Este indicador permite juzgar el grado de desarrollo del sistema financiero: a mayor valor del indicador, mayor desarrollo bancario. ¿Cuáles son sus limitaciones? La primera es que no mide la calidad en la asignación del crédito. Un elevado volumen de crédito asignado a industrias de bajo crecimiento o elevada volatilidad no es eficiente. La segunda limitación es que no mide la calidad de la cartera crediticia de los bancos: un mayor volumen de préstamos implica mayor deuda de consumidores y empresas, con los riesgos inherentes ante variaciones en las tasas de interés o un empeoramiento de las expectativas económicas. Por el lado del mercado de capitales, un indicador de uso común es la capitalización como porcentaje del PIB.

Es importante notar que, en ambos casos, el criterio es el volumen de operaciones del sistema, sean créditos o volúmenes transados en el mercado de capitales. Por lo tanto, se trata de medidas agregadas cuya principal ventaja es su disponibilidad a partir de las estadísticas económicas de un país.

VI. Evidencia para Argentina

En un nivel empírico, la primera cuestión a plantear es si un sistema financiero influye sobre el crecimiento a través de la financiación de acumulación de capital (analizando la relación entre inversión y crecimiento) o a través de sus efectos sobre la productividad de los factores. En el caso argentino, los datos sobre inversión y crecimiento económico no son concluyentes. Utilizando la base de datos elaborada por Llach y Gerchunoff (2003), se construyeron los promedios móviles de cinco años para la tasa de crecimiento del producto y la variación en el ratio inversión / PIB, para el período 1903 – 1994. El diagrama de dispersión del gráfico 1 parece indicar la existencia de una relación positiva, pero poco robusta. La interpretación correspondiente es que el rol del sistema financiero es relativamente débil al transferir fondos de ahorristas a inversionistas. De existir una relación robusta con la tasa de crecimiento, ésta debería estar justificada por los incrementos en la productividad de los factores incentivados por la actividad del sistema financiero.

Posteriormente, interesa conocer los valores de los indicadores que miden de un modo aproximado el desarrollo del sistema financiero en Argentina. El gráfico 2 muestra la proporción entre crédito y PIB para un grupo de países de América Latina. El nivel correspondiente a Argentina es similar al observado en México, pero muy inferior a los de Chile y Brasil. La situación no es muy diferente cuando se analiza el ratio entre capitalización de mercado y PIB para este grupo de países. También en este caso el desarrollo del mercado de capitales en Argentina continúa estando por debajo del que se aprecia para Chile y Brasil, y apenas por encima del que se observa en México.¹³ Estos resultados se observan en el gráfico 3.

Por supuesto, las conclusiones que pueden obtenerse sobre la relación entre sistema financiero y crecimiento económico son limitadas a partir de estos resultados. A fin de indagar sobre esta relación en el caso argentino, es necesario considerar el ingreso (per capita) del país como variable de control. Si bien este ejercicio se realiza para el indicador del mercado de capitales, los resultados son similares para el indicador del sistema bancario.

El problema relevante es si el nivel de desarrollo alcanzado por Argentina en su mercado de capitales es coherente con su nivel de desarrollo económico (aproximado por el ingreso per capita). Del diagrama del gráfico 4 se desprende la existencia de una relación positiva entre desarrollo financiero y desarrollo económico.¹⁴ El punto correspondiente a Argentina se encuentra por debajo de la recta de mejor ajuste. Una interpretación rápida de este hecho sería que el desarrollo financiero alcanzado por el país es inferior al que se derivaría de su nivel de desarrollo económico. Pero si se observa el grupo de países con ingresos per capita inferior a US\$ 10.000 (gráfico 5), entonces la afirmación anterior pierde consistencia. En este caso, el punto que corresponde a Argentina se encuentra casi sobre la recta de mejor ajuste, indicando que sus números son coherentes con los observados en países de ingresos similares.

Esto último no debería empañar el hecho de que el grado de desarrollo del mercado de capitales en Argentina es reducido, y que las políticas económicas orientadas a aumentar este desarrollo son imprescindibles. Por último, es notable que la relación entre desarrollo financiero y desarrollo económico se vuelve negativa para este grupo de países. Como consecuencia, es razonable plantear si los efectos (mutuamente) benéficos entre ambos indicadores sólo comienza a observarse para elevados niveles de ingreso y de capitalización de mercado.

VII. Conclusiones y reflexiones finales

Del análisis presentado en las páginas anteriores se desprende que la cuestión de los determinantes del crecimiento económico permanece, en gran medida, sin resolver. En particular, resulta de interés comprender el rol del sistema financiero en el crecimiento, y

13. En principio podría esperarse que los ratios para Argentina se encontrasen deprimidos luego de la crisis de 1999 – 2002. No obstante, en 2005 Argentina completó su tercer año de crecimiento a elevadas tasas. Por otra parte, al realizarse estos ejercicios para años anteriores a la crisis se encontró que las diferencias con respecto a Brasil y Chile seguían siendo notables.

14. Aunque no son conceptualmente idénticos, los conceptos “desarrollo económico” y “crecimiento económico” se utilizan aquí de modo indistinto.

la causalidad de la relación. La literatura existente no es concluyente sobre este tema, aunque coincide en señalar que un sistema financiero sólido es altamente deseable para la economía. En el caso argentino, el nivel de desarrollo de su sistema financiero es inferior al observado en países como Brasil y Chile, lo cual sugiere la necesidad de implementar medidas de política económica que permitan profundizar el rol de los intermediarios financieros en la economía del país.

Referencias

- Aghion, P., M. Angeletos, A. Banerjee y K. Manova (2004), “Volatility and growth: the role of financial development”, Harvard University, mimeo.
- Blomström, M., R. Lipsey y M. Zejan (1996), “Is fixed investment the key to economic growth?”, *Quarterly Journal of Economics* 111 (February).
- Caballero, R. (1997), “Aggregate investment”, National Bureau of Economic Research, Working Paper 6264.
- Demirguc-Kunt, A. y R. Levine (2004), “Financial structure and economic growth”, The MIT Press.
- Domar (1946), “Capital expansion, rate of growth and employment”, *Econometrica* 14, 2, 137 – 147.
- Feldstein, M. y Ch. Horioka (1980), “Domestic savings and international capital flows”, National Bureau of Economic Research, Working Paper 0310.
- Freixas, X. y J. Rochet (1999), “Microeconomics of banking”, The MIT Press.
- Harrod, R. (1939), “Essay on dynamic theory”.
- Helpman, E. (2004), “The mystery of economic growth”, Harvard University Press.
- Jones, H. (1988), “Introducción a las teorías modernas del crecimiento económico”, Antoni Bosch, editor.
- Jorgenson, D. y E. Yip (2001), “Whatever happened to productivity growth?”, en Ch. Hulten, E. Dean y M. Harper eds., *New Developments in Productivity Analysis*, University of Chicago Press.
- Krugman, P. (1994), “The myth of Asia’s miracle”, *Foreign Affairs* 73: 62 – 78.
- Gerchunoff, P. y L. Llach (2003), “El ciclo de la ilusión y el desencanto”, Ariel Sociedad Económica.
- Levine, R. (2005), “Finance and growth: theory and evidence”, *Handbook of economic growth*.
- Meier, G. y J. Rauch (2000), “Leading issues in economic development”, Seventh edition, Oxford University Press.
- Ramsey, F. (1928), “A mathematical theory of saving”, *Economic Journal* 38: 543 – 559.

Ricardo, D. (1817, 1959), “Principios de economía y tributación”, Fondo de cultura económica.

Roll, E. (2003), “Historia de las doctrinas económicas”, Fondo de Cultura Económica.

Sala-i-Martin, X. (1994), “Apuntes de crecimiento económico”, Antoni Bosch, editor.

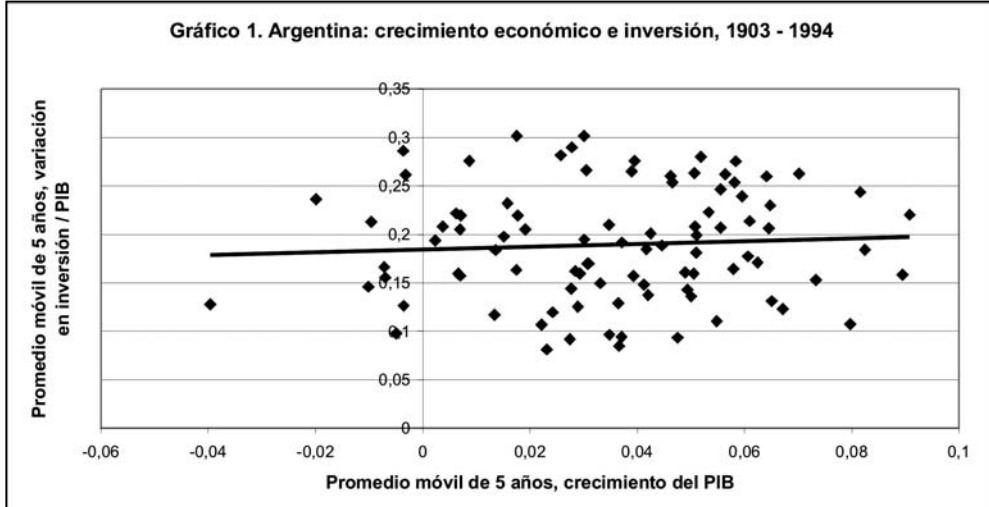
Smith, A. (1776, 1958), “Investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones”, Fondo de cultura económica.

Solow, R. (1956), “A contribution to the theory of economic growth”, *Quarterly Journal of Economics* 70: 65 – 94.

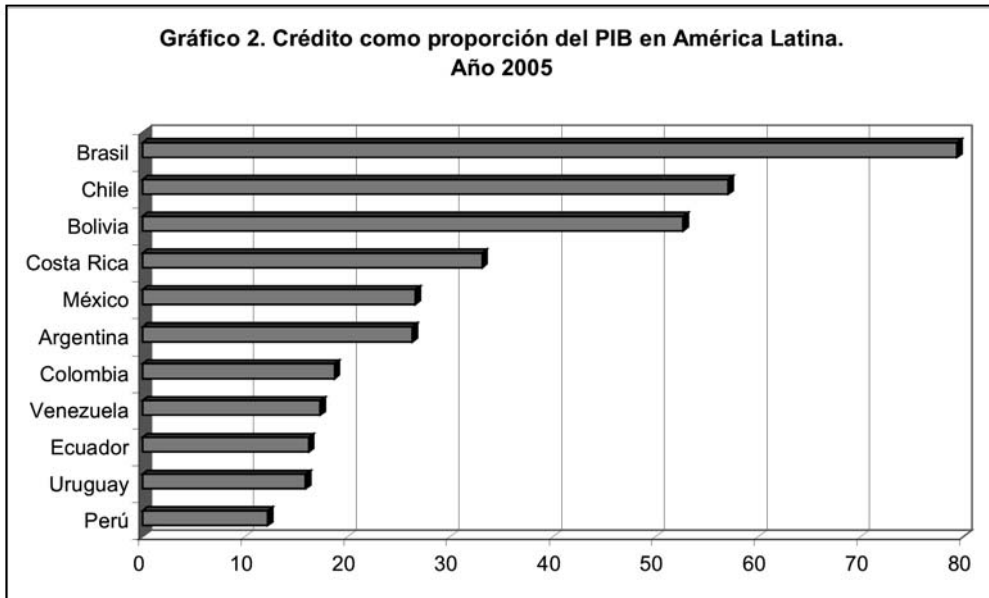
Solow, R. (1957), “Technical change and the aggregate production function”, *Review of Economics and Statistics* 39: 312 – 320.

Young, A. (1995), “The tyranny of numbers: confronting the statistical realities of the East Asian growth experience”, *Quarterly Journal of Economics* 110: 641 – 680.

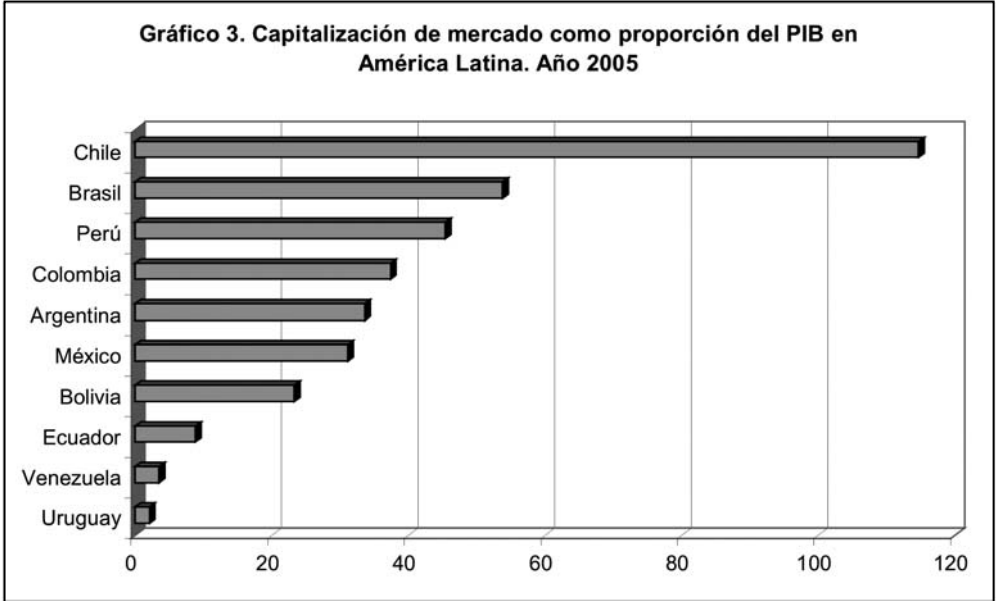
Apéndice: Gráficos



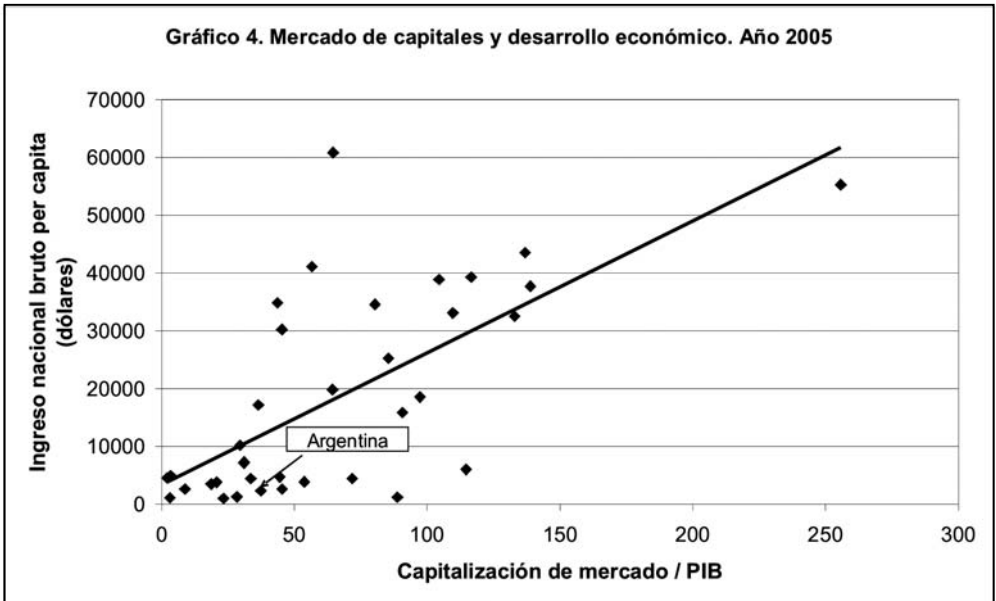
Fuente: Cálculos del autor con base en Llach y Gerchunoff (2003)



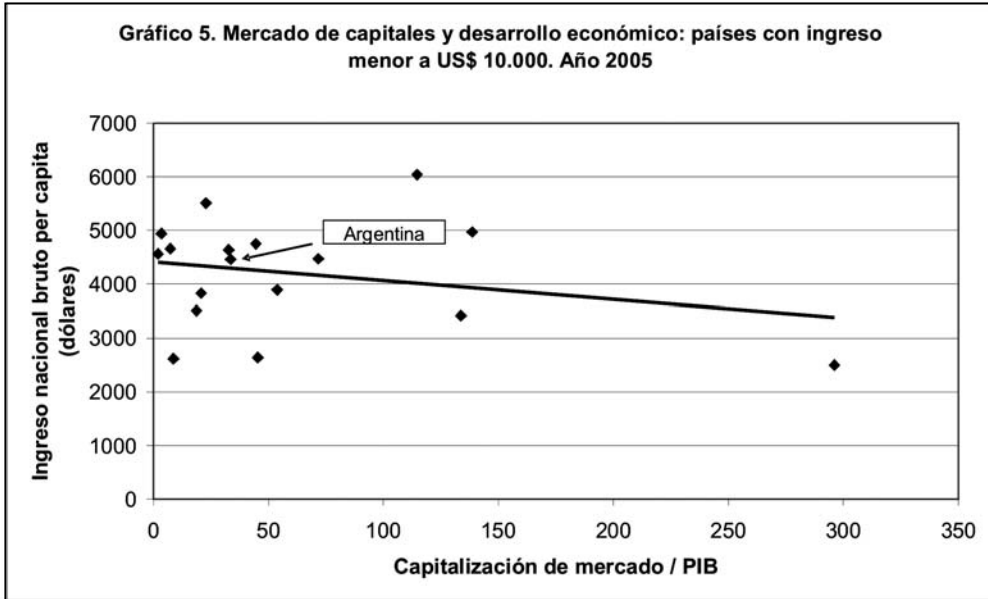
Fuente: CEPAL. Crédito neto al sector privado y público otorgado por los bancos comerciales y otras instituciones financieras y bancarias.



Fuente: Banco mundial.



Fuente: Banco mundial.



Fuente: Banco mundial.