

Lumpenfinanzas, lumpendesarrollo: debates sobre la estructura y el rol de la banca en el desarrollo

*Alan B. Cibils y Cecilia J. Allami**

Resumen

Luego del fin del sistema de Bretton Woods se produjo un marcado cambio ideológico y teórico en los círculos académicos y de política económica. Se abandonaron las políticas keynesianas y de industrialización por sustitución de importaciones y se implementaron políticas orientadas a reducir la intervención del Estado en los mercados. Como consecuencia de la fuerte expansión geográfica de estas políticas, a partir de 1980 se produjeron una serie de crisis financieras de gran magnitud que generaron un creciente desgaste y fuertes cuestionamientos a las teorías y políticas centradas en los mercados. Desde el nacimiento de la economía política se ha producido un extenso debate sobre el papel de los sistemas bancario y financiero en el desarrollo, y desde mediados del siglo XX este debate ha considerado su rol tanto en las economías centrales como en las periféricas.

Este trabajo tiene dos objetivos. En primer lugar, dar cuenta de los debates que se han dado en las últimas décadas sobre la estructura y la función del sistema financiero en los procesos de desarrollo. En segundo lugar, realizar un análisis del comportamiento del sistema bancario argentino desde la salida de la convertibilidad en 2002 hasta diciembre de 2019.

Como conclusión, en este trabajo se afirma que el sistema bancario argentino actual busca objetivos que no son compatibles con el desarrollo económico sustentable, y se plantean algunas líneas necesarias de reforma. En las condiciones actuales, la reestructuración de la banca, otorgando un papel central a las instituciones bancarias públicas, es prerequisite para lograr un proceso de desarrollo sustentable y equitativo.

* Investigadorxs docentes del área de Economía Política, Instituto de Industria, Universidad Nacional de General Sarmiento.

Introducción

A principios de la década de 1970, cuando el cambio en la política cambiaria de los Estados Unidos decretó el fin del sistema de Bretton Woods, se produjo un marcado cambio ideológico y teórico en los círculos académicos y de política económica. La crisis de las políticas keynesianas que habían prevalecido desde el fin de la Segunda Guerra Mundial, la llegada al poder de gobiernos conservadores en los Estados Unidos y Gran Bretaña y la creciente difusión y aceptación del monetarismo dieron como resultado un cambio radical en las políticas macroeconómicas y financieras nacionales e internacionales. Como consecuencia, se dismanteló el sistema de protecciones, restricciones y de intervención estatal en los mercados de bienes y, sobre todo, financieros locales e internacionales. Con base en los preceptos de la teoría neoclásica y en la llamada hipótesis de MacKinnon y Shaw¹ se buscó liberar a los mercados de la “represión financiera”, a partir de la desregulación de la actividad financiera local e internacional. Los organismos financieros internacionales, creados para promover el buen funcionamiento del sistema de Bretton Woods, fueron reconvertidos en organismos promotores de la nueva ideología libremercadista.

Estos cambios provocaron profundas transformaciones en las economías de los países centrales y periféricos, lo que resultó en lo que Epstein caracterizó como una fuerte expansión geográfica de las políticas económicas neoliberales, con un mayor grado de intercambio comercial y financiero entre economías nacionales (globalización) y el incremento de la financiarización de las economías nacionales (2005).

Como consecuencia de estas transformaciones, la temática del desarrollo económico y su financiamiento pasó a un segundo plano y fue reemplazada por un discurso y una práctica orientados a restringir la intervención del Estado en los mercados, lo cual, supuestamente, llevaría a mejorar la disponibilidad de bienes y servicios –incluso financieros– y el funcionamiento de la economía. Ya no hacía falta estudiar, por lo tanto, el problema del subdesarrollo, como tampoco hacía falta planificar y diseñar las políticas para lograr la transición del subdesarrollo al desarrollo, ya que los mercados por sí solos se encargarían de esta transición.

Sin embargo, la sucesión de crisis financieras que se produjeron a partir de la década de 1980, especialmente la originada en los países centrales a partir de 2008, han llevado en los países periféricos a un creciente desgaste y cuestionamiento de las teorías y las políticas centradas en los mercados. En los últimos años se ha producido un renovado interés en las teorías del desarrollo económico, especialmente en las importantes y originales contribuciones del pensamiento crítico latinoamericano, del cual se han ido repensando sus principales conceptos y herramientas teóricas en el contexto actual de globalización productiva y financiera. Asimismo, especialmente a raíz de la última crisis, se está llevando a cabo un extenso debate sobre el papel de los sistemas bancario y financiero, tanto en las economías centrales como en las periféricas. También aquí se ha rescatado a los clásicos,

¹ Ver Cibils y Allami (2010) para una descripción de esta hipótesis.

a partir del debate sobre el papel apropiado de las instituciones, los mercados y el Estado en el financiamiento del desarrollo.

A principios de la década de 1970, el economista André Gunder Frank publicó un libro titulado *Lumpenburgesía, lumpendesarrollo: dependencia, clase y desarrollo en América Latina*. En él, Frank describe cómo la inserción dependiente de América Latina en el sistema mundo dio como resultado una burguesía subordinada a los intereses de los países centrales, una lumpenburgesía, la cual no es más que una “clase compradora” de la que solo resulta un desarrollo periférico trunco o lumpendesarrollo. Nos pareció apropiado realizar un paralelo, aunque salvando las importantes distancias, con el sistema bancario de un país periférico como la Argentina, en un contexto internacional desregulado e integrado, y con el financiamiento o la falta de financiamiento del desarrollo. Así, el objetivo de este trabajo es analizar de manera sintética los principales debates en torno al papel de las instituciones y estructuras financieras en el proceso de desarrollo, para luego examinar la evolución reciente del sistema financiero argentino a la luz de esos debates.

La estructura del trabajo es la siguiente: a continuación se presentan los principales debates en torno a la función del sistema financiero en el proceso de desarrollo. Luego presentamos una serie de estadísticas oficiales del sistema bancario argentino con el objeto de caracterizar su desempeño desde la crisis de 2001-2002, a la luz de los debates desarrollados en el apartado anterior. El trabajo finaliza con un resumen de los principales resultados y con algunas recomendaciones de política.

Sistema financiero y desarrollo: breve historia de los principales debates

El problema del financiamiento de la inversión y el rol de los sistemas financiero y bancario en el proceso de desarrollo económico han recibido un tratamiento históricamente ambiguo por parte de las ciencias económicas. La reconocida economista británica Joan Robinson escribió que, “en general, parece ser el caso de que, allí donde las empresas lleven la iniciativa, las finanzas las seguirán” (1979: 20),² dando a entender que las finanzas se adaptarían pasivamente a las necesidades de financiamiento de la economía real. En el marco de una economía avanzada, con sistemas financiero y bancario extensos y desarrollados, esto podría darse, pero en el caso de economías periféricas con sistemas bancarios y financieros limitados, la observación de Robinson no necesariamente se cumplirá.

Los pensadores fundantes de la teoría del desarrollo económico, como Kalecki, Myrdal, y Nurkse, entre otros, dedicaron considerable atención al tema del financiamiento del desarrollo en países periféricos.³ Sin embargo, la preocupación principal de estos autores era el financiamiento externo y el impacto que este tendría sobre la balanza de pagos.

² Traducción del autor.

³ Ver Kalecki (1980), FitzGerald (1990, 1993), FitzGerald y Vos (1989) y Sawyer (2001) para presentaciones de las ideas de Kalecki sobre el financiamiento para el desarrollo. Kregel (2007) realiza un análisis pormenorizado de las contribuciones de Nurkse sobre la misma problemática.

D

En general, estos autores no trataron el tema de la estructura de los sistemas financiero y bancario ni su rol en el proceso de desarrollo económico. Quizás haya sido Schumpeter el economista que en esta temática tuvo la expresión más clara. Según este autor, el proceso de desarrollo económico solo es posible si los emprendedores reciben créditos para sus innovaciones. Sin embargo, en un país en vías de desarrollo, esos créditos no surgirán de las ganancias de ejercicios pasados de las empresas o del ahorro de los hogares, sino que deberán ser creados *ex nihilo* (de la nada), ya que no estarán respaldados por productos existentes (1944: 114).

Con pocas excepciones,⁴ la teoría crítica latinoamericana sobre el desarrollo tampoco le dedicó demasiada atención a las cuestiones teóricas vinculadas a la estructura del sistema financiero. Es irónico que recién a partir de las publicaciones de McKinnon y Shaw en 1973 —en las cuales se formulaban fuertes críticas a las políticas de intervención y regulación estatales en los mercados financieros nacionales e internacionales— los economistas heterodoxos comenzaron a estudiar más sistemáticamente la problemática de la estructura de los sistemas financiero y bancario y el papel del crédito en el proceso de desarrollo económico en los países periféricos. Tomando las ideas de Schumpeter, Keynes y Gerschenkron, y basándose en las experiencias de países como Corea del Sur, China y la India, diversos economistas heterodoxos han producido una extensa y rica bibliografía sobre el tema.

De particular interés son los trabajos de las economistas Victoria Chick y Sheila Dow, en los que estudian las etapas del desarrollo de los sistemas bancarios (Chick, 1986, 1993; Chick y Dow, 1988). Las autoras dividen el desarrollo del sistema bancario en seis etapas: comienzan con sistemas más primitivos y poco desarrollados hasta llegar a sistemas altamente desarrollados e integrados. Utilizando las teorías de la dependencia y poskeynesiana, estudian los efectos de las interacciones entre sistemas bancarios periféricos y centrales.⁵ Como los sistemas bancarios periféricos son generalmente menos desarrollados que los de los países centrales, las autoras concluyen que las interacciones entre ambos tienden a reforzar los lazos de dependencia de la periferia con el centro. Adicionalmente, encuentran que los efectos de la integración financiera entre el centro y la periferia son generalmente negativos para el financiamiento del desarrollo en esta última, y que, en general, sería preferible una menor integración financiera.⁶

⁴ Ver el capítulo titulado “El desarrollo reciente del sistema financiero de América Latina” en Serra (1974). En ese trabajo se afirma que la experiencia en América Latina nos muestra que, excepto cuando se han creado expresamente instituciones financieras “desarrollistas” bajo el control del sector público, difícilmente un país pueda resolver los problemas de transferencia intersectorial (o espacial) de recursos hacia los sectores más atrasados, o hacia nuevos sectores o regiones, mediante el desarrollo espontáneo de sus intermediarios financieros. El movimiento de los recursos desde el sistema financiero hacia los usuarios de crédito se rige por consideraciones de rentabilidad, liquidez y riesgo de las aplicaciones, y no por sus fines sociales o “desarrollistas”. De esta forma, resultan favorecidos los sectores de más alta productividad monetaria, los cuales ofrecen, por lo tanto, colocaciones más “seguras”.

⁵ Inicialmente, las autoras identificaron cinco etapas, que posteriormente ampliaron con una sexta. Howells (2000) y Fahri y Prates (2012) postulan una séptima etapa a partir del fin del siglo pasado.

⁶ Un aspecto interesante de los análisis de Chick y Dow es que permiten evaluar la relevancia de las distintas teorías según la etapa del desarrollo del sistema financiero que toman como supuesto. En este sentido, la hipótesis de M-S toma como supuesto un sistema bancario que se encuentra en la primera etapa del desarrollo:

Sobre la base de la caracterización de Chick y Dow, Studart (1993, 2005) analiza el problema del financiamiento de la inversión productiva utilizando un marco teórico poskeynesiano, pero extendiéndolo al análisis de economías periféricas con especial énfasis en el problema de cómo se fondean los bancos. Según la teoría poskeynesiana, en los países centrales el ahorro de los hogares juega un papel secundario, aunque no necesariamente trivial, en el fondeo de los bancos. Más bien, el fondeo depende de la existencia de mercados financieros primarios y secundarios y de que estos, además, funcionen bien. Los mercados primarios son importantes porque allí los bancos pueden obtener capital. La importancia de los mercados secundarios radica en que: 1) permiten la comercialización de bonos y acciones, lo que provee de liquidez a los tenedores de activos de largo plazo; 2) fijan precios para nuevas emisiones, lo que da mayor seguridad a las instituciones que compran y venden; y 3) permiten a los inversionistas evaluar la rentabilidad potencial de nuevos activos, lo que mejora el flujo de información. La existencia de mercados financieros permite fondearse a largo plazo y así evitar problemas de descalce y fragilidad financiera.

En los países periféricos, los mercados de capitales, en general, no existen o son muy pequeños, y el crédito tiene poca extensión o profundidad (baja tasa de crédito / PIB). Como consecuencia, el sistema bancario periférico es profundamente vulnerable a las condiciones de los mercados financieros y a la política monetaria. Las variaciones de la tasa de interés tienen fuertes impactos en los balances empresarios y, consecuentemente, bancarios. Como resultado, la oferta de crédito dependerá significativamente de la preferencia por la liquidez de los bancos. En situaciones de incertidumbre, esta preferencia puede ser alta, por lo cual los bancos pueden orientarse a créditos de corto plazo, principalmente para el consumo. En este tipo de situaciones, la fragilidad financiera minskyana es aún mayor, dado que se financian compromisos de largo plazo con activos de corto plazo, lo que produce descalces importantes. Por esta razón, en muchos países en vías de desarrollo se han implementado mecanismos compensatorios como incentivo para construir una banca pública fuerte y bancos de desarrollo estatales.

Los problemas de los sistemas bancario y financiero de los países periféricos han generado importantes debates sobre cuál es la estructura financiera más adecuada para acompañar un proceso de desarrollo. En general, estos debates han girado en torno a dos ejes. En el primero de ellos se debate sobre la estructura del sistema financiero, comparando sistemas basados en bancos con sistemas basados en mercados. El segundo eje del debate, que ha adquirido una nueva prominencia a partir de la crisis en los mercados financieros internacionales iniciada en 2008, compara las virtudes y los defectos de sistemas financieros públicos versus sistemas privados. A continuación presentamos los rasgos salientes de ambos debates.

el ahorro es prerrequisito para la inversión, no existe autoridad monetaria ni préstamo interbancario, y la tasa de interés se fija de acuerdo con la oferta de ahorro y demanda de crédito. Un sistema de estas características solo podría existir en áreas muy poco desarrolladas y en los libros de texto. Claramente, la hipótesis de M-S, tal como está planteada, carece de relevancia en el mundo actual y no debería utilizarse como base teórica para el desarrollo de políticas económicas en sistemas financieros que están en etapas posteriores a la primera.

Sistema financiero: bancos versus mercados

El debate en torno a sistemas financieros basados en bancos versus aquellos basados en mercados parte de una mirada histórica que examina el desarrollo de distintos países centrales y la estructura de sus sistemas financieros a lo largo de ese trayecto (ver, por ejemplo, Pollin, 1995; Zysman, 1983; Kregel, 1998; Lapavitsas, 2004). En su clásico ensayo, Gerschenkron (1962) contrasta los desarrollos financieros de Gran Bretaña y Alemania. En el primero, el proceso de industrialización fue lento y gradual, y los negocios se financiaron principalmente a través de la reinversión de utilidades, porque no existía la posibilidad de fuentes externas de recursos financieros de largo plazo. Como resultado, en Gran Bretaña las firmas no financieras no desarrollaron lazos fuertes con las instituciones financieras. Así, cuando años después las grandes instituciones financieras comenzaron a desarrollarse, se constituyeron como entidades independientes y sin ninguna relación particular con las firmas, lo que permitió la fundación de un mercado de capitales independiente y altamente desarrollado.

Gerschenkron contrasta esta trayectoria con la de Alemania, país en el cual la industrialización comenzó tardíamente y, como resultado, las firmas se encontraron con el problema de la rápida apropiación de las tecnologías y los sistemas de producción. Las empresas no pudieron financiar sus propios proyectos y, en consecuencia, se desarrollaron grandes bancos universales para proveer financiamiento de largo plazo y dirección gerencial. Asimismo, estos bancos tenían la capacidad para coordinar los planes de inversión para los grupos de firmas a los que estaban asociados.⁷ Con este sendero de desarrollo, las oportunidades para la formación de un mercado de capitales independiente fueron mucho más limitadas que en Gran Bretaña.

Si bien Gerschenkron no juzga los méritos relativos de cada sistema, ha surgido una extensa bibliografía sobre las ventajas relativas de lo que el autor denominó sistemas financieros basados en bancos (*bank-based systems*) versus sistemas financieros basados en el mercado (*market-based systems*). En términos generales, los sistemas basados en el mercado se caracterizan por un alto desarrollo de su mercado de capitales, con una amplia dispersión de la propiedad de los activos y los instrumentos de deuda, y un bajo nivel de participación de los grandes bancos en la asignación de fondos o en la propiedad de los activos financieros (los sistemas financieros de los Estados Unidos y Gran Bretaña son ejemplos de este tipo de sistema). Los sistemas financieros basados en bancos, por el contrario, están caracterizados por un pequeño número de grandes bancos universales que se involucran activamente en el financiamiento de largo plazo de las firmas no financieras. Los bancos son la fuente primaria de financiamiento de largo plazo y retienen la propiedad de los instrumentos de deuda. Por esta razón, tiende a haber un fuerte vínculo entre bancos y empresas, ya que a los primeros les conviene que a los segundos les vaya bien para poder recuperar los préstamos y los intereses. En estas economías existe un mercado financiero secundario pequeño. Algunos ejemplos son Corea del Sur, Alemania, Japón y Francia (Pollin, 1995).

⁷ Para una descripción detallada de la evolución de la banca alemana, ver Kregel (1996, capítulo 5).

El economista Hyman Minsky, estudioso de los sistemas financieros de países desarrollados y autor de la hipótesis de inestabilidad financiera (1992), añade una diferencia crucial entre sistemas basados en bancos y sistemas basados en mercados (ver reseña en Wray, 2010). En los sistemas basados en bancos, estos intermedian entre empresas y mercados de activos, pero mantienen en sus carteras de activos bonos y acciones de sus clientes. Dado que el éxito del banco depende en gran medida del éxito de sus clientes, el banco deberá realizar un estudio cuidadoso de los proyectos que se financian. En este caso, es clave la garantía (*underwriting*) del banco. En los sistemas basados en mercados, los bancos venden los activos financieros de las empresas para las que intermedian. En este caso, el éxito del banco no depende del éxito de sus clientes, sino de la habilidad que tenga el banco de colocar los activos en los mercados financieros. Así, pierde importancia el rol del banco como garante (*underwriter*); lo relevante sería la evaluación de los proyectos a financiar y, potencialmente, la estabilidad del sistema económico (Wray 2010).

En general, esta bibliografía coincide en que los sistemas financieros basados en bancos fueron más eficaces en la promoción del crecimiento de largo plazo y de la estabilidad financiera que los sistemas basados en mercados (Pollin, 1995). ¿Cuáles son las ventajas? En primer lugar, los sistemas basados en bancos responden favorablemente a una política monetaria expansiva o a una estrategia industrial (dos instrumentos claves de política económica). En segundo lugar, la integración entre las firmas financieras y no financieras es mayor, lo que genera un “objetivo común” que está ausente en los sistemas basados en el mercado. Por último, los sistemas basados en bancos pueden resolver los problemas de información asimétrica, de incertidumbre y de fallas de coordinación de manera más satisfactoria que los basados en el mercado.

En el contexto de los países periféricos, en los que, como se ha señalado, existen problemas de información y coordinación significativos y no se cuenta con mercados de capitales profundos, se hace más crítica la necesidad de un sistema basado en bancos y que su funcionamiento apoye estrategias de desarrollo (como señaló Studart, 1993, 2005). En este contexto, hay una dimensión adicional a considerar: si el sistema bancario debe ser predominantemente público o privado.

Sistema financiero: privado versus público

El proceso de globalización, desregulación e integración financiera que se desencadenó a partir del fin del sistema de Bretton Woods dio como resultado una creciente internacionalización de los sistemas financieros nacionales. Este proceso ha producido, además de una profunda extranjerización y concentración de los sistemas financieros, la homogeneización de los comportamientos de sistemas bancarios nacionales e internacionales, lo que tornó, como resultado, menos relevante la distinción entre sistemas basados en bancos o en mercados.⁸

⁸ Ver Cibils y Allami (2010) y Tonveronachi (2006) para un análisis de estos fenómenos en el caso del sistema financiero argentino. Dos Santos (2009) analiza el comportamiento de la banca internacional, el cual se ve reflejado en el sistema argentino, según Cibils y Allami (2013).

Con la crisis financiera que se produjo en 2008 a raíz de la burbuja en el mercado de las hipotecas *subprime* estadounidense, que tuvo como consecuencia quiebras masivas y salvatajes astronómicos, ha vuelto a tomar vigor el debate sobre la función y la estructura de los sistemas financieros y sobre el papel que debe jugar el Estado en su regulación. La estatización de la banca es un reclamo histórico de académicos y militantes de izquierda, por lo que no sorprende que con la crisis financiera y bancaria reciente hayan vuelto a escucharse propuestas de nacionalización (ver, por ejemplo, Chandrasekhar, 2010; Lapavitsas, 2010; Moseley, 2009). Lo sorprendente es que economistas cercanos a la ortodoxia, como Paul Krugman y Joseph Stiglitz, también hayan argumentado a favor de la estatización del sistema bancario estadounidense (ver Krugman, 2009a y b y Stiglitz, 2009), aunque la propuesta de estos economistas era de una nacionalización temporaria, mientras se saneaban las instituciones financieras para luego reprivatizarlas.

Desde la heterodoxia han resurgido con renovado vigor los cuestionamientos a las estructuras financieras que resultaron de tres décadas de liberalización financiera y desregulación. La financiarización resultante y la ineficiencia producida por las repetidas crisis financieras, con sus profundos impactos en la economía real, han dado un nuevo ímpetu a la propuesta de un sistema bancario público al servicio de la inversión, la generación de empleo y el desarrollo económico (ver Chandrasekhar, 2010; Lapavitsas, 2009; Dos Santos, 2009).

Culpeper, por ejemplo, señala que el poco desarrollo de los sistemas financieros en países periféricos resalta la importancia del papel del Estado como garante de la oferta y el acceso al crédito (2012). Según el autor, las finanzas tienen características de “bien público”, y las economías de mercado exhiben una tendencia a generar oferta deficitaria de esos bienes. En este contexto, el crédito debería considerarse un servicio público, con fuerte presencia estatal tanto para regular la actividad como para garantizar su buen funcionamiento.⁹ Un concepto similar desarrolla Russell en su descripción de los objetivos de las reformas en regulación bancaria de los Estados Unidos durante el New Deal (las finanzas, al servicio del resto de la economía) (2008).

El trabajo del economista Hyman Minsky mantiene su vigencia a la hora de encarar el debate sobre la estructura del sistema bancario. Como base para su crítica del sistema financiero en países capitalistas avanzados, Minsky parte de la siguiente caracterización: 1) la economía capitalista es esencialmente un sistema financiero; 2) la teoría económica neoclásica no sirve para analizar la economía capitalista porque niega el papel central de los factores monetarios y financieros; 3) la estructura financiera de las economías capitalistas desarrolladas se ha vuelto cada vez más frágil e inestable; 4) la fragilidad y la inestabilidad hacen que sea posible el estancamiento o una depresión profunda; 5) una economía capitalista estancada no promoverá la inversión ni el desarrollo; y 6) se puede evitar el

⁹ El proyecto de ley de servicios financieros para el desarrollo económico y social del diputado Carlos Heller, que nunca llegó a promulgarse, argumentaba en este sentido. El texto del proyecto puede consultarse en <http://www.carlosheller.com.ar/2012/07/31/texto-completo-proyecto-ley-de-servicios-financieros-para-el-desarrollo-economico-y-social/>.

estancamiento con una reforma de la estructura financiera y con un manejo adecuado de la política fiscal.¹⁰

En este contexto, ¿qué funciones deberían cumplir los bancos? Minsky identifica cinco funciones básicas. Primero, deben proporcionar un sistema de pagos seguro y estable. Segundo, los bancos deben proveer préstamos de corto plazo a los hogares, a las empresas, al Estado y a los gobiernos locales. Tercero, los bancos deberían proveer financiamiento estable y seguro para vivienda. Cuarto, deberían proveer una gama de servicios financieros que incluya seguros, ahorros previsionales y opciones de ahorro para hogares y empresas. Por último, deberían proveer financiamiento para inversión productiva de largo plazo.

Desde este punto de vista, Minsky criticó duramente la gradual derogación del marco regulatorio del sistema financiero estadounidense conocido como ley de Glass-Steagall, que mantenía estrictos límites y controles sobre las operaciones del sector financiero, tanto en lo geográfico como en lo sectorial. El abandono de ese marco regulatorio generó la concentración del sistema financiero geográfica y sectorialmente, lo que lo alejó de sus clientes y empeoró su capacidad para garantizar préstamos (*underwriting*). De este modo se perdió la sinergia que se generaba entre banco y empresa, así como también el rol schumpeteriano de los bancos como clave del proceso de desarrollo económico (Schumpeter, 1911: 84). Como solución, Minsky propone volver a un marco regulatorio con fuerte segregación, según región geográfica (provincial) y actividad (banca comercial, banca de inversión, aseguradoras, hipotecarias, etcétera), y la creación de una red de bancos de desarrollo comunales o regionales (ver Minsky, 1993; Minsky, Wray y Papadimitriou, 1992).

Sin embargo, otros economistas heterodoxos cuestionan la viabilidad de volver a un sistema bancario privado fuertemente regulado, como el sistema estadounidense de la posguerra.¹¹ Chandrasekhar señala que la regulación de Glass-Steagall tuvo dos consecuencias importantes. Primero, si bien el sistema regulatorio era principalmente para el sector bancario, implícitamente regulaba también el sector financiero no bancario. Esto se daba porque el tamaño, el grado de diversificación y el nivel de actividad del sector financiero no bancario dependían del grado en que las instituciones de ese sector podían apalancar su actividad con créditos obtenidos directa o indirectamente del sector bancario. Segundo, el marco regulatorio daba como resultado una tasa de ganancia relativamente baja para la banca comercial debido a la regulación de las tasas de interés (2010).

Con el tiempo, los bancos privados comenzaron a ejercer fuertes presiones (incluyendo juicios al Estado) para derogar las regulaciones que no les permitían actuar en los mercados financieros de más alta rentabilidad. Finalmente lograron sus objetivos, lo que llevó a un período de desregulación y consecuente concentración y centralización del negocio financiero, no solo en los Estados Unidos, sino también a nivel global. La desregulación llevó a un período de creciente fragilidad financiera que acentuó los fenómenos que Minsky había

¹⁰ Ver Wray (2010) para una discusión detallada.

¹¹ Kregel niega que sea posible volver a dicho sistema porque el marco regulatorio de Glass Steagall cayó por fallos irrevocables de la Corte Suprema de Justicia estadounidense. Volver a implementar un marco de esa naturaleza lo expondría al mismo tipo de problemas que ocasionó su caída (2010).

estudiado décadas antes. La megacrisis financiera causada por el estallido de la burbuja del mercado de las hipotecas *subprime* en los países centrales no hizo más que resaltar lo pernicioso que fue la desregulación financiera.

Según Chandrasekhar, el aspecto fundamental de la regulación de Glass Steagall es que se basa en la premisa de que la función de los bancos en una economía capitalista es tan importante y socialmente necesaria que estos debían ser fuertemente regulados, a tal punto que debía priorizarse esa función por sobre las ganancias del sector. O sea, aunque los bancos fuesen de propiedad privada, debían priorizar en todo momento su función social por sobre la renta, aun cuando esto significase tener rentabilidades menores que otros sectores de la economía.

Por lo tanto, para Chandrasekhar, un sistema regulatorio que intente imponer topes a la rentabilidad del sistema financiero generará contradicciones que no podrán sostenerse en el tiempo y, eventualmente, eso llevará a fuertes presiones desregulatorias. Adicionalmente, si se considera que los bancos privados son también empresas que se comportan de manera innovadora, al estilo schumpeteriano, es lógico pensar que estarán constantemente buscando una rentabilidad más elevada e innovando para encontrar formas de sortear las regulaciones (ver los trabajos reseñados en Kregel y Burlamaqui, 2005 y en Burlamaqui y Kregel, 2005).

Esta contradicción fundamental y la profunda financiarización que se ha verificado en los sistemas financieros de países centrales y periféricos (ver, por ejemplo, Dos Santos, 2009; Lapavitsas, 2009; Cibils y Allami, 2013), sumado al papel clave que tiene el sistema bancario en el proceso de desarrollo, hace que Chandrasekhar y muchos otros economistas heterodoxos propongan que el sistema bancario sea enteramente público (Epstein, 2010; Lapavitsas, 2010; Moseley, 2009, entre otros). El mismo Krugman ha postulado la necesidad de volver a los días de la “banca aburrida”, aunque algunos economistas heterodoxos van más allá y plantean la estatización total y permanente del sistema financiero para evitar los males acaecidos durante las últimas décadas de desregulación y liberalización, y lograr así lo que Epstein llama “finanzas sin financistas” (2010).

Banca pública en los hechos: ejemplos de la historia reciente

La historia económica de América Latina tiene múltiples ejemplos exitosos de banca pública al servicio del desarrollo. El más conocido y duradero es el del Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) de Brasil. Creado en 1952 durante la última presidencia de Getulio Vargas, su función original fue proveer al Estado brasileño de un instrumento de financiamiento para el proceso de industrialización.¹² Desde su fundación, el BNDES ha sido una herramienta clave de la política de industrialización brasileña financiando “proyectos fundamentales y estrategias productivas con gran impacto sobre la economía y las regiones” del país (Golombek y Sevilla, 2008: 31).

¹² Golombek y Sevilla (2008). Ver también De Araujo y otros (2011), Golombek y Urturi (2010), entre otros.

Aunque de duración más acotada que el caso brasileño, Argentina, México, Colombia y Chile también tuvieron experiencias exitosas de banca pública al servicio de proyectos nacionales de desarrollo.¹³ Más recientemente, el papel de la banca pública en las experiencias de industrialización de la India y los países del sudeste asiático ha sido objeto de múltiples estudios académicos, lo que da un sustento empírico adicional al papel clave del Estado en el financiamiento del desarrollo. En el caso de Corea del Sur, la nacionalización de la banca y las políticas financieras activas del Estado surcoreano fueron claves en el financiamiento de la inversión que sustentó la industrialización en ese país. En el caso de la India, el Estado inicialmente intentó dejar librado a los mercados la financiación del programa de desarrollo. Sin embargo, ante el fracaso de esa estrategia, terminó siguiendo el ejemplo de Corea del Sur.¹⁴

El caso del sistema financiero chino también es relevante en este debate. La tasa de crédito sobre el PIB en China era del 138% en 2008, más de seis veces mayor a la tasa argentina (Herr, 2008). Las tasas de crecimiento del producto chino también son conocidas: rondan el 9% anual promedio durante las últimas tres décadas. El desarrollo del sector empresarial chino se basa en tres pilares: 1) empresas estatales que promueven el crecimiento a través de altas tasas de inversión y que forman parte de la política industrial del país, que incluye protecciones tarifarias (el sector estatal abarca el 30% del PIB); 2) las pymes, que conforman un sector con condiciones laborales desfavorables y con alto grado de informalidad; y 3) el capital extranjero, ya sea como sucursales o como *joint ventures*.

Los motores del crecimiento chino son las altas tasas de inversión y las exportaciones. Las claves de las altas tasas de inversión son el manejo activo del crédito por parte del Estado y los controles de capitales, que limitan fuerte y activamente tanto las entradas como las salidas de capitales de corto plazo, lo que favorece la inversión extranjera directa. En cuanto al sistema financiero, el 60% de los depósitos está en manos de cuatro grandes bancos comerciales estatales. La casi totalidad del resto de los bancos también son estatales. El volumen de crédito lo determina activamente el Banco Central chino, lo que asegura que la expansión de la inversión en el sector estatal pueda desarrollarse sin sobresaltos.

La clave del éxito chino y de los países del sudeste asiático, antes de la liberalización financiera y de la crisis resultante en 1997, fue la activa y marcada intervención estatal en la asignación del crédito, lo que aseguró altas tasas de inversión en sectores claves de la economía. Sin embargo, tan importante como lo anterior fue la existencia de una estrategia nacional de industrialización y desarrollo, según la cual se fijaban las prioridades para la asignación de recursos estatales, entre ellos el crédito (ver, especialmente, Zysman, 1983).

La experiencia de China y de los países del sudeste asiático resalta la importancia de la banca pública en el proceso de desarrollo, pero también la importancia de un banco central que acompañe ese proceso. En este sentido, el banco central tiene un papel opuesto al que le otorga la ortodoxia, que enfatiza su independencia, y cuya función se limita al control

¹³ Ver los trabajos en Rougier (2011a y b) sobre las experiencias de estos países.

¹⁴ Para una descripción detallada de estos casos, ver las reseñas de Arestis y Basu (2008) y Basu (2006) más la literatura allí citada.

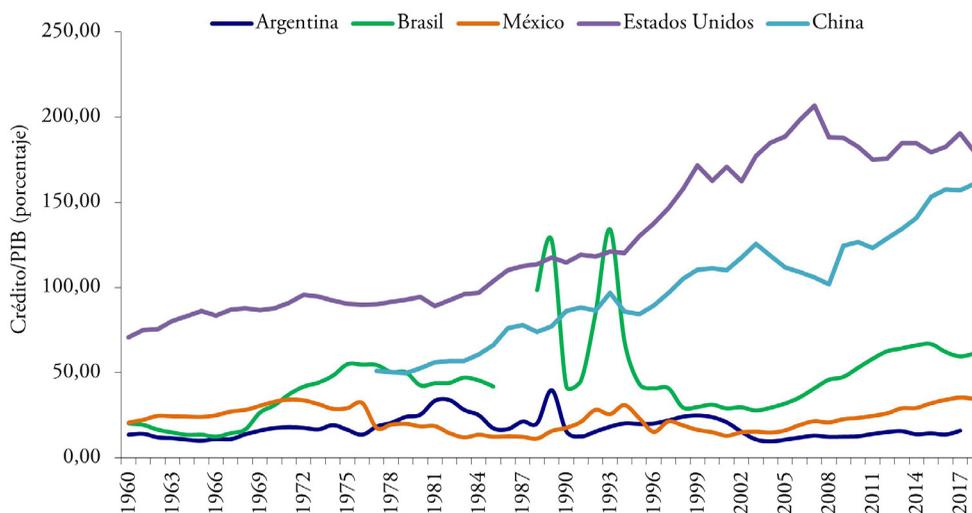
de la inflación y al manejo de la tasa de interés. El banco central es una institución clave en el proceso de desarrollo, como señalan Epstein y diversas corrientes del pensamiento heterodoxo (ver, por ejemplo, Epstein, 2005, 2007; Vernengo, 2014).

El sistema bancario argentino en las últimas décadas

Resulta interesante examinar el comportamiento del sistema bancario argentino a la luz de los debates y las experiencias presentados en el apartado anterior, con el fin de contribuir a la evaluación de hasta qué punto es compatible con un desarrollo económico sostenido y sustentable. Para esto, presentamos una serie de datos oficiales, publicados por el Banco Central de la República Argentina (BCRA), y del Banco Mundial (BM) con el objetivo de comprender mejor el comportamiento del sistema bancario argentino y poder así evaluar su aporte a la economía real.

Como primer paso, resulta relevante comparar la extensión del crédito en la Argentina con la de otros países de América Latina y del mundo, tomando como medida el crédito como porcentaje del producto bruto interno (PBI). En el gráfico 1 se presenta este indicador para la Argentina, México, Brasil, Estados Unidos y China; en él se puede apreciar que la Argentina tiene un desarrollo del crédito considerablemente inferior al de los países de la muestra. En efecto, el promedio del período 2003-2018 para la Argentina es del 13,09%, mientras que para México es del 24,89% y para Brasil es del 50,73%.

Gráfico 1. Crédito sobre PBI (en porcentaje, países seleccionados)



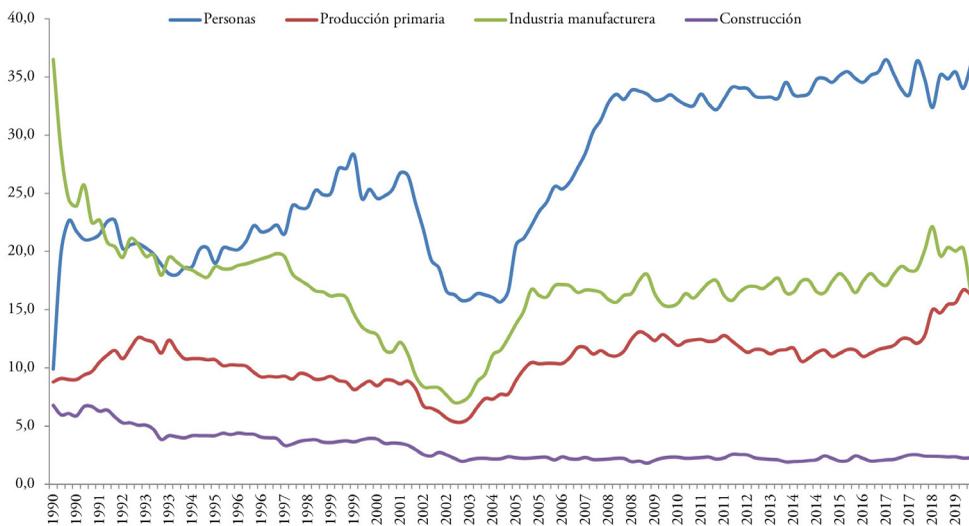
Fuente: Banco Mundial.

La baja tasa de crédito sobre el PBI de la Argentina queda aún más expuesta cuando se la compara con los Estados Unidos y con China. En el período 2003-2019, el promedio de crédito sobre el producto para los Estados Unidos fue del 185,42%, y para China fue

del 130,01%. Contra estos números, el promedio argentino de la posconvertibilidad, un 13,09%, es realmente muy bajo. En efecto, el promedio argentino para el período de la muestra (1960-2018) es del 17,54%, levemente superior al del período de mayor desregulación e integración financiera posterior a 1990, en que el promedio, de 1991 a 2018, fue del 16,08%, ambos superiores al de la posconvertibilidad.

Analizando el caso argentino con más detalle, y teniendo en cuenta la baja tasa de crédito sobre el producto, resulta de interés conocer a qué sectores se destina el poco crédito existente. En el gráfico 2 presentamos el crédito otorgado a los sectores primario, manufacturero y construcción, y a las personas, como porcentaje del total de las financiaciones, para el período 1990-2019. Dejando de lado el período de la crisis de 2001-2003, hay cuatro rasgos del crédito en la Argentina en el último cuarto de siglo que el gráfico deja en evidencia. En primer lugar, el crédito a la construcción, aunque representa un porcentaje bajo de las financiaciones, cae en un 50% en el período graficado. Segundo, el crédito para la producción primaria refleja porcentajes relativamente más elevados en la posconvertibilidad, con un aumento mayor durante los últimos años del gobierno de Macri, aunque todavía manteniéndose en valores modestos (en torno al 16% del total de las financiaciones). Tercero, el crédito para la industria manufacturera experimenta una caída fuerte durante la década de 1990, y llega a su punto más bajo durante la crisis de principios de este siglo. La recuperación poscrisis se estabiliza en valores que son inferiores al promedio de la década anterior, con una marcada caída causada por la recesión y las altas tasas de interés de los dos últimos años del macrismo.

Gráfico 2. Financiaciones por sector (sectores seleccionados, porcentaje del total de financiaciones)

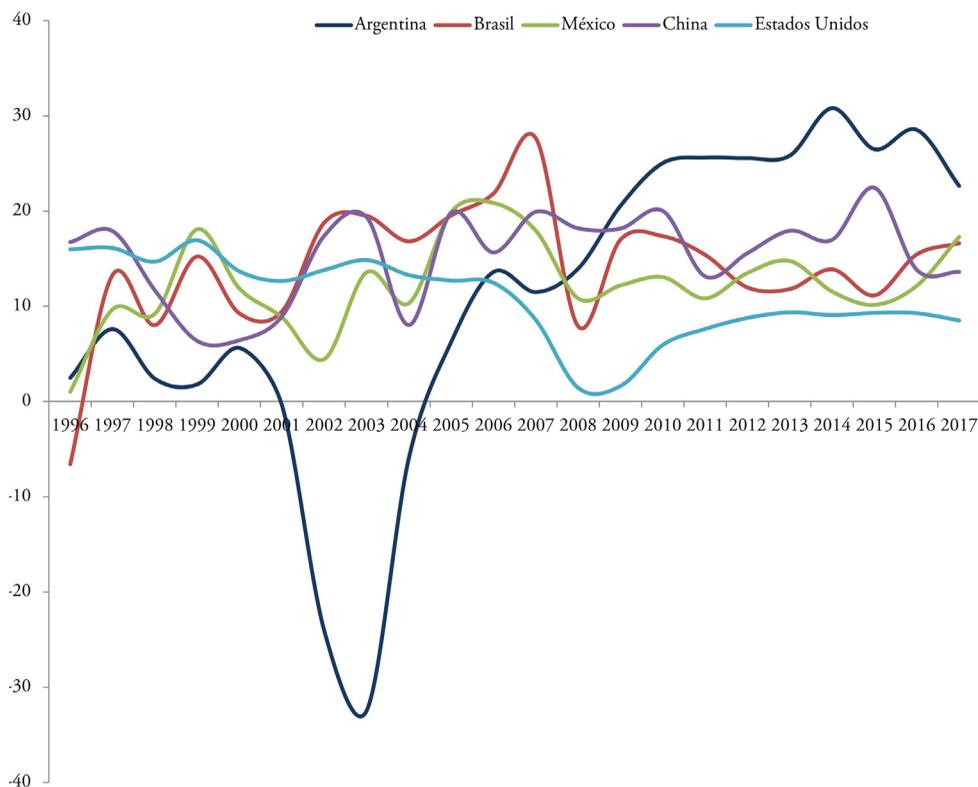


Fuente: BCRA.

D

Por último, sin duda lo más notable es el crecimiento del crédito para las personas, que crece sostenidamente desde mediados de la década de 1990 hasta la crisis de 2001-2002. Posteriormente a la crisis se recupera a una tasa de crecimiento superior a la de la década anterior, y a partir de 2008 se estabiliza en torno al 35% del total de las financiaciones, por lo que supera las financiaciones para la industria manufacturera, la producción primaria y la construcción combinadas. Este comportamiento del crédito es compatible con lo observado por Dos Santos (2009) y Lapavitsas (2009) en sus estudios sobre la evolución del crédito de la gran banca internacional, en la que el crédito de corto plazo para individuos desplaza a los otros segmentos. Esto tiene una implicancia importante. Según Lapavitsas, los resultados por intereses de los bancos ahora provienen del bolsillo de los trabajadores que toman créditos para consumo, y no del bolsillo de los capitalistas como resultado de sus inversiones productivas. O sea, la renta de los bancos ahora proviene predominantemente de la esfera de la circulación, y no ya de la esfera de la producción.

Gráfico 3. ROE total comparado (1996-2018)

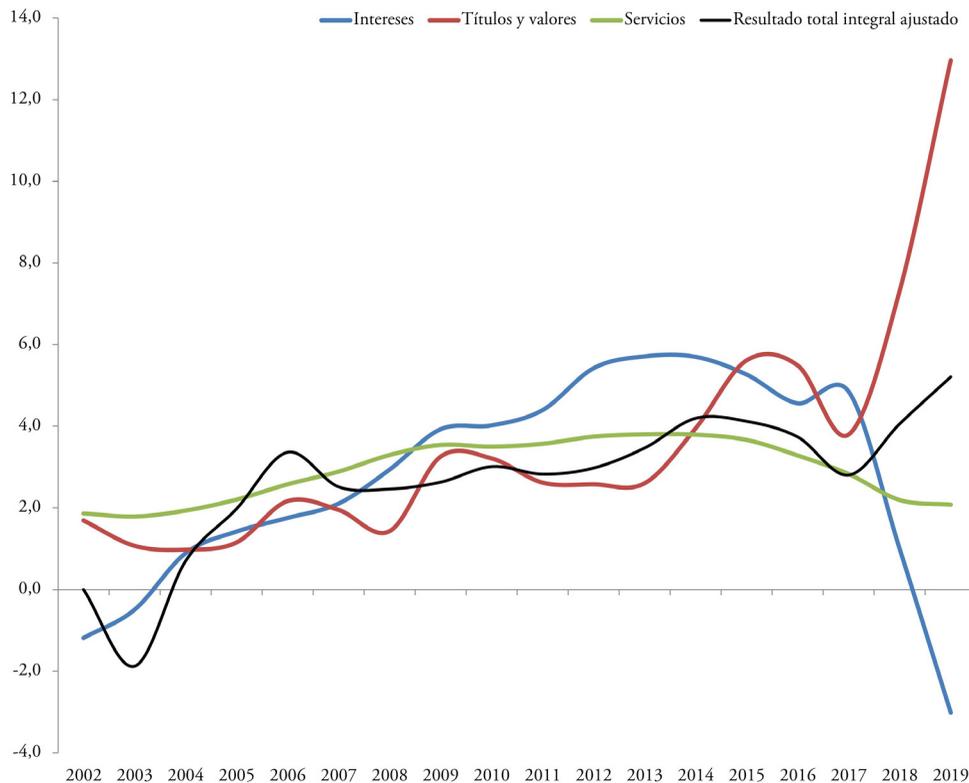


Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos.

A la luz de la baja tasa de crédito sobre el producto y de la composición del crédito del sector bancario argentino, consideramos pertinente examinar en detalle las rentabilidades y la composición de la cartera de activos con el objeto de entender mejor la situación del

sector. En el gráfico 3 presentamos las rentabilidades sobre el patrimonio neto (ROE)¹⁵ de los sistemas bancarios de la Argentina, Brasil, México, China y Estados Unidos para el período 1996-2018. Podemos observar cómo durante la segunda mitad de la década de 1990 la rentabilidad del sistema bancario argentino estaba por debajo de la de los países de la muestra. La crisis claramente tuvo un impacto negativo considerable (2002-2004), lo que dio como resultado pérdidas considerables. A partir de 2005 la rentabilidad se torna positiva, y a partir de 2008 hasta el final del período de la muestra el sistema bancario argentino obtiene rentabilidades considerablemente mayores a las de los demás países de la muestra. ¿Cuál es la fuente de rentabilidad de los bancos? Un comienzo de respuesta puede observarse en el gráfico 4.

Gráfico 4. Resultados por intereses, títulos y valores, y servicios del sistema bancario argentino (porcentaje del activo neteado)



Fuente: BCRA.

El gráfico 4 muestra los resultados por intereses, títulos y valores, servicios y total integral del sistema bancario en su conjunto para el período 2002-2019. En él se puede observar que, a partir de 2003, las tres fuentes de rentabilidad muestran un crecimiento impor-

¹⁵ Tomamos el ROE en lugar de la rentabilidad sobre activos (ROA) por los problemas de valuación de activos en contextos de moderada o alta inflación. De todos modos, se observan los mismos comportamientos comparativos que con la ROA (según datos del Banco Mundial).

tante. El componente de los resultados más afectado por la crisis fue el de los intereses debido a la fuerte contracción del crédito y de la actividad económica que resultó de ella. Sin embargo, a partir de mediados de 2003, los resultados por intereses se recuperan y entre 2009 y 2015 es el segmento que mejores resultados produce. Sin embargo, a partir de la llegada de Macri al poder en 2015, los resultados por intereses comienzan a caer, con una breve recuperación en 2017 (año electoral), que se torna en caída abrupta a partir de la crisis cambiaria y de deuda de 2018. Los resultados por servicios se duplican entre 2002 y 2014, y experimentan luego una leve caída como resultado del desempeño económico general.

Los resultados por títulos y valores, si bien tienen un desempeño más desperejo, tienen una trayectoria claramente ascendente: se triplican entre 2004 y 2015. Sin embargo, a partir de la inestabilidad y la crisis cambiaria de principios de 2018, tienen un crecimiento exponencial que continúa hasta el fin del gobierno de Macri. Este fuerte aumento de los resultados en plena recesión se debe a la política monetaria del BCRA, que elevó fuertemente las tasas de interés hasta llegar a un pico del 86% en septiembre de 2019.¹⁶ Es interesante observar que este incremento en los resultados por títulos y valores más que compensó la caída en los otros dos rubros, como se refleja en el resultado total integral. Este comportamiento sigue lo descrito por Dos Santos (2009) y Lapavitsas (2009) sobre el comportamiento de la banca internacional: un creciente peso de ingresos por servicios e inversiones financieras en detrimento de la más tradicional actividad de intermediación financiera.

Resumiendo los datos presentados en este apartado, podemos decir que el desempeño del sistema bancario argentino en las últimas décadas muestra las siguientes características:

- Muy baja tasa de crédito sobre el PIB, comparable con México pero considerablemente por debajo de Brasil y China, y significativamente por debajo de Estados Unidos.
- La baja tasa de crédito sobre el PIB no está distribuida uniformemente a través de los distintos sectores de actividad económica que utilizan el crédito bancario, lo que evidencia un creciente predominio del crédito de corto plazo para individuos, que desde 2007 es mayor que el crédito para los sectores primario, manufacturero y de la construcción sumados.
- De lo anterior se deduce que una parte importante de los resultados por intereses y servicios del sector bancario provienen de los hogares y no de las empresas.
- La rentabilidad sobre el patrimonio neto (ROE) del sistema, que ha crecido sostenidamente desde la crisis, es muy alta, aun comparada con la banca de las principales plazas financieras del mundo.
- Los resultados por intereses, servicios y títulos, y valores del sistema financiero han crecido sostenidamente desde la crisis. Los resultados por cada rubro son bastante similares, con lo que se evidencia una clara diversificación de la actividad bancaria.

¹⁶ Según el anexo estadístico del informe sobre bancos del BCRA, el 99% (promedio de 2002-2009) de los títulos en cartera de los bancos son títulos públicos, mayoritariamente, letras del BCRA.

Reflexiones finales: ¿lumpenfinanzas, lumpendesarrollo?

Desde el inicio de la desregulación y la liberalización de los mercados financieros en la década de 1970, se han generado intensos debates en torno al papel de las instituciones y estructuras financieras en el proceso de desarrollo en los países periféricos. Las preguntas centrales en este debate giraban en torno a cómo financiar un proceso de desarrollo sostenible, habida cuenta de las limitaciones estructurales en las fuentes de financiamiento en estos países.

Es indudable que esta internacionalización y desregulación de las finanzas, especialmente desde la década de 1990, ha producido profundas transformaciones en la banca internacional. En términos generales, se evidencia una fuerte tendencia al crédito para el consumo, que es más caro y de más corto plazo. Adicionalmente, los bancos han diversificado sus actividades y fuentes de rentabilidad hacia los servicios y las inversiones financieras.

Estas transformaciones se ven claramente reflejadas en el sistema bancario argentino. A partir de la reforma del sistema financiero implementada por la dictadura militar en 1977, reforma que sigue vigente con pocas modificaciones (ver Cibils y Allami, 2010), la banca argentina se internacionalizó en su comportamiento. El resultado no produjo un sistema bancario más competitivo al servicio de los sectores productivos y los hogares, más bien produjo una banca altamente rentable gracias a los trabajadores y al Estado. O sea, las finanzas en la Argentina se transformaron en lumpenfinanzas.

De lo expuesto en el apartado anterior queda claro que si en la Argentina realmente se busca un desarrollo auténtico y no un lumpendesarrollo, se necesita un sistema financiero que esté al servicio de la economía real, de las necesidades de desarrollo y del crecimiento. O sea, es necesaria una profunda transformación del sistema financiero. La recuperación de la soberanía monetaria luego de la crisis de 2002 y la reforma de la Carta Orgánica del BCRA en 2012 fueron pasos necesarios pero no suficientes. Para tener un sistema bancario al servicio de la economía real es clave el papel del Estado en la regulación y en la dirección de la actividad bancaria. Las opciones para lograr esto son múltiples; a continuación enumeramos las que consideramos más deseables.¹⁷

Seguramente la mejor opción, desde el punto de vista de lograr coherencia entre los objetivos de la política de desarrollo y el comportamiento del sistema bancario, es la estatización de la banca, con una reformulación clara y estratégica de su comportamiento. En un contexto de moneda soberana y endógena, el crédito nunca puede ser una restricción. Solo resta que la autoridad monetaria fije la tasa y los objetivos económicos del crédito y que la banca cumpla con esos objetivos.

Si se considera que la estatización de la banca es políticamente inviable o demasiado costosa, una vía alternativa sería revitalizar la banca pública existente, que en la actualidad no difiere sustancialmente en su comportamiento de la banca privada. Con un papel activo de la autoridad monetaria y con objetivos claros de financiamiento de sectores productivos

¹⁷ Al sugerir estas opciones no podemos dejar de lado la cíclica inestabilidad macroeconómica de la economía argentina, que sin lugar a dudas impone fuertes restricciones al pensar una política sustentable en el largo plazo.

estratégicos y hogares, se podría lograr a través de la banca pública hoy existente un resultado similar al de la nacionalización.

Una variante de la opción anterior, que también se podría implementar en paralelo, es crear un banco de desarrollo con objetivos claros y amplios de financiamiento para los sectores productivos considerados estratégicos. La Argentina y otros países de la región ya tienen una extensa experiencia en este sentido (ver, por ejemplo, Rougier, 2011a y b; Fabrizio, 2010; Culpeper, 2012).

Por último, nos parece necesario señalar que una banca pública al servicio de las necesidades de la economía y de los hogares es una condición necesaria pero no suficiente para el desarrollo. La banca pública es una pieza más de un rompecabezas mucho más amplio y complejo que incluye organismos estatales con capacidad técnica para planificar, implementar y evaluar estrategias de mediano y largo plazo con objetivos claros. Sin estos otros elementos, poco podrá hacer la banca pública por sí sola.

Es importante aprender de los errores del pasado y de las experiencias de los países asiáticos y latinoamericanos para evitar caer en los mismos problemas. Pensar en formas innovadoras de participación de múltiples actores en la supervisión y dirección de las entidades puede ser una vía para lograr una banca que sea eficiente, moderadamente rentable (por lo menos que no trabaje a pérdida sostenidamente), y que esté al servicio de la economía, los hogares y los gobiernos.

Referencias bibliográficas

- Arestis, P. y Basu, S. (2008). "Role of finance and credit in economic development," en Dutt, A. y Ros, J. (eds.), *International Handbook of Development Economics*. Cheltenham, Reino Unido: Edward Elgar.
- Basu, S. (2006), "The role of banks in the context of economic development with reference to South Korea and India," en Arestis, P. y Sawyer, M. (eds.), *Handbook of Alternative Monetary Economics*. Cheltenham, Reino Unido: Edward Elgar.
- Burlamaqui, L. y Kregel, J. (2005). "Innovation, Competition and Financial Vulnerability in Economic Development", en *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 25, nº 25(2), pp. 5-22.
- Chandrasekhar, C. P. (2010). "Must banks be publicly owned", en *Economic and Political Weekly*, vol. XLIV, nº 13, 2009, reimpresso como "Learning from the crisis: Is there a model for banking?", en Jomo, K. S. (comp.), *Reforming the International Financial System for Development*. Nueva York: Columbia University Press.
- Chick, V. (1993). "The Evolution of the Banking System and the Theory of Monetary Policy", en Frowen, S. F. (comp.), *Monetary Theory and Monetary Policy: New Trends for the 1990s*. Londres: Macmillan.
- (1986). "The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest," en *Économies et Sociétés*, nº 3. Publicado posteriormente en Arestis, P. y Dow, S. (comps.), *On Money, Method and Keynes: Selected Essays of Victoria Chick*. Nueva York: St. Martin's, 1992.
- Chick, V. y Dow, S. (1988). "A post-Keynesian perspective on the relation between banking

- and regional development”, en Arestis, P. (comp.), *Post-Keynesian Monetary Economics: New Approaches to Financial Modelling*. Cheltenham, Reino Unido: Edward Elgar.
- Cibils, A. y Allami, C. (2013). “Financialisation vs. Development Finance: The case of the post-crisis Argentine Banking system”, en *Revue de la Régulation*, n° 13.
- (2010). “El sistema financiero argentino desde la reforma de 1977 hasta la actualidad: rupturas y continuidades”, en *Realidad Económica*, n° 249.
- Culpeper, R. (2012). “Financial sector policy and development in the wake of the Global Crisis: the role of national development banks”, en *Third World Quarterly*, vol. 33, n° 3.
- De Araujo, V.; Caputo, A.; Moraes da Costa, G. y Pereira de Melo, H. (2011). “La experiencia brasileña con bandos de desarrollo: el caso del Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social de Brasil”, en Rougier, M. (comp.), *La banca de desarrollo en América Latina: luces y sombras en la industrialización de la región*. Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica.
- Dos Santos, P. (2009). “On the content of banking in contemporary capitalism”, en *Historical Materialism*, vol. 17, n° 2.
- Dow, S. y Chick, V. (1988). “A post-keynesian perspective on the relationship between money and banking”, en *Thames papers in political economy*. Primavera.
- Epstein, G. (2010). “The David Gordon Memorial Lecture: Finance without Financiers: Prospects for Radical Change in Financial Governance”, en *Review of Radical Political Economics*, vol. 42, n° 3, pp. 293-306.
- (2007). “Central Banks as Agents of Economic Development”, en Ha-Joon Chang (ed.), *Institutional Change and Economic Development*. United Nations University and Anthem Press.
- (2005). *Financialisation and the World Economy*. Cheltenham, Reino Unido: Edward Elgar.
- Fabrizio, R. (2010). “Financiamiento, banca de desarrollo e industria nacional”, en *Revista Industrializar Argentina*, año 8, n° 12.
- Farhi, M. y Prates, D. Magalhães (2012). “The seventh stage of the evolution of the banking system”, en *40 Encontro Nacional de Economia - ANPEC*, vol. 1, pp. 1-3. Porto de Galinhas, Pernambuco, Brasil.
- FitzGerald, E. (1993). *The Macroeconomics of Development Finance*. Londres: MacMillan.
- (1990). “Kalecki on financing development: an approach to the macroeconomics of the semi-industrialized economy”, en *Cambridge Journal of Economics*, vol. 14, n° 2, pp. 183-203.
- FitzGerald, E. y Vos, R. (1989). *Financing Economic Development: A Structural Approach to Monetary Policy*. Aldershot, Gower.
- Frank, A. G. (1970). *Lumpenburoesía, lumpendesarrollo: dependencia, clase y política en Latinoamérica*. Buenos Aires: Periferia.
- Gerschenkron, A. (1962). *Economic Backwardness in Historical Perspective*. Nueva York: Praeger.
- Golonbek, C. (2008). “Banca de desarrollo en Argentina: Breve historia y agenda para el debate”, en *Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina (CEFID-AR)*. Documento de trabajo N° 21.

- Golonbek, C. y Sevilla, E. (2008). “Un estudio de casos sobre banca de desarrollo y agencias de fomento”, en *Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina (CEFID-AR)*. Documento de trabajo N° 20.
- Golonbek, C. y Urturi, A. M. (2010). “Banca de desarrollo, un estudio de caso: BNDES, diseño institucional y rol contracíclico 2007/2009”, en *Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina (CEFID-AR)*. Documento de trabajo N° 28.
- Herr, H. (2008). “Financial systems in developing countries and economic development”, en Hein, E. *et al.* (eds.), *Finance-led Capitalism? Macroeconomic effects of changes in the financial sector*. Metropolis-Verlag.
- Howells, P. (2000). “Endogenous money in a speculative world: a seventh stage of banking?”, conferencia magistral en la European Association for Evolutionary Political Economy. Berlín, 3 de noviembre.
- Kalecki, M. (1980). *Ensayos sobre las economías en vías de desarrollo*. Barcelona: Crítica.
- Kregel, J. (2010). “Can a return to Glass Steagall provide stability in the US financial system?”, en *PSL Quarterly Review*, vol. 63, n° 252.
- (2007). “Nurkse and the role of finance in development economics”, en Annandale-On-Hudson, *The Levy Economics Institute of Bard College*. Documento de trabajo N° 520.
- (1998). *The Past and Future of Banks*. Roma: Ente Einaudi.
- (1996). *Origine e sviluppi dei mercati finanziari*. Arezzo: Banca popolare dell Etruria e del Lazio, studi e ricerche.
- Kregel, J. y Burlamaqui, L. (2005). “Banking and the financing of development: A Schumpeterian and Minskyan perspective”, en De Paula, S. y Dymski, G. (comps.), *Reimagining Growth: Towards a Renewal of Development Theory*. Londres: Zed Books.
- Krugman, P. (2009a). “Banking on the brink”, en *The New York Times*, 23 de febrero.
- (2009b). “Making banking boring”, en *The New York Times*, 10 de abril.
- Lapavistas, C. (2010). “Systemic failure of private banking: A case for public banks”, en Arestis, P. y Sawyer, M. (comps.), *21st Century Keynesian Economics*. Londres: Palgrave MacMillan.
- (2009). “Financialisation, or the search for profits in the sphere of circulation”, en *Ekonomiaz*, vol. 72, n° 3.
- (2004). “Hilferding’s theory of banking in the light of Stuart and Smith”, en *Research in Political Economy*, vol. 21.
- McKinnon, R. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington D. C.: Brookings Institute.
- Minsky, H. (1993). “Community development banks: An idea in search of substance”, en *Challenge*, marzo-abril.
- (1992). “The financial instability hypothesis”, en Annandale-On-Hudson, *The Levy Economics Institute of Bard College*. Documento de trabajo N° 74.
- Minsky, H.; Wray, R. y Papadimitriou, D. (1992). “Community development banks”, en Annandale-On-Hudson, *The Levy Economics Institute of Bard College*. Documento de trabajo N° 83.

- Moseley, F. (2009). “Time for permanent nationalization”, en *Dollars and Sense*, n° 281, marzo.
- Pollin, R. (1995). “Financial Structures and Egalitarian Economic Policy”, en Arestis, P. y Sawyer, M. (comps.), *The Political Economy of Economic Policies*. Londres: MacMillan.
- Rougier, M. (comp.) (2011a). *La banca de desarrollo en América Latina: luces y sombras en la industrialización de la región*. Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica.
- (2011b). “La banca de desarrollo como palanca del crecimiento económico. Los problemas de la experiencia argentina”, en Rougier, M. (comp.), *La banca de desarrollo en América Latina: luces y sombras en la industrialización de la región*. Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica.
- Robinson, J. (1979). *The Generalization of the General Theory and Other Essays*. Londres: MacMillan.
- Russell, E. (2008). *New Deal Banking Reforms and Keynesian Welfare State Capitalism*. Londres: Routledge.
- Sawyer, M. (2001). “Kalecki on money and finance”, en *European Journal of the History of Economic Thought*, vol. 8, n° 4, pp. 487-508.
- Schumpeter, J. (1944, [1911]). *Teoría del desenvolvimiento económico*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Serra, J. (1974). *El desarrollo latinoamericano: ensayos críticos*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Shaw, E. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. Nueva York: Oxford University Press.
- Stiglitz, J. (2009). “A bank bailout that works”, en *The Nation*, 4 de marzo.
- Studart, R. (2005). “The State, the markets and development financing”, en *Cepal Review*, n° 85, pp. 19-32.
- (1993). “Financial repression and economic development: Towards a Post Keynesian alternative”, en *Review of Political Economy*, vol. 5, n° 3, pp. 277-298.
- Tonveronachi, M. (2006). “The role of foreign banks in emerging countries: The case of Argentina 1993-2006”, en *Investigación económica*, vol. LXV, n° 255.
- Vernengo, M. (2014). “Pateando la escalera también: los bancos centrales en perspectiva histórica”, en *Revista Circus*, n° 6.
- Zysman, J. (1983). *Governments, Markets and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change*. Ithaca: Cornell University Press.
- Wray, R. (2010). “What do banks do? What should banks do?”, en Annandale-On-Hudson, *The Levy Economics Institute of Bard College*. Documento de trabajo N° 612.