

## LA BANCA DEL ESTADO EN UNA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO

Autores: Santiago Gastaldi y Gustavo Ferro  
Río Cuarto, terminado en septiembre 1990.

Este trabajo ha sido realizado en el Departamento de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Río Cuarto. Fue presentado al concurso establecido por la Asociación Argentina de Bancos Privados (ADEBA) sobre *Reforma de la Banca Pública*, obteniendo **Premio Mención Especial Año 1990**.

## Índice

### Resumen

#### Introducción

#### I: Reforma del Estado y sistema financiero

#### II: Reforma del Banco Central

##### 1. Introducción

##### 2. Algunas reformas de organización

##### 3. La función fundamental: la estabilidad

##### 4. Incumplimiento del objetivo estabilidad, sus causas

##### 5. Un Banco Central Independiente

##### 6. Indisciplina fiscal, fuentes de financiamiento y discrecionalidad

##### 7. Expansión monetaria, sector externo y arreglo institucional

##### 8. Expansión monetaria, sector financiero, encajes y garantía de depósitos

##### 9. Juegos especulativos a la Ponzi y la garantía de los depósitos

##### 10. Los seguros de depósitos y la expansión monetaria

##### 11. Encaje legal, calidad de cartera y mercado de préstamos

#### III. Propuesta de Banca Simons

##### 1. La propuesta Simons de encaje del 100%

##### 2. Principales diferencias con la nacionalización argentina de depósitos

##### 3. Sistema Simons, cobertura de depósitos y supervisión bancaria

##### 4. Reservas fraccionarias, Banca Simons y actividad de crédito

##### 5. Banca Simons, mercado del dinero y el del crédito

##### 6. Sistema Simons y corridas bursátiles

##### 7. Críticas al Sistema Simons

##### 8. Marco normativo y Banca Simons

#### IV: Reforma de la Banca Pública

##### 1. Banca pública nacional

##### 2. Banca pública provincial y municipal

#### V: Conclusiones

#### Apéndice A: El modelo monetarista: conexión déficit fiscal y proceso inflacionario

##### 1. Equilibrio en el mercado del dinero

##### 2. Las fuentes de expansión monetaria

##### 3. Cierre del modelo

##### 4. Conclusiones

#### Apéndice B: Arreglos Cambiarios

##### 1. Introducción

##### 2. El control de cambio; sus motivos y consecuencias

##### 3. Libertad de cambio, tipo de cambio fijo y sus variantes

##### 4. Libertad de cambio y dinero exógeno

##### 5. La flotación sucia

##### 6. Remonetización posthiperinflación y actuación en el mercado de cambio

#### Apéndice Estadístico

#### Referencias Bibliográficas

## RESUMEN

Se analiza una reforma del sistema financiero dentro de un cambio estructural del Estado. Aquella consiste en el rediseño de instituciones y normas, que vuelvan a éstas simples, con mínima interferencia estatal en las decisiones de los agentes privados. Ese rediseño permitirá el establecimiento de una economía eficiente y competitiva, capaz de remunerar a sus factores productivos en los niveles internacionales.

### El diagnóstico

El mercado de capitales en Argentina tiene dimensiones ridículamente pequeñas. La banca comercial, sobredimensionada en recursos y estructura, concentra la casi exclusividad de las operaciones del sistema. Por otro lado, es virtualmente inexistente en términos de la mercancía que transa (monetización real). La banca oficial, ha tenido una participación, en la mezcla depósitos-préstamos, mayor al 60% en los últimos años.

La baja monetización real de la economía se debe a 40 años de inflación, cuya historia es resultado de la emisión de base monetaria para financiar los déficit fiscales. La eliminación de éstos es indispensable para lograr la estabilización del nivel general de precios de la economía. Sin esto, la economía no se remonetizará y sin moneda no hay sistema financiero.

La reforma estructural tiene costos, especialmente para el factor trabajo, que pueden ser paliados con un subsidio provisional de desempleo, financiado con préstamos blandos de organismos multilaterales de crédito.

La reforma propuesta del sistema financiero, consiste en:

- a) Independencia del banco central.
- b) Sistema bancario privado "a la Simons".
- c) Fusión de los bancos oficiales de nivel nacional en una única entidad, el "Banco Nacional", sometido también al esquema Simons y con posterior privatización (entrega de las acciones) a favor de sus empleados.
- d) Remoción del tratamiento constitucional diferencial al Banco de la Provincia de Buenos Aires y transformación de los bancos provinciales y municipales oficiales al esquema Simons, con privatización similar a la banca pública nacional. A la par de esta reforma sustantiva se proponen modificaciones de organización interna al banco central.

### La propuesta

#### *Reorganización interna del banco central*

El banco central independiente (BCI) que proponemos, en un sistema financiero solvente por el arreglo que se establece para el sistema bancario, no administra seguros ni garantía de depósitos; tampoco activos y pasivos de instituciones fallidas, que se delegan a un instituto especializado. Se propone la eliminación de tareas que pueden llevarse adelante en el sector privado, como la contabilidad nacional y de las transacciones externas. El BCI sería más administrable y ágil para cumplir su función esencial de conservar el valor de la moneda.

#### *Independencia del BCRA*

En el esquema propuesto, el banco central es una institución independiente, custodio del valor de la moneda, prohibido de prestar tanto al sector público, salvo al Tesoro Nacional y por montos acotados, como al sector financiero.

No realiza operaciones en el mercado de cambios ya que se propone un esquema de flotación limpia; no fija tasa de interés; no realiza operaciones de mercado abierto (por lo menos en la transición a la consolidación de la estabilidad); ni puede variar encajes para controlar la liquidez en el corto plazo.

Los directivos del banco central independiente (BCI) serán nombrados por el Poder Ejecutivo con acuerdo del Senado, y tendrán estabilidad. No rinden cuentas al Ministro de Economía. Las facultades discrecionales del Directorio se hallan acotadas por ley.

A través de la independencia del banco central, la regla de no prestar excepto al Tesoro -y en forma limitada- y el acotamiento de facultades discrecionales del Directorio, se pretende resolver el problema inflacionario y los efectos deletéreos que éste tiene sobre el sistema económico.

### *Sistema bancario "a la Simons"*

Henry Simons, economista norteamericano de la Universidad de Chicago, elaboró, durante la década del 30, una propuesta de reforma financiera anti-corridas bancarias que aquí (con modificaciones menores) seguimos.

Bajo este esquema, los bancos, que se organizan en dos secciones, no emiten pasivos (depósitos) a interés. La primera sección custodia depósitos en cuenta corriente, con encaje del 100%, cobrando por el servicio una tasa competitiva. La segunda sección del banco realiza servicios de mercado de capital, intermediando entre demandantes de fondos que colocan aceptaciones, "commercial papers", obligaciones negociables, acciones, etc., y oferentes de fondos que compran esos títulos. Estos cuentan como garantía el patrimonio de los emisores y basan sus decisiones de colocación de fondos en la información disponible y en el asesoramiento que aporte el banco comercializador. El banco cobra por el servicio de mercado de capital una comisión competitiva. En esta sección el banco puede administrar fondos comunes de inversión.

Las tasas de interés que rigen en el mercado son determinadas libremente por la interacción entre la oferta y la demanda de fondos prestables; las últimas resumen las preferencias de los agentes en orden a plazos de madurez y riesgos, de diversos órdenes, de los títulos representativos de deudas.

En el sistema Simons los problemas de inestabilidad financiera, propios del sistema de encajes fraccionarios con garantía de depósitos, son eliminados.

La operatoria para la conversión consiste en:

- a) Conversión de todos los depósitos del sistema en depósitos a la vista con encaje del 100%.
- b) Determinación del perfil temporal de recupero de la cartera activa.
- c) Concesión de un redescuento por única vez, amortizable de acuerdo al perfil anterior.

### *Banca pública nacional*

Se constituye el *Banco Nacional*, por la fusión del Banco Nación Argentina, Caja de Ahorro, Banco Hipotecario y Banco Nacional de desarrollo. Se desregula y privatiza la actividad aseguradora de la Caja Nacional de Ahorro y Seguro.

El proceso comprende:

- a) Consolidar activos y pasivos.
- b) Capitalizar redescuentos.
- c) Convertir los pasivos en depósitos a la vista con 100% de encaje.
- d) Determinación del perfil temporal de recupero de la cartera activa.
- e) Concesión de un redescuento que se cancelará a medida que se cobren la acreencias.
- f) Las utilidades se destinarán a la cancelación de redescuentos.
- g) Canceladas las deudas con el BCRA, se venderá el paquete accionario a una sociedad anónima compuesta por los empleados del banco.

### *La Banca pública provincial y municipal*

Estos han terminado siendo fuente de financiamiento del déficit jurisdiccional, coparticipando las provincias de una manera desordenada (no legislada) en la recaudación del impuesto inflación. Su existencia no se justifica. El disciplinamiento del BCRA no ha podido ser efectivo con algunos bancos, requiriéndose una reforma constitucional amplia que lo habilite a administrar la banca pública provincial y municipal.

Se sugiere la sujeción de cada institución bancaria provincial a la normativa común a todas las entidades financieras (sistema Simons) y posterior privatización a favor de los empleados tal cual fue sugerido para la banca pública nacional.

## INTRODUCCION

El sistema financiero está compuesto por las instituciones que participan en el mercado del dinero (autoridad monetaria y bancos comerciales de depósitos y descuentos) y del crédito (banca de inversión, compañías financieras, compañías de seguros, bolsa de valores). Se caracteriza en Argentina por: a) concentración casi plena de las operaciones del sistema en los bancos comerciales; b) participación de la banca oficial en la mezcla depósitos-préstamos superior al 60% durante los últimos años; c) niveles muy elevados de encajes totales (remunerados y no remunerados); d) discriminación en favor de la banca oficial en materia de redescuentos y cumplimiento de encajes y relaciones técnicas; e) virtual inexistencia del sistema, midiéndolo por grado de monetización, financierización, etc., pero sobredimensionado en recursos y estructuras.

Las anteriores caracterizaciones pueden ser corroboradas rápidamente de la lectura de algunos cuadros del apéndice estadístico. El último ítem considerado es preocupante por la incidencia que tienen los sistemas financieros respecto al nivel de producto y bienestar alcanzable por una sociedad.

Los aspectos remarcados arriba no se derivan de diseño institucional alguno, sino de procesos más de fondo, que afectan al sistema financiero y a la economía argentina en su conjunto. Una economía de muy bajo nivel de monetización real es resultado de más de cuarenta años de inflación, en muchos años recientes con tasas anuales de más del 100% y con tres episodios hiperinflacionarios en el último lustro, dos de ellos en el último año.

Bajo esta perspectiva, las normas relativas al sector, en general, no pudieron variar los rumbos de manera tal que hoy estuviéramos escribiendo caracterizaciones positivas. Tampoco, de las anteriores apreciaciones debe derivarse que los diseños son irrelevantes. Creemos sí que el mejor diseño sobre el sistema financiero de nada sirve si las cuestiones fundamentales no están resueltas. Como cuestión formal, interesa su bondad; como cuestión esencial, sin dinero no puede haber sistema financiero.

La historia de la falta de dinero en la Argentina, es la historia de haber emitido tanta base para cubrir los déficit del sector público. La eliminación de estos últimos es una condición indispensable para erradicar la inflación. Sin abatirla, el país y su sector financiero seguirán a la deriva.

Con estas restricciones, en el trabajo proponemos distintas reformas al actual paisaje institucional de lo financiero teniendo en cuenta el importante papel que cumplen los bancos públicos.

Los *bancos públicos*, nacionales, provinciales y municipales, como antes dijimos, participan en la mezcla depósitos-préstamos en más del 60% del total. Realizan sus servicios de intermediación con una base de empleados del 56,08% del total del sistema, cifra esta que alcanzaba a 81.680 en 1988. El número de bancos públicos totales es de 36 casas centrales. El número de filiales que poseen es de 1990. Por otro lado, el sector privado posee 139 establecimientos y 2458 filiales.

La banca pública *nacional*, medida a través del valor de los activos al 28-02-90, representa 62,46% de la banca pública total. La banca pública *provincial*, por su parte, representa el 30,42% de la banca pública total; el restante 7,12% es la participación de la banca *municipal*.

Mayores detalles sobre estas cuestiones sólo reflejarían las cifras consignadas en el apéndice estadístico. Al lector interesado allí lo remitimos, de forma que saque sus propias conclusiones.

Describiendo el contenido del trabajo, en el capítulo primero nos interesamos por la relación entre reforma del Estado y sistema financiero.

El segundo, estudia al actor básico del sistema, el Banco Central de la República Argentina (en adelante BCRA); se analizan las funciones que debe cumplir y su grado de cumplimiento. Derivamos de allí propuestas de reformas a la *carta orgánica*. Así, proponemos su transformación en un banco independiente, acotado en su capacidad de prestar al sector público (no financiero y financiero) y prohibido de prestar al sector financiero privado; que no compromete base monetaria por operaciones externas, debido al establecimiento de un esquema de flotación limpia para la divisa; que no realiza operaciones de mercado abierto ni utiliza las variaciones de encajes como instrumento de política; que no fija tasa de interés ni establece precios para los distintos tipos de servicios; que no administra ni seguros, ni garantía de depósitos; que está provisto con

un sistema de supervisión de instituciones financieras con roles diferentes a la supervisión bancaria tal cual hoy se la conoce; que elimina la administración de activos y pasivos de instituciones fallidas; que reduce su organización eliminando tareas que pueden ser desenvueltas eficazmente por el sector privado.

El capítulo tercero hace un minucioso análisis de la propuesta Simons de encaje del 100 por ciento sobre los depósitos en los bancos. Se detallan las diferencias con la nacionalización de los depósitos de 1946, los cambios con respecto al esquema de reservas fraccionarias, la modalidad de la actividad de crédito bajo el nuevo arreglo, y las debilidades de las críticas que se le han efectuado.

El capítulo cuarto trata de la reforma de la banca pública. Se hace un sintético análisis de los bancos públicos, destacando tanto sus roles de creación y los actuales así como las distorsiones asignativas que provocan. La propuesta de reforma, en el caso de la banca pública nacional, es la fusión de aquellos en un *banco nacional único* con transferencia a sus empleados en el largo plazo. En el caso de la banca provincial y municipal, luego de considerar sucintamente las restricciones institucionales, se propone también su conversión en un banco tipo *Simons*.

El capítulo quinto, de conclusiones, sintetiza las propuestas y sus efectos sobre la estructura del sistema financiero.

En el apéndice A se desarrolla un *modelo monetarista* que analiza la conexión déficit fiscal y proceso inflacionario. El apéndice B da una visión panorámica de los *sistemas cambiarios*. Estos apéndices buscan fundamentar proposiciones realizadas en el texto.

Por último, el apéndice estadístico da un panorama sobre el sistema financiero argentino.

## I: REFORMA DEL ESTADO Y SISTEMA FINANCIERO

Una propuesta de reforma de la *banca estatal*, para que la misma aporte a la productividad general del sistema económico, requiere insertarse en una reforma global de instituciones. Esta última debe, fundamentalmente, guardar relación con el conjunto de normas que regulan el funcionamiento de la economía.

El sistema actual ha generado pobres resultados, como puede observarse del comportamiento del producto bruto per-cápita (especialmente en las últimas dos décadas), y se ha producido un importante consenso -entre los entendidos y aún en aquellos que lo sufren- sobre la necesidad de su urgente transformación. Importante en ésta es la del sistema financiero y, dentro de ésta, la de la banca estatal.

Vale la pena establecer el sentido general del consenso mencionado, tal cual lo percibimos: la transformación a realizar es rediseñar instituciones y normas, que, teniendo como característica sobresaliente su simplicidad y la mínima interferencia de las agencias y los agentes gubernamentales en las decisiones de los agentes económicos privados, posibilite, en el largo plazo, el establecimiento de una economía nacional eficiente, competitiva interna y externamente; además que sea capaz, en el horizonte temporal mencionado, de remunerar a los factores productivos de manera semejante a como lo hacen las economías más avanzadas.

Decíamos más arriba la característica de globalidad de la reforma. En efecto, si releváramos los distintos sectores en que pudiéramos dividir la economía, observaríamos, en términos generales, una participación activa de los organismos estatales, con responsabilidades productivas en numerosísimos casos y un frondoso e inconsistente plexo regulatorio<sup>1</sup>, generándose a lo ancho y a lo largo del sistema económico las más variadas distorsiones, tanto en los mercados de factores productivos como en los mercados de bienes. En este contexto, la reforma relevante a encarar es de naturaleza global.

Los tiempos de la reforma son también importantes. Si esta se realizara en forma parcial, sector por sector y en forma no contemporánea (más o menos al mismo tiempo), es probable que los costos de la transformación estructural sean superiores a los que se derivarían de una estrategia de reforma contemporánea en los distintos sectores de la economía. Esos costos pueden medirse a través del acrecentamiento del valor de los recursos productivos desocupados durante la transición hasta la nueva configuración del sistema económico. Intuitivamente, el argumento a favor de la reforma global y contemporánea es que las marchas y contramarchas de los procesos de asignación de recursos, no son gratuitas.

Podríamos, asimismo, justificar esta estrategia por el teorema del *second best*: en un contexto plagado de distorsiones, ir levantándolas de a una por vez no asegura que el sistema vaya posándose en situaciones de bienestar superior respecto de la situación previa, al menos hasta que sólo quede una distorsión por eliminar. Por lo anterior, la estrategia de reforma global y contemporánea minimizaría los costos de la transformación y permitiría alcanzar -por efecto del nuevo conjunto de precios relativos ya desprovisto de las distorsiones-, desde un punto de vista de bienestar, más rápidamente una posición óptima.

Desde el punto de vista político también parecería ser conveniente una estrategia de reforma global y contemporánea: mientras más demore la aparición de la nueva organización de la economía y sus acrecentados rendimientos, más resistencia generarán los grupos de poder afectados por la transformación, debilitándose el consenso de los beneficiarios en el largo plazo, que cargan con los costos de desempleo por reconversión durante la transición.

Los costos de la transformación y su financiamiento están estrechamente vinculados a la factibilidad político-social del "joint venture" social que es la reforma del Estado.

Si bien no disponemos información sobre su cuantificación, ni la hemos generado a partir de distintas hipótesis sobre volúmenes, tiempos de desempleo y remuneraciones de los

---

1. Véase FIEL 1988 y 1989.

factores de la producción, estimamos que no son despreciables, y especialmente para el factor trabajo, para el cual hay costos pecuniarios y no pecuniarios<sup>2</sup>.

Para la sociedad como un todo, la transformación resultará redituable pero no exenta de importantes tensiones sociales. El rédito podría estimarse como la diferencia entre el valor presente del *perfil de ingreso social esperado luego de la reforma* y el valor presente del flujo de ingreso social actual, utilizándose para el descuento la tasa de preferencia temporal social. Para atemperar las tensiones y hacer factible el emprendimiento en un marco de convivencia civilizada, se requiere un diseño inteligente e instrumentos aptos para tal fin. Pensamos que la implantación de un seguro de desempleo -cuya elaboración escapa al objetivo de este trabajo- que minimice problemas de *moral hazard*, es un complemento indispensable a la reestructuración global del sistema económico. La financiación del mismo no es problema menor, pero admite distintas fuentes, una de las cuales podrían ser los *préstamos de reforma estructural* del Banco Mundial.

---

<sup>2</sup>. Están los de naturaleza psico-social que los sufre quien queda desempleado no por mal desempeño, sino porque las señales que en un momento lo asignaron en un lugar de trabajo fueron incorrectas o inconsistentes temporalmente.

## II: REFORMA DEL BANCO CENTRAL

### 1. Introducción

La reforma del BCRA comprende varios aspectos, destacándose los normativo-regulatorio, organizativo y administrativo. Estos podrían quedar concretados en la reforma de su *carta orgánica* y, concomitantemente, de las disposiciones, normas y reglamentaciones que de allí se derivan.

Observaremos el comportamiento del BCRA; fundamentalmente sus funciones establecidas por carta orgánica. El análisis que con esta base efectuemos permitirá delinear el conjunto de cambios a introducir. Habrá algunos rubros que merecerán mayor consideración que otros, ya sea por su relevancia relativa o por la consideración directa que podemos hacer de la cuestión. El orden de prelación con que se tratan no implican necesariamente el orden de importancia.

### 2. Algunas reformas de organización

Empezaremos por ciertas funciones que actualmente cumple a partir de su dotación de 2600 agentes, reseñada sólo para ser ejemplificativa de lo que puede *no realizar* el BCRA y que contribuirían a reducir las distorsiones en el sector.

El BCRA elabora las *cuentas nacionales* y el *balance de pagos*. Es y ha sido una contribución importante y de calidad, pero hoy no se justifica que esté bajo su responsabilidad, ni creemos que las deba realizar necesariamente otro organismo gubernamental. Existen en el país instituciones privadas que podrían suministrar esos productos al mercado, satisfaciendo las necesidades del sector público y del sector privado. Estimamos que no sería difícil encontrar varios departamentos más del BCRA que podrían ser eliminados sin pérdida para la comunidad, excepto las de transición. Interesa marcar aquí que el BCRA no debe tener más gerencias, departamentos, centros, etc., que los estrictamente necesarios para cumplir con los objetivos que una carta orgánica sensata impondría.

La anterior sugerencia, desde un punto de vista pecuniario, podrá parecer menor, pero las economías de erogaciones del BCRA son de las tantas a hacer en el sector público y, en esta perspectiva, la cuestión ya no resulta despreciable. Consideración parecida puede hacerse respecto a distorsiones en la asignación de recursos productivos.

Mirando lo último desde otro ángulo, correcciones menores, pero que se reiteren en innumerables puntos administrativos pueden resultar importantes respecto a la *credibilidad* que la sociedad tenga sobre la seriedad de la reforma.

Otra tarea que el BCRA realiza, a consecuencia de quiebras y liquidaciones de entidades financieras ocurridas, básicamente, luego de la crisis financiera de comienzo de los años ochenta, es la gestión de venta de un pesado lote de bienes muebles e inmuebles. Esta actividad, que le ocupa demasiada materia gris y lo coloca en conflicto permanente con agentes del sector privado, podría ser bien realizada por otra institución del sector público, la que podría denominarse "instituto movilizador de activos de entidades financieras en liquidación". Con esta separación, el *instituto*, en el futuro, le rendiría cuentas al BCRA por el cobro de las coberturas de depósitos que éste realizó en el pasado por la existencia de la *garantía oficial de los depósitos*. La ventaja de la modificación propuesta sería la de disponer un BCRA más administrable y ágil para cumplir adecuadamente con sus funciones esenciales.

Esta actividad de venta de activos, por el BCRA u otra institución, es consecuencia, como se dijo, de la garantía oficial de los depósitos. Otros arreglos institucionales podrían hacer innecesaria, o minimizar, esa actividad, al menos bajo responsabilidad de alguna entidad oficial.

### 3. La función fundamental: la estabilidad

Una función fundamental del Banco Central, presente en casi todas las cartas orgánicas del mundo, es preservar la *estabilidad* del valor de la moneda. Se podría discurrir sobre si se refiere al poder adquisitivo de la moneda o a la tasa de cambio de la moneda

doméstica respecto al dinero internacional, pero, en general, existe un adecuado correlato entre un concepto y otro. Por lo último, aquí sólo consideraremos el mantenimiento de poder adquisitivo de la unidad monetaria en largos períodos, con referencia a bienes.

Esta función esencial del BCRA se justifica por el *efecto deletéreo* que sobre el sistema económico causan los procesos inflacionarios permanentes que, en general, vayan más allá del 10% anual, siendo aquél creciente a valores también crecientes de la tasa de inflación.

### *Las incertidumbres de las economías inflacionarias y algunos de sus impactos*

Este efecto deletéreo los producen las *incertidumbres* de todo tipo, que elevadas y variables tasas de inflación acarrearán al sistema económico. Elevados grados de incertidumbre impiden que el sistema de precios relativos brinde los resultados que de él pueden esperarse en contextos menos inciertos.

Los agentes económicos, que en promedio conocen la estructura de la economía por formar *expectativas racionales* sobre precios e inflación, actuando en contextos de elevada incertidumbre requieren creciente utilización de insumos productivos para distinguir *cambios nominales* respecto de *cambios reales o relativos*, así como *cambios transitorios* respecto de los que son *permanentes*. Los costos de transacción se incrementan notoriamente con el corolario de desempleo de recursos y una economía que se sitúa muy adentro de sus posibilidades de producción. La curva de Phillips ya no tiene pendiente negativa, ni es vertical; antes bien, tiene pendiente positiva ya que los aumentos de la tasa de inflación conducen a la suba de la tasa de desempleo.

La incertidumbre generalizada, acarreada por elevadas y variables tasas de inflación, también se manifiesta, en el ámbito de los contratos, en *inseguridad jurídica* sobre el cumplimiento de los mismos, que inhibe también las posibilidades productivas.

Analizando el sector monetario-financiero argentino y los impactos de la elevada incertidumbre sobre el volumen y las características de su actividad, observamos que una de las principales debilidades de aquél es la escasez de insumos en una de sus líneas de producción relevante; esto es, volumen insuficiente de depósitos para producir el caudal de préstamos que otra economía de sus características pero sin inflación dispondría. Es que en escenarios de alta inflación como el nuestro, los agentes extremen las economías en el uso de activos financieros que no devengan intereses (circulante y depósitos a la vista), o que devengándolos no son suficientes, dado el elevado costo de oportunidad que implica su tenencia. En este contexto, la *baja monetización* de la economía es un resultado natural<sup>3</sup>.

Otra gran debilidad del sistema es su *cortoplacismo extremo*. Es que, colocadores de fondos con *expectativas racionales* saben que, para minimizar la probabilidad de *sorpresas* de la autoridad monetaria en los rendimientos reales obtenidos por la posesión de activos financieros, deben administrar sus carteras de modo tal que les permita rápidamente establecer nuevas condiciones de contratación acordes a las cambiantes situaciones a las que se ven sometidos. Teniendo en cuenta la *información* que les deviene de la historia inflacionaria e hiperinflacionaria reciente y la de las distintas acciones emprendidas por las autoridades monetarias, estos agentes racionales saben que sus plazos de colocación deben ser los mínimos posibles.

Los tomadores de fondos (deudores del sistema financiero), que también son racionales, saben que la incertidumbre sobre los precios relativos que a ellos les importa atenta contra la posibilidad de elaborar un cálculo de rentabilidad en los proyectos de larga maduración, sobre todo cuando los mercados a futuro no están suficientemente desarrollados<sup>4</sup>, razón por la cual no desean asumir compromisos patrimoniales por tales tipos de emprendimientos. Por eso, por ésta vía, también se fundamenta el cortoplacismo del sistema.

3. Véase en el Anexo Estadístico, los valores de monetización.

4. Siendo esto consecuencia también, entre otras cosas, del propio proceso inflacionario.

Podríamos mostrar otros efectos de la inflación y la incertidumbre sobre el sistema monetario-financiero. En este último conviven el mercado monetario y el mercado del crédito. Dentro de éste, el mercado de crédito de largo plazo (mercado de capital) ha sido una palanca formidable en el crecimiento económico de los países más avanzados y en el del propio país en el pasado. Independientemente de qué obstáculos regulatorios pueden explicar su escasa presencia intermediadora del ahorro hacia la inversión, por las razones señaladas en el párrafo previo, podríamos explicar su *estancamiento* o *inhibición* debido a la incertidumbre general provocada por altas y variables tasas de inflación. La existencia de activos indexados puede mitigar estos efectos, pero no los solucionan. Piénsese en el mercado bursátil, si el activo que debiera ser indexado por el propio mercado, como son las acciones de las empresas, resulta ser un refugio seguro para ahorristas del sistema; la mayoría va, por ser agentes racionales, a tratar de capturar beneficios especulativos por entrar en baja y salir en alza y no a la búsqueda de rendimientos reales normales.

#### 4. Incumplimiento del objetivo estabilidad: sus causas

Observando el comportamiento de la inflación a lo largo del tiempo<sup>5</sup>, detectamos rápidamente que el objetivo estabilidad es como si no hubiese existido en la carta orgánica<sup>6</sup>. La pregunta que se impone es: ¿por qué el objetivo estabilidad fue de tal modo desbordado?

Los factores causales pueden, en principio, haber sido muy diversos. La *impericia* de los cuerpos directivos y gerenciales puede haber sido una razón. Sin embargo, aún admitiéndola, no creemos que haya sido la más importante. Para estar más ciertos sobre esta cuestión, deberían detectarse los episodios en que la autoridad monetaria -en función de los problemas del momento- decidió actuar y lo hizo equivocadamente, respecto a la variable tasa de inflación. Hecho lo anterior, habría que especificar algún modelo económico que relacione (regrese) la tasa de inflación con (contra) un conjunto de variables, dentro de las cuales estaría la variable "impericia", y luego analizar la significatividad del modelo y del valor de los distintos parámetros estimados.

Podríamos vislumbrar otra explicación para el incumplimiento del objetivo estabilidad a partir del modelo monetarista, el cual nos conduciría a ver en los *ritmos desmedidos* de evolución del crédito doméstico, generados por el accionar de la autoridad monetaria, como la fuente relevante de explicación del proceso inflacionario<sup>7</sup>. Si la tasa de inflación internacional en períodos largos no ha sido muy importante, si el ritmo de crecimiento económico nacional ha sido muy bajo en períodos largos, entonces parece plausible que el ritmo devaluatorio elevado (que termina expresándose en ritmo inflacionario), sea consecuencia, y no causa, del elevado ritmo de expansión del crédito doméstico.

Si aceptamos que el ritmo de expansión del crédito doméstico otorgado al *sector público no financiero* por parte de la autoridad monetaria es causa básica del proceso inflacionario -afirmación que requiere de un sustento empírico (utilizar las técnicas de series de tiempo y función de transferencia para hacer el análisis de causalidad<sup>8</sup> entre las variables mencionadas)-, la pregunta que se impone es: ¿por qué el crédito doméstico debe expandirse para financiar el déficit del sector público?. En la respuesta a esta cuestión surge nítidamente el análisis de la conveniencia o no de un *banco central independiente* del poder político<sup>9</sup>.

5. Véase el Apéndice Estadístico.

6. Véase Arnaudo, Aldo (1987), pág. 13, para una periodización de la política monetaria argentina. En varios de los períodos existió una importancia menor acordada a la estabilidad de la moneda.

7. En el Apéndice A se desarrolla la estructura básica del modelo monetarista.

8. Si bien obviamos aquí el trabajo, éste ha sido efectuado por distintos investigadores. Véase, entre otros, los trabajos de Fernández R. y V. Yohai, op. cit., y Fernández, R., 1979.

9. Para un estudio exhaustivo sobre la cuestión pueden verse los distintos aportes recogidos en *Autonomía del Banco Central de Chile*, Cuadernos de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile, año 26, abril 1989.

## 5. Un Banco Central Independiente

Un banco central independiente del poder ejecutivo (BCI) se caracteriza por la forma en que se resuelven un conjunto de aspectos relevantes. Dentro de éstos se destacan:

- a) La modalidad del nombramiento de sus directivos: qué autoridad los nombra; qué tiempo de mandato tienen; por qué causa pueden ser removidos. Habitualmente, en un BCI sus autoridades son nombradas por el Poder Ejecutivo con acuerdo del Senado, sus tiempos de mandato superan al del titular del ejecutivo y las causales de remoción están relacionadas con el incumplimiento de las funciones establecidas en la carta orgánica.
- b) La modalidad de participación del Poder Ejecutivo -a través del ministerio de economía- en el diseño de la política monetaria, cambiaria y financiera adjudicada al Banco Central. Si hay independencia, el ministro opina pero no decide. De igual modo, el presidente del Banco Central participa de las reuniones de gabinete para tomar conocimiento de las acciones que se programan llevar adelante y aporta su asesoramiento al ministro.
- c) Ante quién se brinda informes y ante quién se rinde cuentas. La independencia implicaría, por una parte, informar sobre cuestiones monetarias al ministro y, por otro lado, rendir cuentas, periódicamente, sobre las actividades desplegadas por el Banco, al Parlamento.
- d) Las posibilidades de endeudamiento del sector público con el Banco Central. La independencia requiere que aquellas prácticamente no existan.
- e) La capacidad de establecer diseños organizativos y de gestión. En un BCI ésta es una atribución del directorio.

Si analizáramos a nivel de otras realidades nacionales la relación del Banco Central con el poder político, no todos los casos de dependencia fracasan en el objetivo de estabilizar el poder adquisitivo de la moneda doméstica<sup>10</sup>. La independencia por sí no garantiza estabilidad, y menos si la carta orgánica es permisiva respecto al ítem d) antes señalado. Además, un banco central independiente puede otorgar numerosas e importantes facultades discrecionales al directorio, configurando un arreglo normativo menos deseable que el de un banco central dependiente.

Una cuestión que pudiera ser planteada, relativizando la bondad del BCI, es que, en el caso argentino al menos, existen normas -establecidas tanto en la Constitución como en algunas leyes- que no se cumplen. ¿Qué aseguraría que esto no sucediese para el caso que nos ocupa, la independencia del Banco Central?. Si bien lo anterior no es fantasía, poca duda cabe que la sanción legislativa lleva al recinto de los representantes del pueblo un gran debate sobre la importancia de la disciplina fiscal para erradicar la inflación. Además, como resultado del debate, se tomaría conciencia de que los administradores de la cosa pública pueden estar *naturalmente* tentados de utilizar un recurso tributario fácil de recaudar -la emisión monetaria- que no requiere sanción legislativa, liberándose ellos así, aunque de manera parcial, de la existencia de las restricciones presupuestarias establecidas por el mismo Congreso Nacional, para el caso de un banco central dependiente.

Otro argumento en favor del BCI, acotado en sus atribuciones discrecionales, es que la expectativa de conflictos entre un ministro de economía que pide emisión y un banco central que dice no, puede ser un eficaz inhibidor del desarrollo mismo del conflicto.

## 6. Indisciplina fiscal, fuentes de financiamiento y discrecionalidad

En nuestra percepción, un banco central independiente con las características antes señaladas, es condición necesaria para que pueda cumplir con su objetivo básico de estabilizar el poder adquisitivo de la moneda doméstica. Sin embargo, garantizar la estabilidad requiere, además, que las facultades discrecionales del directorio sean reducidas o eliminadas.

<sup>10</sup>. Sobre esta cuestión véase Marshall, Jorge, en obra citada en la nota anterior, páginas 53-63; el autor analiza el tema de independencia del Banco Central para los casos de Estados Unidos, República Federal de Alemania, Francia, Japón, Corea e Inglaterra, y performances en materia de inflación.

La carta orgánica actual, por el contrario, instituye la dependencia respecto del ministerio de economía cuando reza que las acciones del BCRA sobre política monetaria, cambiaria y financiera seguirán las directivas que el gobierno nacional dicte por intermedio del ministerio de economía. A partir de allí queda abierta, como en seguida se verá, la posibilidad de financiar inflacionariamente el déficit fiscal.

i) Por el artículo 18, con compras de títulos públicos en operaciones de mercado abierto, el BCRA puede adquirir hasta el 15% del monto de esos valores en circulación, límite que puede ser ampliado de mediar el consenso unánime de los miembros del directorio.

ii) Por el artículo 51, se autoriza que tenga una cartera de valores públicos de hasta el 35% del total de los depósitos en el sistema bancario.

iii) Por el artículo 29, el BCRA puede acordar al Tesoro adelantos transitorios por hasta el 30% de la recaudación tributaria de los últimos doce meses, donde los costos de este endeudamiento serían a convenir<sup>11</sup>.

Estas tres fuentes de financiamiento son una invitación a la indisciplina fiscal y a la alimentación monetaria del proceso inflacionario. Por otra parte, que los intereses del préstamo sean a convenir, en el caso de los adelantos transitorios, es una discrecionalidad que puede traer elevados costos de asignación de recursos en la medida que se aparten del costo de oportunidad que establece el mercado de fondos prestables.

Nuestra propuesta es que estas fuentes de endeudamiento del Tesoro con el BCRA deben ser acotadas en la carta orgánica, y que se debe eliminar aquella discrecionalidad del directorio de fijar el precio de estos préstamos a valores distintos a los del mercado.

Para cubrir desequilibrios transitorios del Tesoro Nacional, por desfases producidos entre percepciones puntuales de recursos y gastos continuos, cualquier indicador referencial para el volumen de préstamo autorizado a acordar puede resultar discrecional. Una característica deseable es que sea determinable en términos nominales<sup>12</sup>, de forma que el volumen de préstamo en términos reales se reduzca al aumentar la tasa de inflación. Por otra parte, como el Tesoro vende impuestos y paga insumos (gasto público), una proporción del volumen de ventas podría utilizarse como indicador de su capital de trabajo necesario. En este sentido, hasta un doceavo del monto de recursos tributarios recaudados en el período fiscal previo al de solicitud del endeudamiento, capitalizados a precios del mes de diciembre, puede resultar una cota razonable. La carta orgánica debe especificar que son posibles nuevos adelantos, en el período fiscal actual, en la medida que el saldo impago haya sido redimido con utilidades del BCRA o resulte inferior a la cota máxima del doceavo de los recursos tributarios. En el nuevo período fiscal, el indicador referencial en términos nominales crecerá acorde más o menos al proceso inflacionario habido en el período fiscal inmediatamente anterior; el saldo impago, de no haber sido cancelado con las utilidades, evolucionará nominalmente acorde a la sucesión de tasas de interés periódicas del mercado. Si es que de la diferencia de los últimos dos conceptos, y en el orden establecido, resulta un saldo, tendrá entonces el Tesoro capacidad de nuevo endeudamiento en el período fiscal corriente.

Sólo para obtener números redondos, supongamos que la recaudación tributaria en el período fiscal previo haya sido del 24% del PBI y que se mantenga a lo largo del tiempo, y que el BCRA no tenga beneficios. De no mediar deflación, el volumen máximo de endeudamiento (stock) en términos reales sería del 2% del PBI si es que fuese solicitado el 1 de enero del período nuevo. Aún en el supuesto de suficientes utilidades anuales del Banco como para absorber los saldos impagos por descuentos concedidos al Tesoro, la expansión monetaria resultante -por éste concepto- no parece que pudiera afectar la tasa de inflación. Aún cuando de acuerdo al último informe del Banco Mundial el PBI per cápita cayó un 25% en la última década, un crecimiento del producto real anual del 2% quitaría posibilidad inflacionaria a una expansión de base de igual magnitud (supuesta elasticidad unitaria de la demanda real de dinero respecto al ingreso real), lo cual sería una empresa factible para una Argentina con su sector público reestructurado.

11. Véase Propuesta de FIEL, presentada al Congreso de ADEBA, septiembre 1990, la cual aquí seguimos.

12. Véase el trabajo de FIEL mencionado.

Relativo al tema de endeudamiento, nuestra propuesta es que el Tesoro debe ser la única institución del sector público con esta facilidad de préstamo del BCRA. Debe, en la carta orgánica, excluirse la posibilidad de endeudamiento con la autoridad monetaria a los bancos oficiales de las distintas jurisdicciones y las administraciones gubernamentales provinciales y municipales.

Respecto a las operaciones de mercado abierto, valen las siguientes consideraciones. En primer lugar, que esta operatoria, en la evaluación de gran mayoría de los especialistas en la materia, es el instrumento de política monetaria más apto para afectar rendimientos y volúmenes de los activos financieros<sup>13</sup>. Es notoriamente superior a los encajes legales puesto que, entre otras cosas, variaciones de éstos producen importantes "ruidos" en los negocios bancarios, aumentando la incertidumbre en el sistema económico. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que en realidades inflacionarias como la nuestra, con un mercado de capitales que está en pañales por el propio proceso inflacionario y la incertidumbre abundante en el entorno, la utilidad de la política monetaria y sus propios instrumentos está obviamente afectada.

Desatado un proceso inflacionario de la magnitud del de Argentina, ¿qué importancia puede tener, en presencia de tasas de inflación mensuales del 15% o más, hacer sintonía fina con operaciones de mercado abierto, cuando la tarea de sintonizar puede ser una ocupación demasiado riesgosa para las propias autoridades?. Lo que importa en estas circunstancias es la política fiscal con un sentido preciso: controlar por todas partes o eliminar el déficit fiscal.

Por lo antes expresado, nuestra propuesta es que, por un lado, el Tesoro esté capacitado para colocar títulos públicos a la búsqueda de financiamiento, inclusive utilizando los servicios de su agente financiero, el BCRA<sup>14</sup>, pero, por otra parte, éste debe abstenerse de realizar operaciones de mercado abierto que impliquen un financiamiento al Tesoro, para recuperar, luego de varios períodos de estabilidad, este eficaz instrumento de la política monetaria. Así las cosas, la reforma de la carta orgánica debiera eliminar esta operatoria o dejar estipulado que sólo puede utilizársela por montos acotados<sup>15</sup>, cuando en los doce meses inmediatos anteriores la tasa de inflación no ha superado el 10% anual.

Alguien crítico acerca de lo sugerido podría preguntarse si tiene sentido la existencia de un Banco Central que tiene limitada la posibilidad de la operatoria de mercado abierto. Frente a esa hipotética pregunta dos consideraciones. La primera, el Banco Central podría cumplimentar muy bien su misión de estabilizar el poder adquisitivo de la moneda sin ser el primer actor de la escena. La segunda: un Banco Central que falla reiteradamente en su objetivo de estabilizar puede sí terminar eliminado, de hecho o de derecho, si la hiperinflación se enseñoorea en el sistema y opera una *dolarización impuesta por el mercado* o una *dolarización explícita* traída como reforma monetaria a los fines de salir de aquella situación<sup>16</sup>.

Un banco central independiente, con las facultades de préstamo acotada al Tesoro y nulas a los distintos entes que integran el sector público, tiene media batalla ganada en su objetivo de estabilizar el poder adquisitivo de la moneda. La otra mitad la tendrá eliminando las otras fuentes de expansión primaria: el crédito doméstico al sector financiero privado y el sector externo.

13. Véase Friedman, M., op. cit..

14. No corresponde a la carta orgánica normar sobre esta cuestión, aunque desde ya interpretamos que lo mejor que podría hacer es, en el actual contexto, dar señales de que con fondos genuinos -incluidos aquellos derivados del crecimiento de la demanda real de dinero- intentará rescatar la deuda pública pendiente en su vencimiento.

15. Como lo establece FIEL en su propuesta: 1% de la base monetaria no remunerada al 31 de diciembre.

16. Para un tratamiento en extenso de esta cuestión véase Almansi, A. y C. Rodríguez, op. cit..

## 7. Expansión monetaria, sector externo y arreglo institucional

En referencia a la expansión monetaria debida al sector externo, esto puede ocurrir porque se tiene un modelo de dinero *endógeno*, consecuencia de un arreglo institucional específico en el mercado cambiario: un tipo de cambio fijo o algunas de las variantes que conducen a un compromiso de la autoridad monetaria a defender un determinado valor fijado para la moneda doméstica, aunque sea un valor variable en el tiempo<sup>17</sup>.

La *flotación limpia*, por otra parte, es el arreglo institucional que quita al Banco Central del mercado de cambio<sup>18</sup> y, por lo tanto, elimina la posibilidad de movimientos de base monetaria debidos a procesos que ocurran en ese mercado. El Banco Central, con este arreglo, al poder fijar la cantidad de dinero nominal del sistema, determina un modelo de dinero *exógeno*.

La autoridad monetaria puede, en algunas circunstancias, programar acciones sobre el mercado de cambios, para un determinado período de tiempo, teniendo como restricción concluirlo con la misma cantidad de reservas que las disponibles al comienzo y con el objetivo de estabilizar el valor del tipo de cambio establecido en el mercado, o la tasa de interés, o ambos. Se trata de un caso de *flotación sucia* que puede no resultar exitosa si para la evaluación se toma en cuenta reservas, y también el saldo de los movimientos de base monetaria implicados por dicho accionar. Por más que se pudiese decir al fin del período: "es como si el Banco Central no hubiese participado en el mercado", la corrección de esta modalidad operativa dependerá del logro de la estabilización de las variables objetivo. Si esto último no es logrado, y hay una probabilidad de ocurrencia alta, la sintonía fina intentada habrá tenido más costos que beneficios.

Y hay contextos que decididamente tornan dicha política enteramente desaconsejable, por más que se cumpla con la regla de no expansión de base. Pensamos que, en el contexto actual para Argentina, la incertidumbre que ocasiona la autoridad monetaria sobre los agentes económicos, por emprender acciones como la relatada en el párrafo anterior, puede ser tan dañina como la inflación misma. En rigor, el perjuicio mayor que causa la inflación sobre la comunidad de agentes económicos es la incertidumbre que produce, y los impactos negativos que de allí se difunden al sistema de precios relativos. Por las anteriores consideraciones, nuestra propuesta de arreglo para el mercado de cambios es que la carta orgánica establezca la libre flotación del tipo de cambio para el caso general y, como excepción, la flotación sucia cuando la tasa de inflación sea inferior al 10% anual en los doce meses previos. Como agente financiero del Tesoro, el Banco Central participará en el mercado libre de cambios para adquirir las divisas que aquél le encomiende, requiriéndole los recursos para tal fin.

## 8. Expansión monetaria, sector financiero, encajes y garantía de depósitos

En referencia al sector financiero privado, así como el BCRA debe excluir -modificando su carta orgánica- las variaciones en los encajes legales como instrumento de la política monetaria, tampoco debe tener la posibilidad de prestar a los intermediarios financieros.

En un sistema de encajes fraccionarios, las fuentes por las cuales la autoridad monetaria emite por requerimientos del *sector financiero privado* son varias. Por una parte, para cumplimentar las exigencias de encaje legal -que pueden surgir por haber elevado éste la autoridad- u otras relaciones técnicas por ésta establecidas.

Por otra parte, la condición de *prestamista de última instancia* en el sistema hace que, en determinadas circunstancias (pánico), bancos que aún cumpliendo habitualmente con sus obligaciones de encajes y de relaciones técnicas, viéndose desbordados por el deseo generalizado de conversión de depósitos a moneda local por parte de los titulares, deban recurrir a la autoridad monetaria en búsqueda de los fondos necesarios para honrar sus compromisos con los depositantes. Si el banco en cuestión es solvente, reestablecida la confianza podrá, con el reflujo de los depósitos, devolver a la autoridad monetaria los importes acordados.

Otro motivo por el que la autoridad monetaria se puede ver obligada a emitir, ligado a la situación antes descrita, es cuando, con *garantía de los depósitos*, uno o más bancos

17. Véase Apéndice B.

18. Excepción hecha de circunstancias consideradas en el Apéndice B.

entran en situación de quiebra desde el punto de vista económico y deben ser liquidados por aquella. En estas circunstancias, el BCRA redime con base los pasivos garantizados de los bancos en cuestión. Por más que el BCRA sea un acreedor privilegiado en la recuperación que de la cartera activa y venta de otros bienes de las entidades fallidas se haga, el proceso es habitualmente muy dilatado en el tiempo y el porcentaje de recuperación de base emitida es bajo<sup>19</sup>.

Ahondando en el tema, en situación de corrida generalizada sobre el sistema bancario, que el BCRA cumpla con la misión de prestamista de última instancia implica, explícita o implícitamente, la existencia de la garantía de los depósitos. Es muy difícil para la autoridad distinguir en esa situación cuál es un banco solvente y cuál no. Debiera disponer un sistema de alerta en la dependencia de supervisión bancaria casi perfecto que le permitiera instantáneamente identificar los "bancos problema" y a esos separarlos de la posibilidad de que usen su servicio de prestamista de última instancia.

Respecto a lo último, un dilema para la autoridad monetaria, en el caso argentino, es si un banco oficial es el que debe salir, más si es de provincia y aún más si es el de la Provincia de Buenos Aires. Por el Pacto de San José de Flores -uno de los acuerdos preexistentes que debió ser respetado para la institucionalización del país- la capacidad de la autoridad monetaria para disciplinar a tal institución es prácticamente inexistente.

## 9. Los juegos especulativos a la Ponzi y la garantía de los depósitos

Para imposibilitar los préstamos (emisión) del Banco Central al sistema financiero en un esquema de encaje fraccionario, las condiciones requeridas resultan prácticamente inalcanzables.

En efecto, implican, entre otras cosas, que no exista garantía de los depósitos. Esta institución, cuando no media un buen sistema de supervisión bancaria que controle el riesgo de la cartera activa de los bancos, en un contexto de tasas de interés determinadas por el mercado, es una puerta abierta al desarrollo de *juegos especulativos a la Ponzi*<sup>20</sup>. En realidad, estas tasas "son aparentemente de equilibrio, no son efectivamente pagadas por los deudores, distorsionan la asignación de recursos y generan indefiniciones y redistribuciones patrimoniales"<sup>21</sup>.

Veamos en qué consisten los juegos especulativos a la Ponzi: Si por malas colocaciones de cartera un banco comienza a tener problemas para atender los flujos de extracción de depósitos en sus vencimientos (vista o a plazo) más sus respectivos intereses, su dificultad no será puesta en conocimiento de la autoridad monetaria (para evitar sanciones que pudieran llegar a sacarlo del negocio) sino que intentará resolverla incentivando el flujo de nuevos depósitos a partir del expediente de elevar la tasa de interés pasiva. Esto originará a futuro mayores exigencias de devoluciones de fondos que, por no poder cambiarse rápidamente la calidad de la cartera y su tasa de rendimiento, obligará a incentivar aún más el flujo de nuevos depósitos. Para ello, deberá subir más la tasa de interés pasiva.

Por otro lado, los otros bancos, que pueden disponer de una situación sólida de solvencia, se preocuparán por la salida de depósitos que aquella alza de tasa pasiva ocasiona. Se verán inducidos ellos también a elevar la tasa pasiva como instrumento de retención de sus pasivos.

Al difundirse el alza de tasas pasivas, aumenta también el riesgo en la cartera de colocaciones de todo el sistema. Al encarecerse la fuente de financiamiento de los bancos, los buenos clientes, ante el alza de la tasa activa buscarán cancelar sus deudas bancarias y la participación de los clientes riesgosos irá en continuo ascenso.

Llegará un momento en que la autoridad monetaria querrá poner fin a este desbarajuste y, con las dificultades del caso, tratará de identificar culpables e intervendrá. La corrida que se genera contra el sistema requiere del feriado bancario y la posterior salida de las "instituciones problemas". Luego de efectuada la limpieza, la autoridad anuncia que los

19. Véase Piékarz, J., op. cit., sobre distintos aspectos de la garantía de los depósitos.

20. Véase Fernández, R. 1987 y 1982, Le Fort y Ruiz Tagle, op. cit.; Minsky, H., op. cit., y Zahler, R. y Valdivia, op. cit..

21. Véase Zahler, R. y Valdivia, op. cit., pág. 275.

depositantes cobrarán sus acreencias, que el resto de las instituciones son sanas y que a tantos días vista concluye el feriado.

El anterior desarrollo de acontecimientos es factible si existe la garantía *plena* de los depósitos, ya que origina una total despreocupación de control de aplicaciones que hace el intermediario financiero de los fondos de sus acreedores depositantes. Así, si el banco quiebra, la autoridad les restituirá a los depositantes sus acreencias, no habiendo riesgo de pérdidas de capital<sup>22</sup>, salvo las que ocurren en inflaciones agudas por la demora en la restitución de los depósitos. Pero en estas circunstancias la misma autoridad monetaria estará interesada en abonar los depósitos rápidamente, para evitar que cunda la desconfianza sobre los pasivos emitidos por otros intermediarios.

Si la garantía fuese *parcial* y de porcentaje alto, aplicado a todos los depósitos, no impediría, sin embargo, el desarrollo de juegos a la Ponzi. Sólo agentes económicos extremadamente adversos al riesgo realizarían el monitoreo de las colocaciones de los bancos.

Si la garantía fuese total para "depósitos menores" y parcial para "depósitos mayores", la tendencia sería a dividir a los últimos para tener la garantía total.

Si el servicio de la garantía tuviese costo pero éste fuese uniforme por unidad monetaria de depósito, no se internalizaría diferencialmente los riesgos que en materia de cartera activa produce cada banco, razón por lo cual los comportamientos favorables a la asunción de riesgo creciente subsistirían.

Si la garantía tuviese costo diferencial de acuerdo a los riesgos que produce cada banco a la cartera total del sistema, los incentivos por reducir riesgos de parte de los bancos riesgosos pueden verse más que compensados por una tendencia contrapuesta de jugar al albur de hacer ganancias prestando a clientes de elevado riesgo.

## 10. Los seguros de depósitos y la expansión monetaria

Si en el arreglo institucional inicial existe la garantía de los depósitos, se debería, antes de eliminarla, formar alguna institución de *seguros de depósitos* a cargo del Estado, para evitar los desplazamientos masivos de depósitos hacia las instituciones que continúen con garantía implícita (bancos oficiales) o las consideradas solventes por los agentes económicos (básicamente, bancos extranjeros). Empresas aseguradoras privadas, que estuviesen dispuestas a cubrir estos riesgos, es sumamente difícil que aparezcan cuando la corrida de depósitos, generadora de problemas de los bancos, puede ser resultado de la propia acción gubernamental.

El diseño de un sistema de seguro de depósitos no es sencillo, ni garantiza que el Banco Central no tenga que otorgar préstamos a las aseguradoras, de acuerdo a lo que viene sucediendo en el sistema financiero americano. Respecto de esta cuestión, y por las dificultades financieras e insolvencia de numerosos bancos y compañías de crédito, los problemas, tanto de la institución aseguradora de los depósitos bancarios (FDIC) como de la aseguradora de los depósitos en compañías de ahorro y préstamo (FSLIC), han ido en ascenso en las últimas dos décadas, configurando una situación de crisis. La última de ellas ha llevado a que el FDIC prácticamente absorba al FSLIC, debiendo también allí tomar las cajas de crédito seguro<sup>23</sup>.

## 11. Encaje legal, calidad de cartera y mercado de préstamos interbancarios

Las restantes condiciones para imposibilitar los préstamos (emisión) del Banco Central al sistema financiero en un esquema de encaje fraccionario, son:

a) que la autoridad, fijado el encaje legal, lo deje inmutable de forma de permitir que los intermediarios organicen el negocio bancario con un horizonte de certidumbre en lo referente al mismo. Aumentos en los encajes, sobre todo de los niveles acostumbrados en nuestro país, generan serios problemas a los intermediarios en el corto plazo, por los cambios coercitivos de portafolio a que se los somete. Además, no siempre está en su

<sup>22</sup>. Sobre estos aspectos, véase Zahler, R. y Valdivia, op. cit., y Le Fort y Ruiz Tagle, op. cit..

<sup>23</sup>. Véase, en referencias bibliográficas, las revistas de diversas regionales del sistema de la Reserva Federal, que con frecuencia tratan el tema.

posibilidad cumplimentar con lo pretendido por la autoridad. Cuando esta situación es más o menos generalizada, la salida es la generación de una línea de redescuentos para facilitar la adaptación a los nuevos valores de los encajes.

b) Que la calidad de la cartera de los bancos sea de tal excelencia que los quebrantos posibles no afecten de forma significativa el patrimonio neto de la institución. Sobre esta cuestión, las relaciones técnicas entre pasivo y patrimonio neto consideradas razonables, en un esquema de encaje fraccionario, estipulan que no debería ser inferior a 10. Si los encajes establecidos, que deberían ser bajos -próximos a los técnicos-, generan una capacidad prestable del orden del 80-85%, una cartera activa con problemas sólo en el 10% puede estar afectando el patrimonio neto de manera fundamental.

c) Que existiera un mercado de préstamos interbancarios desarrollado, de manera que los intermediarios con desequilibrios transitorios, originados en inesperados aumentos en el volumen de extracción de depósitos, puedan resolver las deficiencias de encaje allí prestamente.

### III: LA PROPUESTA DE BANCA SIMONS

#### 1. La propuesta de Simons de encaje del 100%

Por las observaciones efectuadas en el capítulo anterior sobre el sistema de encajes fraccionarios, y su incapacidad para impedir el endeudamiento del sector financiero, consideramos fundamental el establecimiento de un *encaje del 100%* sobre los pasivos a la vista de los bancos.

Esta proposición no debe ser confundida con las experiencias de *nacionalización de depósitos* que hubieron en el país durante 1946-57 y 1973-76<sup>24</sup> que, en términos generales, implicaron que la banca comercial de depósitos y descuentos llevara adelante operaciones por cuenta y orden de la autoridad monetaria.

Este esquema de nacionalización funcionó en el marco de una difundida interferencia estatal en todos los mercados de la economía, con fuertes subsidios hacia algunas actividades (básicamente los sectores productores de bienes competidores de importaciones y actividades consideradas "estratégicas") e impuestos cobrados, por distintos procedimientos, a los sectores ligados a la exportación (básicamente del sector agrícola-ganadero).

En ese contexto, el sistema fue utilizado como "instrumento del desarrollo económico", siendo un gran contribuyente a las distorsiones asignativas generalizadas que se diseñaban desde la administración gubernamental, basada en una visión especial sobre la organización económica de la sociedad y donde las restricciones presupuestarias tenían importancia nula en las decisiones de los administradores. Redescuentos por doquier, tasa de interés controlada y negativa en términos reales, crédito selectivo, etc., es el ambiente del sistema financiero en esos períodos.

El sistema de encaje del 100% que propiciamos es totalmente diferente. Está en línea con la propuesta del economista americano Henry Simons de la década del 30, retomado luego entre otros por Milton Friedman y, en nuestro país, por Roque Fernández<sup>25</sup>.

#### 2. Principales diferencias con la nacionalización argentina de depósitos

Veamos en qué consisten las principales diferencias.

En primer lugar, diferente porque los bancos no actúan por cuenta y orden del Banco Central. Los bancos, en un espacio determinado para la realización de operaciones, son tomadores activos de decisiones y operan guiados por los principios que motorizan a cualquier unidad productiva, esto es, la maximización de beneficios. El espacio a que nos referimos es la generación de servicios de custodia al dinero de los depositantes a la vista, ya que en este sistema -al igual que en el caso teórico de la nacionalización- el monopolio de emisión de pasivos monetarios está en manos del Banco Central. Por lo anterior (y por el nivel del encaje), los bancos comerciales no son productores ni préstamos ni multiplicadores de depósitos.

En segundo lugar, porque por los servicios de custodia el banco comercial, que está en competencia abierta con otros bancos, cobra comisiones competitivas. En la nacionalización, por otra parte, las comisiones cobradas por los bancos eran pagadas por el Banco Central, y estaban relacionadas a sus gastos operativos.

En tercer lugar, porque el sistema Simons no establece mayores restricciones a la entrada de nuevos oferentes. En la nacionalización de los depósitos la restricción a la entrada es casi plena.

En cuarto lugar, porque en el sistema Simons, que no deja a la economía sin actividad de crédito, los bancos comerciales no reciben redescuentos del Banco Central para tal actividad. Bajo nacionalización, y para instrumentar el crédito selectivo, los bancos recibían los fondos vía el redescuento y la orden respecto a quién prestar.

En quinto lugar, porque el sistema Simons es de banca libre; tasas de interés, precios de los servicios, comisiones y volumen de crédito los determina el mercado. En la nacionalización estas remuneraciones y cantidades eran "controladas" por la autoridad monetaria.

<sup>24</sup>. Sobre estas experiencias puede verse Arnaudo, A. 1987 y 1989.

<sup>25</sup>. Véase Simons, H. op. cit. y Friedman, M., op. cit.; Fernández, R., 1983 y 1987.

### 3. Sistema Simons, cobertura de depósitos y supervisión bancaria

Pero el sistema Simons es mucho más que lo anterior y vale la pena detallarlo. Por establecer un encaje del 100% sobre los depósitos a la vista del sistema, no requiere ni la institución de garantía de los depósitos ni algún mecanismo como el seguro de depósitos que cubra los riesgos de falencia de los intermediarios.

Tampoco requiere un instituto de supervisión bancaria super especializado en estudio de la cartera activa de los bancos que permita individualizar las "instituciones problema" y recetar las medidas correctivas. Esto de por sí trae una liberación importante de recursos productivos que pueden dirigirse a los mejores usos alternativos, mejorando la asignación de recursos en la economía.

La autoridad debería únicamente organizar un sistema de información que le permitiera conocer rápidamente la posición de depósitos a la vista en el conjunto de bancos; establecer, en base a estudios de comportamiento de los depósitos, un encaje técnico, ofreciendo sus bóvedas para que los bancos remitan el excedente entre encaje al 100% y el encaje técnico más un margen de seguridad.

Podría, por lo antes dicho, quedar un margen de problema en el caso que algún banco quiebre, teniendo el Banco Central que redimir a los titulares de los depósitos la fracción descubierta. Independientemente que se podría idear algún mecanismo de avales de activos a favor del BCRA para atemperar esta eventualidad, el orden de magnitud del problema en cuestión es despreciable cuando se lo compara con el potencialmente derivable de un sistema de encajes fraccionarios establecido en valores próximos a los técnicos.

El sistema propuesto soluciona también uno de los problemas mayores del sistema de encaje fraccionario, tal como se manifiesta en los países avanzados -especialmente Estados Unidos-, cual es el fenómeno del conglomerado. Dentro de éste, en un sistema de encaje fraccionario, el banco produce préstamos dirigidos a empresas ligadas, quedando la tasa de rentabilidad de la cartera activa del banco expuesta a los avatares de los sectores en que operan las empresas del grupo<sup>26</sup>. Para el caso argentino, en la opinión de algunos autores, la crisis bancaria de 1980 está emparentada al fenómeno mencionado.

### 4. El sistema de reservas fraccionarias, la banca Simons y la actividad de crédito

En referencia a crédito en el sistema financiero, la propuesta Simons implica un giro total respecto a la forma en que aquél es obtenido en comparación al sistema de encaje fraccionario. En el último, los bancos, con obligaciones de encajes inferiores a la unidad -normalmente con valores distintos según el tipo de depósitos- emiten pasivos monetarios y otros de más largo plazo de los cuales derivan la capacidad de préstamo, asignándola a ésta en los plazos que permitan las modalidades de conversión de depósitos a efectivo por parte de los particulares y la variabilidad que los comportamientos promedios tengan. En ambientes no inflacionarios, sin perturbaciones generadas por la autoridad monetaria, ni provenientes del *sector real*, y sin desarrollo de problemas *moral hazard*, el sistema de encajes fraccionarios puede intermediar adecuadamente tanto en el mercado del dinero como en el mercado del crédito, contribuyendo a la estructuración del sistema de pagos y a la intermediación del ahorro a la inversión.

Sin embargo, e independientemente que el no cumplimiento de las condiciones estipuladas debilita al anterior sistema en su capacidad para actuar eficazmente en ambos mercados<sup>27</sup>, en general, el arreglo institucional no es neutral respecto al desarrollo del mercado de capital.

<sup>26</sup>. Para algunos autores americanos el fenómeno del conglomerado no siempre es perjudicial. El problema mayor sería la restricción legal de los bancos que no pueden diversificar riesgos desarrollándose interestatalmente. Véase, entre otros, Sellon jr., G., op. cit..

<sup>27</sup>. Por caso, una inflación aguda y de variabilidad elevada concentra los pasivos de los bancos en plazos cortos.

En efecto, tanto las restricciones a la entrada en la industria bancaria, que habitualmente se asocia al esquema de encajes fraccionarios para favorecer la salud del sistema, así como el diseño de la estructura impositiva y la existencia de la garantía oficial de los depósitos, sesgan el desarrollo del mercado de capitales. Sea por el lado de los oferentes de fondos (agentes superavitarios), sea por el de los demandantes de fondos para financiar proyectos de inversión de mediana y larga maduración (agentes deficitarios), se encuentran incentivos para concretar este proceso a través de la intermediación bancaria, caracterizada por la emisión de pasivos de plazos de vencimientos notoriamente inferiores a los de las colocaciones duras efectuadas.

Por ejemplo, con intereses deducibles del balance impositivo (para el empresario) cuando la financiación es vía deuda, que no implica a priori pérdida de grados de control de la empresa, frente a dividendos distribuidos que no se desgravan cuando la financiación es vía emisión de acciones y que implica la pérdida de algún grado de control de la misma, para el caso normal, la opción que elige el empresario es obvia. Para el colocador de fondos, entre un activo garantizado (los depósitos), que produce intereses no computables en el impuesto a las ganancias, frente a un activo que no está garantizado (acción) y que de producir dividendos los debe incorporar al impuesto, la opción que elige es también obvia. En concreto, se incentiva la financiación de la inversión a través de endeudamiento con el sistema bancario con las características antes mencionadas, y no a través de colocación de títulos de plazos medianos y largos que corresponderían a la inversión. Los títulos a que hacemos referencia son *obligaciones negociables, debentures, acciones, aceptaciones*, etc., que se comercializan en el mercado de capital.

Entonces, ante cualquier tipo de perturbación adversa de alguna relevancia, por ejemplo, quiebra de algún deudor importante traída por cambio en el tipo real de cambio, cambios en el portafolio deseado de los particulares, pérdida de cosechas, cambio en el encaje legal establecido por la autoridad monetaria, el sistema financiero se muestra especialmente débil por el problema del *descalce* de plazos<sup>28</sup>.

## 5. La banca Simons, el mercado del dinero y el del crédito

El sistema Simons, en forma contraria al de reservas fraccionarias, establece un quiebre entre el mercado del dinero y el mercado del crédito que induce al desarrollo del mercado de capitales, como a continuación se detalla.

Las instituciones financieras (bancos) se reorganizan en dos secciones. La primera de ellas produce servicios de custodia al dinero colocado en forma de depósitos a la vista (que no ganan intereses) y por el cual se cobra a los clientes una comisión competitiva. Los fondos depositados en esta sección están plenamente garantizados a partir del encaje del 100% a los mismos.

La segunda sección produce servicios para el mercado de capital, donde el banco no emite pasivos propios -excepción hecha de sus propias acciones-, brindando a los colocadores de fondos las obligaciones emitidas por las empresas tomadoras de crédito (aceptaciones, debentures, acciones, obligaciones negociables) de acuerdo a las preferencias que tengan los ahorristas tanto en materia de plazos como de deseos de asunción de riesgo, cobrando por ello a las partes una comisión.

Con este arreglo puede la segunda sección, teniendo en cuenta las preferencias tanto de los colocadores como de los demandantes de fondos, constituir y administrar *fondos comunes de inversión* cuyas cuotas partes serán titularizadas por los colocadores de fondos y donde los fondos recaudados irán a parar a las bolsas de valores, a los emisores de los pasivos o a los tenedores que se desprendieran de los mismos. Del rendimiento que producen los papeles que administra cobra una comisión, quedando el remanente a disposición de los cuota-partistas en proporción a la tenencia que tengan respecto al capital del fondo. La característica que tienen los títulos comerciados en esta sección es la de *no estar garantizados* por la autoridad monetaria, como ocurre por otra parte con los papeles privados en el ámbito bursátil.

Es evidente que mientras más pericia tengan los equipos técnicos que operan en la sección segunda de un banco, en el sentido de capacidad de generar tasas de

<sup>28</sup>. Las ideas que sobre este tópico desarrollamos son deudoras extensamente de los escritos de Roque Fernández.

rendimiento de mercado para los colocadores de fondos y costos financieros competitivos para los emisores de pasivos en sentido estricto, más desarrollo tendrá la sección, acrecentando las posibilidades de beneficios para los accionistas del banco.

## 6. Sistema Simons y corridas bursátiles

El sistema descrito es a prueba de corridas bancarias, en el sentido que éstas no pueden existir y, por lo tanto, desarticular el sistema de pago establecido en la sociedad, ya que los depósitos a la vista están respaldados al 100% con dinero base.

Sin embargo, no es a prueba del deseo de huir de papeles-títulos, por parte de sus tenedores, hacia el dinero base. Ocurre, empero, que quienes se vean invadidos de tal angustia, por la intensidad de oferta que pondrán en el mercado, sufrirán una pérdida de capital<sup>29</sup>.

En caso de corrida bursátil, seguramente durante algún tiempo, tanto en la sección segunda de los bancos así como en los otros componentes del mercado de crédito, las caras estarán largas y quien necesite fondos tendrá dificultades para conseguirlos. De todas maneras, más tarde o más temprano se irán restableciendo las expectativas empresariales normales y los colocadores de fondos reconocerán y procesarán el nuevo dato en la economía, tomando decisiones de oferta de financiamiento, en materia de riesgo y rendimiento, acorde al nuevo escenario planteado. Este irá llevando a la economía a posarse en el nivel de actividad de tasa natural de desempleo<sup>30</sup>.

Pero debe decirse, en defensa del sistema Simons, que el sistema de encaje fraccionario tampoco es a prueba de huida de papeles. Posiblemente, en circunstancias que faciliten el desarrollo del mercado de capitales, el sistema Simons desarrolla a éste más ampliamente respecto al que ocurre bajo encaje fraccionario y, por lo tanto, por la diferencia de nivel de actividad, la corrida bursátil podría ser, en principio, menos intensa en este último arreglo.

Sin embargo, debe considerarse que los bancos, que bajo reservas fraccionarias emiten pasivos a interés, cotizan también sus papeles en bolsa. Luego, por la baja abrupta de sus acciones, no solo la banca participa del proceso de corrida bursátil sino que es probable que, aún con garantía, algún grado de corrida a los depósitos también se desate, realimentando así -a través de expectativas negativas- el ritmo de huida de los papeles.

Pero al margen de la última consideración realizada, y tomando que la corrida bursátil corresponde al sistema Simons y la corrida bancaria al sistema de reservas fraccionarias, la desventaja de este último sistema es tener un proceso de ajuste más lento, consecuencia de la tasa de conversión fija y unitaria (derivada de la garantía) entre el pasivo bancario y la unidad monetaria, en un contexto donde el valor de mercado de los activos bancarios es inferior al de los pasivos. En la propuesta Simons, la caída en los valores de mercado de los activos necesariamente implican un ajuste en el valor de los pasivos.

## 7. Críticas al sistema Simons

Como último aspecto antes de plantear el marco normativo que requiere, consideramos importante señalar algunas observaciones críticas al sistema Simons.

*a) Provisión de otros servicios de los intermediarios, distintos a los de custodia y para el mercado de capital.*

Se trata de servicios de transferencias de dinero; cobro de tasas, contribuciones e impuestos; tarjetas de crédito; red de banca electrónica. Eliminando los servicios de

<sup>29</sup>. Habrá un aumento del precio relativo del dinero respecto a los títulos, un efecto riqueza positivo para los emisores de los últimos y el efecto riqueza negativo señalado en el texto.

<sup>30</sup>. Para un análisis comparativo de trayectorias dinámicas que siguen economías en todo iguales, excepto en el arreglo institucional en el sistema financiero, véase Fernández, Roque, 1983.

cobro impositivo, que sin problemas puede dejarse de asegurar (el ente público cargará con las pérdidas en caso de falencia del banco), la cuestión es más dudosa con todo lo que es dinero en tránsito.

En Argentina, por la lenta difusión doméstica de los adelantos tecnológicos permitidos por la computarización y la electrónica en la industria bancaria, es más un problema a futuro que del presente, pero de un futuro muy próximo. En los Estados Unidos éste es uno de los grandes problemas del sector financiero, donde el sistema de pagos podría verse envuelto en serias dificultades de desarticulación ante la quiebra de unos pocos grandes bancos de no mediar seguros explícitos o implícitos para los dineros en tránsito<sup>31</sup>.

La ventaja que tendría de todas maneras la banca estilo Simons es que al no tener cartera activa riesgosa, los factores conducentes a la quiebra son reducidos y ligados a la comisión de fraudes<sup>32</sup>.

*b) Existencia de racionamiento del crédito aún sin represión financiera, por ser los mercados de crédito de información limitada<sup>33</sup>.*

Esencialmente, aún un régimen sin *represión financiera* raciona créditos, en el sentido que asigna a éstos no considerando únicamente la rentabilidad que ofrecen los proyectos sino también la posibilidad de avales que ofrezcan los demandantes de los fondos, de forma de garantizar la capacidad de repago de los mismos a los acreedores. De aquí que proyectos socialmente rentables pueden quedar sin financiamiento.

De este problema participa también el sistema de reservas fraccionarias sin garantía de depósitos. En estas circunstancias tendría sentido, en principio, la existencia de *banca pública*. La dificultad, sin embargo, estriba en: ¿qué garantía se tiene que este tipo de banca solucione eficientemente esa falla del mercado?.

Por otra parte, un sistema de reservas fraccionarias, con garantía de depósitos, con tasa libre de interés, es -como en otra parte se ha dicho- una invitación al desarrollo de juegos especulativos a la Ponzi y la probabilidad de eliminar la falla del mercado tiende a cero.

Es probable, por todo lo anterior, que mantener la falla informacional del mercado de crédito tenga un costo en bienestar menor a los derivados de las instrumentaciones para resolverla.

*c) Existencia del efectivo quiebre del puente entre mercado de dinero y mercado de crédito.*

Para el enfoque de Yale, liderado por James Tobin, existe un espectro de grados de liquidez derivado de los activos, por lo cual la línea divisoria entre lo que es y no es dinero es débil y cambiante<sup>34</sup>. La pregunta que puede surgir es entonces por qué garantizar un pasivo monetario (depósitos a la vista) y no a otros pasivos que son sustitutos próximos del dinero (aceptaciones de corto plazo).

Con referencia a éste punto, el quiebre existe en la propuesta de Simons porque, por un lado, el monopolista de emisión (el Banco Central) garantiza únicamente el pasivo que emite. Por otra parte, normativamente, define el espacio de actuación de las instituciones que están en el mercado de crédito e intermedian entre unidades superavitarias y deficitarias. Y este espacio implica la exclusión de los bancos como emisores de pasivos en sentido estricto en el mercado de crédito.

Para mostrar con un ejemplo el quiebre, supóngase que alguien en el mercado de crédito compra una aceptación a tres meses emitida por una empresa y a los diez días quiere convertirla en efectivo (ganar liquidez). Si el mercado es suficientemente

<sup>31</sup>. Véase sobre este tema Short, E., op. cit.; Parry, R., op. cit.; Edwards, F., op. cit..

<sup>32</sup>. Algunos autores entienden que están incluidos en los servicios de la sección primera y por ello garantizados en un 100%; véase Almansi, A. y C. Rodríguez, op. cit..

<sup>33</sup>. Véase Stiglitz, J. y A. Weiss, op. cit.; Le Fort V, G. y J. V. Ruiz Tagle, op. cit., págs. 39 a 42; Cavallo, D. y J. Cottani, op. cit.; y Cottani, J., op. cit..

<sup>34</sup>. Véase Rosende, R., op. cit., pág. 27.

desarrollado, él encontrará un comprador que en principio está dispuesto a endurecer (perder liquidez) su cartera teniendo un título a ochenta días.

*d) Posibilidad de efectivo control de los medios de pago por la autoridad monetaria.*

Partimos del supuesto de que el sistema monetario de la economía queda definido por el arreglo de tipo de cambio *libremente fluctuante*, y que los particulares no desean huir del dinero doméstico. Según el enfoque de Yale, una expansión baja y constante del  $x\%$  en base, compatible con una estabilidad de precios en una visión monetarista, no implica necesariamente una expansión similar en la liquidez de la economía. Luego, ver la propuesta Simons como un eficaz instrumento para el control de la liquidez puede ser un error.

Sobre este punto, y en réplica a la visión anterior, podemos decir que poseyendo los diferentes activos distintos grados de liquidez, el único de ellos que tiene aceptación universal es el emitido por la autoridad monetaria; los otros requieren que alguien los acepte si es que van a ser utilizados para liberar deudas o adquirir bienes.

Veamos lo anterior con un ejemplo. Una persona puede poseer aceptaciones de corto plazo y una deuda con el panadero. Si el panadero se la recibe como pago de cuenta, lo que hubo es un trueque. Pero es probable que al ir el panadero a comprar verduras, el verdulero le diga: "cámbiela por dinero primero, luego págume". Cuando haga esto el panadero, alguien en la economía habrá perdido la liquidez capturada por él. Si alguien en el mercado de capital quiere hacerse de fondos para financiar una inversión, deberá encontrar otro agente dispuesto a reducir su liquidez, inducido éste por la rentabilidad-riesgo que ofrece el título representativo de la deuda.

Luego si la expansión de base es baja o nula, y acorde al crecimiento de la economía, de modo tal que no resulte inflacionaria, los grados de liquidez de los distintos activos, en principio, no tendrían por qué variar. Si cambiasen, sería por un cambio en las preferencias de los agentes por motivos distintos a la misma emisión. El problema surge cuando el ritmo de creación de base se descontrola, en cuyo caso podrán existir cambios importantes en los precios relativos de los activos y entonces sí los cambios de liquidez pueden estar desacompasados respecto a los cambios en base.

*e) Factibilidad de la conversión y efectos de desintermediación.*

El arreglo de encajes fraccionario, de elevados coeficientes, que tiene la banca comercial en Argentina facilita la conversión al esquema Simons, más aún con la virtual inexistencia del sistema financiero y el bajo riesgo de la cartera de la banca privada. La operatoria sucinta es:

- i) Conversión de pasivos bancarios en pasivos a la vista.
- ii) Determinación de nueva posición de encaje.
- iii) Determinación del perfil de recupero de la cartera activa.
- iv) Concesión de redescuento por la diferencia entre la nueva posición y los encajes legales antes del cambio, con amortización del redescuento teniendo en cuenta el punto anterior.
- v) Como los deudores de los bancos seguirán necesitando del stock de crédito que tienen a momento del cambio, los bancos entonces emprenderán acciones tendientes a que los depósitos que fueron convertidos a la vista se transformen en aceptaciones bancarias y en esta medida cancelan redescuentos.
- vi) Para redimir los redescuentos pendientes de pago, porque no pueden inducir más la transformación de depósitos a la vista en aceptaciones, concurren al mercado de capitales colocando acciones, y/o generando fondos comunes de inversión (para lo cual inducen, la transformación de deudas de las empresas en acciones u obligaciones negociables).

## **8. Marco normativo y Banca Simons**

Luego de todo el desarrollo anterior sobre la banca Simons, de su significado y de sus puntos fuertes respecto tanto a solvencia del sistema monetario como al de crecimiento del mercado de capital en comparación al sistema de encajes fraccionarios, pensamos

que lo tornan un arreglo institucional claramente superior al vigente y por ello debiera ser adoptado.

Para este último cometido, las modificaciones en la carta orgánica y en procedimientos administrativos son simples:

- a) Establecimiento del 100% de encajes a los depósitos a la vista.
- b) Los depósitos a la vista menos los encajes técnicos son puestos en custodia en las bóvedas del Banco Central.
- c) La autoridad monetaria implementa, a través de técnicas modernas, la recolección computerizada de información sobre posición de depósitos de los bancos, a los fines de controlar el cumplimiento de lo indicado en b).
- d) Sobre los depósitos de la sección primera de las instituciones financieras, se otorga la garantía plena.
- e) Sobre los otros pasivos comercializados en la sección segunda, no se establece encaje ni poseen garantía alguna de parte de la autoridad monetaria, ni deben guardar relación técnica con el capital de la institución.

Las mayores modificaciones corresponden a disposiciones de la Ley de Entidades Financieras, como ser la eliminación de emisión de pasivos a interés por parte de los intermediarios bancarios, y a normas que regulan el funcionamiento del mercado de capitales. Estas últimas deben permitir una entrada más fácil al mercado y el desarrollo de la operatoria antes señalado, teniendo en cuenta normas mínimas a cumplimentar para la oferta abierta de títulos.

## IV: REFORMA DE LA BANCA PUBLICA

### 1. Banca pública nacional

#### *Introducción*

Incluimos bajo la denominación de banca pública nacional al Banco de la Nación Argentina, al Banco Nacional de Desarrollo, al Banco Hipotecario Nacional y a la Caja Nacional de Ahorro y Seguro.

El *Banco de la Nación Argentina*, en forma inicial estrechamente ligado al sector agrícola-ganadero para financiar su capital de trabajo e inversiones fijas, es hoy un típico banco de depósitos y descuentos. Eliminadas las posibilidades de los redescuentos permanentes y a tasas subsidiadas, sus fuentes de financiamiento son las mismas que las de un banco comercial.

El *Banco Nacional de Desarrollo* nace como banco de inversión dirigido a financiar la expansión de capacidad instalada, o modernización de la ya existente, de empresas industriales concediendo préstamos a largo plazo. Su fuente de fondos era, básicamente, el redescuento de la autoridad monetaria.

La erosión de su patrimonio, provocada por la inflación y el bajo índice de recuperación de su cartera activa, y las dificultades para seguir abasteciéndose vía redescuentos, hizo que fuese autorizado a la emisión de pasivos de corto plazo, convirtiéndose, poco a poco, más en banca comercial y menos en banca de inversión. Hoy sus servicios pueden ser ofertados por la banca privada.

Si se considerara relevante el argumento de *falla informacional* del mercado de crédito, habría una fundamentación para su existencia. Pero como en otra parte dijimos, no hay garantías que por la acción de la banca estatal dicha falla se solucione. Por otra parte, ¿de dónde saldrían los recursos de largo plazo necesarios para prestar a aquellos *racionados* del mercado de crédito por falta de avales, garantías, etc., teniendo en cuenta la situación del país?. Se podría pensar quizás, en los créditos acordados por países europeos recientemente, pero al ser créditos *atados* difícilmente servirían para el propósito que nos ocupa. La colocación de obligaciones negociables o acciones de un banco público de inversión en el contexto actual ¿quién podría demandarlas?.

El *Banco Hipotecario Nacional* emerge para financiar la construcción de viviendas - básicamente económicas- otorgando préstamos a largo plazo. Su financiamiento en la época de esplendor fueron las cédulas hipotecarias más la capitalización de líneas de redescuento acordadas por la autoridad monetaria. Al destruirse el mercado de capitales por efecto del proceso inflacionario, unido al bajísimo grado de recupero real de su cartera activa, las fuentes genuinas de financiamiento fueron desapareciendo. En tiempos más recientes, voluminosos redescuentos fueron la única fuente de financiamiento para conceder créditos fuertemente subsidiados.

Sobre este banco podemos decir que su existencia no se justifica. Los bancos privados pueden generar los mecanismos de financiamiento de largo plazo para atender la demanda de financiación de adquisición de viviendas de sectores solventes de la sociedad. Para otorgar subsidios a los sectores no pudientes, existen otros entes en el sector público, que teóricamente están en mejores condiciones para hacerlo, como es la Subsecretaría de Vivienda, y que avalan a aquellos con un presupuesto acordado legislativamente.

La *Caja Nacional de Ahorro y Seguro* nace como Caja de Ahorro Postal, buscando capturar capilarmente pequeños ahorros y concediendo préstamos, básicamente para consumo, a sectores que en el sistema bancario tenían dificultades para conseguirlo, incorporando luego el servicio de seguro el cual es vendido monopolicamente a los entes del sector público. Actualmente su operatoria es seguros y préstamos personales financiados a través de depósitos.

Las actividades de préstamos que hoy efectúa no son distintas a las que efectúan los bancos cooperativos. Sobre el servicio de seguros, su tratamiento requiere un marco más amplio que contemple las características del mercado asegurador, cuestión que escapa al objetivo de este trabajo.

*El procedimiento técnico y el de gestión de la reforma*

Luego de la sucinta presentación anterior de las funciones de la banca pública nacional, las opciones que se abren en materia de reforma son su cierre o una privatización de la gestión o una privatización de la propiedad en el largo plazo a través de un *Banco Nacional*. Entendemos que la segunda es de inferior preferencia que la última; ésta es factible de alcanzar en el marco de la propuesta Simons, de menores costos y sin subsidios adicionales a los ya tenidos.

El procedimiento *técnico* sería:

- a) Consolidación de activos de la banca pública nacional, valuados a precio de mercado.
- b) Consolidación de todos los pasivos, discriminando pasivos con el sector privado y con el sector público (básicamente redescuentos).
- c) Capitalización de los redescuentos.
- d) Determinación del patrimonio neto: éste, según balance a febrero de 1990, es positivo; sin embargo, teniendo en cuenta la riesgosisma de la cartera activa, es probable que resulte negativo si no hubiese capitalización de redescuentos.
- e) Conversión de los pasivos en pasivos a la vista.
- f) Determinación de la nueva posición de encaje (100%).
- g) Determinación del perfil de recupero de la cartera activa.
- h) Concesión de redescuento *por cambio de sistema* por la diferencia entre la nueva posición y los encajes legales antes del cambio, con amortización de redescuentos teniendo en cuenta el punto anterior. Es probable que, luego de la capitalización efectuada, los redescuentos por cambio de sistema no sean altos.

El procedimiento de *gestión* sería:

- i) Como en el caso de la banca privada, el *Banco Nacional* intentará transformar en aceptaciones bancarias los depósitos que fueron convertidos a la vista; en esa medida se cancelan redescuentos.
- ii) Para redimir los *redescuentos de conversión de sistema* impagos, buscará constituir Fondos Comunes de Inversión, para lo cual inducirá la transformación de deudas de las empresas en acciones u obligaciones negociables, y obteniendo con las ventas de cuota-partes los recursos necesarios para tal fin.
- iii) Durante el período de fusión de los bancos, el directorio del nuevo *Banco Nacional* realizará los activos físicos que dejen de ser de utilidad teniendo en cuenta la nueva operatoria y la necesidad de obtener beneficios para subsistir en el negocio. Con el producido de estos activos proseguirá cancelando redescuentos.
- iv) En este período también se racionalizará la dotación de empleados bancarios, de forma de posibilitar la reducción de costos operativos. Los operarios redundantes serán indemnizados acorde a lo establecido en la ley respectiva; además, bajo el supuesto de instrumentación, con el flujo de ingreso que permitiese -en período y monto- el *seguro de desempleo*.
- v) Las utilidades periódicas serán destinadas primeramente a terminar de cancelar los redescuentos de conversión del sistema.
- vi) Cancelados totalmente los redescuentos anteriores, las futuras utilidades se destinarán a constituir un *fondo específico de reserva* para adquisición del paquete accionario del *Banco Nacional*.
- vii) Completado el fondo anterior, el Estado, contra ese importe, venderá el paquete a una sociedad anónima constituida por los empleados del banco. Como la entrega del importe del *fondo específico* al Estado implicará, por la naturaleza del negocio, una disminución de recursos a disposición del banco, es necesario, a los fines de evitar desequilibrios de financiamiento, que la administración, antes de efectuar la transferencia, tenga en cuenta este aspecto.

## 2. Banca pública provincial y municipal

Estos bancos, varios de ellos inicialmente mixtos, nacieron con objetivos similares a los relatados para la banca pública nacional y han terminado siendo fuente de financiamiento del desequilibrio de las respectivas jurisdicciones provinciales y municipales.

En general sus funciones pueden ser desarrolladas por la banca privada, pero las posibilidades de reestructuración inducidas desde el poder central se reducen sustancialmente respecto al caso de los bancos públicos nacionales.

Hay provincias que resisten el poder administrador de la autoridad monetaria. La Provincia de Buenos Aires, cada vez que se encuentra en problemas saca a relucir el Pacto de San José de Flores y entonces las soluciones no son las derivadas del cumplimiento de normas establecidas para disciplinar el comportamiento de intermediarios financieros, sino que resultan de la capacidad de negociación de la autoridad monetaria.

Existe entonces la necesidad de una reforma constitucional, de índole provincial y nacional, que también será una transacción entre intereses contrapuestos, que habilite cabalmente al Banco Central a administrar la banca pública provincial y municipal.

Concedido que el objetivo de reforma sea logrado -e incorporando las restricciones derivadas de los procesos transaccionales- lo que parece factible de realizar por provincia es lo siguiente:

- a) Un sólo banco público por provincia (vale la pena mencionar que varias provincias tienen más de uno).
- b) Delegar la normativa de administración de estos entes en la Ley de Entidades Financieras y la carta orgánica del BCRA.
- c) Aplicar el esquema Simons para cada uno de los bancos de provincia, con las mismas facilidades para la conversión que el planteado para la banca pública nacional.
- d) Sugerir procesos de racionalización como el aplicado para la banca nacional de forma de obtener beneficios.
- e) Sugerir la privatización a largo plazo en favor de los empleados.

## V: CONCLUSIONES

En el trabajo se analiza en, primer término, la relación entre la reforma global del Estado y el rol que puede jugar en ella la reforma del sistema financiero. Dado el consenso existente, se postula aquí la conveniencia (necesidad) de que aquella reforma sea encarada de forma simultánea en las distintas áreas del Estado, de manera de reducir los costos de la transformación estructural y aumentar la factibilidad de su realización. No existen en la tarea de reforma costos despreciables, en especial para el factor trabajo, donde el desempleo puede ser elevado. A los fines de atemperar esto, proponemos que previamente se desarrolle un sistema de seguro de desempleo.

Analizando al actor principal de la banca del Estado y del sistema financiero, esto es, el BCRA, primeramente, y mirando la organización interna, proponemos su redimensionamiento y reestructuración consistente en transferir algunas actividades al sector privado, mientras que otras deben ser transferidas a otros entes públicos. Proponemos que los departamentos ligados a Cuentas Nacionales y Balanza de Pagos sean transferidos al sector privado, mientras que la actividad ligada a la administración de activos de entidades en liquidación lo sean a otros entes públicos. El interés es agilizar el BCRA para que cumpla adecuadamente su función esencial.

En segundo término, y participando que el objetivo básico es la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda doméstica, analizamos las causas que han llevado a su incumplimiento y mostramos la importancia de la indisciplina fiscal sobre el proceso inflacionario. Además, presentamos las ventajas de un Banco Central Independiente en un marco de facultades discrecionales acotadas. En cuanto a causas, a partir de analizar las fuentes de expansión monetaria establecemos las reformas a dar en la Carta Orgánica.

Para evitar expansión monetaria por el sector público, proponemos límites precisos para el financiamiento del Tesoro, siendo éste el único ente de dicho sector autorizado para obtener préstamos del BCRA y por el doceavo (1/12) de la recaudación tributaria del último período fiscal, a valor del 31 de diciembre.

Para evitar que el sector externo sea expansivo, luego de un análisis de arreglos cambiarios, proponemos que la carta orgánica especifique la flotación limpia como tal arreglo; excepcionalmente, flotación sucia cuando la inflación en los doce períodos mensuales previos no haya superado el 10% anual.

Para evitar la expansión ligada al sector financiero, luego de un análisis exhaustivo del esquema de encajes fraccionarios y garantía de los depósitos, haciendo especial énfasis en las potenciales derivaciones de juegos especulativos a la Ponzi que encierra, proponemos una reforma financiera.

La propuesta consiste en el establecimiento de un sistema de banca libre con encaje del 100% estilo Simons. En éste tópico analizamos la importancia de tal arreglo para el desarrollo del mercado de capital; así mismo, evaluamos críticas diversas que se le han realizado. Con el establecimiento del sistema Simons, los problemas de inestabilidad financiera, propios del sistema de encajes fraccionarios con garantía de depósitos, son eliminados. La consecuencia de lo anterior es que elimina, prácticamente, la necesidad de instituciones tales como la de supervisión del sistema bancario. Se brinda también un detalle de cómo es la conversión del sistema.

En cuanto a la banca pública, primeramente hacemos un análisis sucinto de la banca pública nacional y sus funciones, proponiéndose la fusión de todos ellos en un único Banco Nacional, el cual se somete también al esquema Simons. A largo plazo, mediando beneficios operativos, se transfiere su paquete accionario a una sociedad anónima de los empleados.

En segundo lugar, tratamos la banca provincial y municipal; planteamos los problemas constitucionales a resolver a los fines de garantizar la capacidad de administración del sistema por parte de la autoridad monetaria. Concedida la resolución de los mismos, utiliza el esquema Simons para su transformación.

En el apéndice A explicitamos la conexión déficit fiscal y proceso inflacionario, a partir del modelo monetarista.

En el Apéndice B desarrollamos los distintos arreglos cambiarios, tratando de estilizar sucesos más o menos reciente del caso argentino.

El apéndice estadístico brinda una fotografía del sistema financiero nacional.

## APENDICE A: EL MODELO MONETARISTA: CONEXION DEFICIT FISCAL Y PROCESO INFLACIONARIO

### 1. Equilibrio en el mercado del dinero

#### *La economía cerrada*

Supongamos que la economía está en una situación de equilibrio de largo plazo. En tal circunstancia, el mercado monetario, tanto para los flujos como para los stocks, estará en equilibrio. Postulamos que la condición de equilibrio para los stocks viene dada por:

$$1) M = P \cdot L(i, y); \quad L_i < 0, \quad L_y > 0$$

donde  $M$  es la cantidad nominal de dinero existente,  $P$  es el nivel medio de precios,  $i$  es la tasa nominal de interés,  $y$  es el ingreso real de la comunidad,  $L$  es la función de demanda de saldos reales.  $L_i$  es la sensibilidad (derivada parcial) de la demanda real de dinero respecto de la tasa de interés, y  $L_y$  la sensibilidad de la demanda real de dinero respecto del ingreso real.

Por simplicidad supondremos que la tasa real de interés es una constante, mientras que la tasa nominal cumple con la relación de Fisher, por lo tanto:

$$2) i = r + gPe$$

donde  $r$  es la tasa real constante de interés, y " $gPe$ " es la inflación esperada o pronosticada por los agentes económicos.

Por ser una situación de equilibrio de largo plazo, en presencia de inflación, la consistencia del modelo requerirá que los agentes económicos en promedio, pronostiquen correctamente la tasa de inflación (ausencia de ilusión monetaria en el largo plazo). Además, si los pronósticos son correctos, en ausencia de

perturbaciones, no tiene sentido que cambien; esto es, en equilibrio inflacionario de largo plazo, la inflación esperada iguala a la inflación observada.

Teniendo en cuenta 1) y 2) y las anteriores consideraciones resulta:

$$3) gM = gP + N_y \cdot g_y$$

donde la "g" antecediendo la variable indica la derivada del logaritmo natural de la variable respecto al tiempo o tasa instantánea de crecimiento. Así, "gP" es la tasa de inflación observada, "gM" es la tasa de expansión monetaria, "g\_y" es la tasa de crecimiento económico y "N\_y" es la elasticidad ingreso real de la demanda de saldos reales.

Si el ritmo de crecimiento económico hubiese sido nulo, sea porque los factores productivos permanecieron constantes o porque no hubo progreso técnico, entonces tendríamos:

$$3^i) gM = gP$$

La anterior expresión nos dice que, en una economía sin crecimiento, el ritmo inflacionario tiene el nivel de la tasa de expansión monetaria. Nada dice, en principio, respecto de causalidad entre las variables.

### *Equilibrio monetario y economía abierta*

Por otra parte, supongamos que la economía doméstica está integrada al resto del mundo, es pequeña y tomadora de precios en los mercados de bienes y de activos. Agreguemos, por simplicidad, que existe un sólo tipo de bien y que es comerciable internacionalmente. Resulta entonces:

$$4) P = E \cdot P^*$$

donde  $P^*$  es el precio en divisa del bien comerciable internacionalmente y  $E$  es el número de unidades monetarias domésticas a entregar por una unidad de dinero

internacional. Si sobre 4) aplicamos derivada del logaritmo natural respecto al tiempo obtenemos:

$$5) gP = gE + gP^*$$

donde "gE" es la tasa de devaluación (ritmo devaluatorio) y "gP\*" es la tasa de inflación internacional. Luego, la inflación que tendrá el sistema será de tipo internacional.

Si  $gE = 0$ , el valor de la tasa de inflación doméstica es la tasa de inflación internacional. Si la tasa de inflación internacional es cero, entonces la tasa de inflación doméstica es el ritmo devaluatorio.

El modelo desarrollado, con los supuestos de inicio y el agregado que no hay crecimiento económico ni inflación internacional, permite obtener:

$$3^{ii}) gM = gP = gE$$

$$2^i) i = r + gP = r + gE = r + gM$$

$$1^i) M = P.L(gP,..) = P.L(gE,..) = P.L(gM,..)$$

Por la 3<sup>ii</sup>) será el ritmo de expansión monetaria igual tanto al de inflación como al devaluatorio. Esto se traslada a la relación de Fisher (2<sup>i</sup>), informándonos que, para una dada tasa real de interés, la tasa nominal de interés se mueve como lo hace el ritmo devaluatorio y la tasa de expansión monetaria. También se incorpora en la demanda nominal de dinero (1<sup>i</sup>), obteniendo que la cantidad demandada de saldos nominales se reduce con el aumento del ritmo devaluatorio y la tasa de expansión monetaria.

## 2. Las fuentes de expansión monetaria

*El sector público*

El modelo anterior podría expandirse para incorporar las fuentes de expansión monetaria.

Supongamos, por simplicidad, que el activo del Balance del Banco Central venga dado por "reservas internacionales (oro y divisas)" y "crédito doméstico concedido al sector público y al sector privado"; que el pasivo esté constituido por la "base monetaria"; que el multiplicador de base monetaria es la unidad (por existir encaje legal de 100% sobre depósitos de los particulares en el sistema bancario privado, o porque sólo existe el Banco Central). Luego, el balance del Banco Central será:

$$6) D^g + D^{Pr} + R = M$$

donde  $D^g$ ,  $D^{Pr}$  y  $R$  son, respectivamente, crédito doméstico al sector público, al sector privado y valor de las reservas internacionales en unidades monetarias domésticas poseídas por la autoridad monetaria.

Respecto a  $D^g$ , que puede estar compuesto por adelantos transitorios, redescuentos, stock de títulos públicos en manos del Banco Central, etc., representa el stock de deuda del *sector público no financiero* con el Banco Central generado por los sucesivos déficit fiscales (*brecha* entre gastos públicos e impuestos convencionales), a lo largo del tiempo, y que no fueron cubiertas por otras fuentes de financiación.

Las fuentes de financiamiento de esta brecha pueden ser varias: el crédito externo recibido por el sector público, el crédito interno otorgado por los particulares y el crédito interno otorgado por la autoridad monetaria  $D^g$ .

Si bien  $D^g$  es sólo una parte del crédito total acordado al sector público no financiero, puede ser la totalidad en algunas circunstancias. En efecto, podría ocurrir que tanto el sector privado como los acreedores internacionales hayan ya saturado sus carteras con títulos representativos de empréstitos públicos emitidos, en cuyo caso, al menos voluntariamente, estos no serían fuentes de financiamiento de nuevos desequilibrios fiscales. O podría pensarse también que por un acto de reasignación de responsabilidades, la *autoridad económica* le transfiere al Banco Central la deuda interna y externa del sector público no

financiero. Luego en  $\underline{D}_G$  estaría todo el crédito al sector público no financiero, y el pasivo del Banco Central habría aumentado por la magnitud de la transferencia de deuda efectuada.

Podrían hacerse ulteriores consideraciones sobre fuentes de financiamiento y canales por donde transitan cuando diferenciamos la existencia de un sistema financiero privado con encajes legales por encima de los estrictamente técnicos y depósitos compulsivos en el Banco Central.

### *La expansión monetaria y el sector privado*

Respecto a  $\underline{DP}^r$ , es el stock de deuda del sector privado con el Banco Central, generado a lo largo del tiempo por el desequilibrio entre sus ingresos y gastos. Si el Banco Central es la única institución del sistema financiero, podría ser el resultado de los redescuentos efectuados de documentos comerciales y aún pendientes de pago.

$\underline{DP}^r$  es sólo una parte de la deuda total pendiente del sector privado. Podría pensarse, asimismo, que sus desequilibrios fuesen también financiados a partir del endeudamiento externo.

Sin embargo,  $\underline{DP}^r$ , en ciertas circunstancias, puede ser la totalidad del crédito al sector privado. En efecto, podría darse el caso que la deuda externa de los particulares sea comprada por la autoridad debido a la imposibilidad de atender la demanda de divisas cuando existe tipo de cambio fijo, en cuyo caso el Banco Central aumenta un pasivo -la compra de la deuda- y reduce un pasivo -disminución de la base monetaria-; o que la deuda externa privada es transferida a la autoridad monetaria -aumento de pasivo- concediendo al mismo tiempo crédito a los particulares respecto del pago de la deuda transferida<sup>1</sup>, esto es, aumento de activo.

---

<sup>1</sup>. La reforma financiera Cavallo, de julio de 1982, es el suceso que estiliza el texto.

Si existe un *sistema financiero privado* con capacidad prestable, éste intermediaría el desequilibrio del *sector privado no financiero*, siendo las unidades constitutivas de aquél, en lugar del Banco Central, las que crean un pasivo monetario -depósitos a la vista- aceptado por la comunidad para cerrar el mencionado desequilibrio.

### 3. Cierre del modelo

Tomando la derivada del logaritmo natural respecto al tiempo en 6) obtenemos:

$$7) a_1 \cdot g_{D^g} + a_2 \cdot g_{D^{Pr}} + a_3 \cdot g_R = g_M$$

donde " $g_{D^g}$ ", " $g_{D^{Pr}}$ " y " $g_R$ " representan, respectivamente, la tasa de expansión porcentual del crédito doméstico acordado al sector público no financiero, la tasa de expansión porcentual del crédito doméstico acordado al sector privado y la tasa de variación relativa de reservas internacionales en poder del Banco Central. Por otra parte,  $a_1$ ,  $a_2$  y  $a_3$  denotan la participación relativa, respectivamente, de  $\underline{D^g}$ ,  $\underline{D^{Pr}}$  y  $\underline{R}$  en la cantidad de dinero.

Si existe el sistema financiero privado, con capacidad prestable a partir de los depósitos, esto no impacta al análisis efectuado. En efecto, del balance del Banco Central resulta:

$$6^i) D^g + D^{Pr} + R = H$$

siendo  $\underline{H}$  la base monetaria.

Existiendo capacidad prestable en el sistema, es posible obtener el agregado monetario a partir de la *base* y su multiplicador. Luego:

$$6^{ii}) M = H \cdot m(i); \quad m_i > 0$$

donde  $\underline{m}$  es el multiplicador de la base monetaria y " $m_i$ " su sensibilidad interés. Se postula al multiplicador como una función positiva de la tasa de interés debido a que, con el aumento del costo de oportunidad de la tenencia de dinero, los bancos se verán acicateados a expandir el endeudamiento del sector privado y con ello el volumen de depósitos, por lo menos mientras se lo permitan los deseos de los particulares y el volumen de reservas en exceso sobre las legales.

Aplicando el operador tasa de cambio sobre la expresión anterior obtenemos:

$$6^{iii}) \quad gM = gH + \eta_i \cdot g_i$$

donde  $\eta_i$  es la elasticidad interés positiva del multiplicador de la base y " $g_i$ " la tasa instantánea de cambio de la tasa de interés. Como existe equilibrio de expectativas y tasa real de interés constante, es  $g_i = 0$ , lo que permite expresar que:

$$6^{iv}) \quad gM = gH$$

Reuniendo 7) con 3) obtenemos la expresión *del enfoque monetario de la balanza de pagos*:

$$8) \quad a_1 \cdot gD^g + a_2 \cdot gD^{Pr} + a_3 \cdot gR = gE + gP^* + N_y \cdot g_y$$

donde el miembro de la derecha expresa las fuentes de crecimiento de la demanda nominal de dinero, mientras que el de la izquierda, las fuentes de crecimiento de la oferta nominal de dinero.

Suponiendo que no existe crecimiento ( $g_y = 0$ ), ni inflación internacional ( $gP^* = 0$ ), y que la autoridad no tiene un objetivo de *reservas internacionales* ( $gR^{obj} = 0$ ), esto implica que el ritmo de variación de crédito doméstico, tanto al sector público como al sector privado por parte de la autoridad monetaria, determinará el ritmo

devaluatorio  $gE$ , consistente con el objetivo planteado; y este ritmo devaluatorio será la inflación medida en unidades monetarias domésticas.

Suponiendo que  $g_y = 0$  y  $gP^* = 0$ , y que el arreglo institucional es *tipo de cambio libremente flotante* (que exige  $gR = 0$  en forma permanente), luego el ritmo de variación del crédito doméstico se transferirá al mercado de cambio en ritmo devaluatorio, impulsado por los agentes económicos privados y este último nuevamente será la inflación medida en unidades monetarias domésticas.

Si hubiese crecimiento económico ( $g_y > 0$ ), e inflación internacional, estos factores habilitarían, en una determinada medida, la posibilidad de usar la expansión del crédito doméstico sin afectar reservas internacionales (cuando hay tipo de cambio fijo) o la inflación doméstica por encima de la inflación internacional (cuando existe tipo de cambio libremente flotante).

Si el crecimiento económico y la inflación internacional son valores relativos bajos respecto al ritmo de expansión del crédito doméstico, y partimos de un arreglo institucional de tipo de cambio fijo, esto, en una versión muy estilizada del largo plazo, conducirá primero al agotamiento de las reservas internacionales y luego al establecimiento de pautas devaluatorias adecuadas a aquel desfasaje, impactando necesariamente sobre la tasa de inflación; o conducirá al establecimiento de un modelo de dinero exógeno, donde la pauta de expansión monetaria vía expansión del crédito doméstico se vuelca al mercado libre de cambio, generando los particulares un ritmo devaluatorio que nuevamente es el ritmo inflacionario diferencial respecto a la inflación internacional (ya que  $P = E.P^*$ ).

#### **4. Conclusiones**

Del modelo sencillo antes expuesto podemos extraer algunas interesantes conclusiones:

- a) Que la fuente de expansión monetaria, la cual dependiendo de su magnitud puede implicar el inicio de un proceso inflacionario, puede ser tanto el sector externo, como el sector privado, como el sector público.
- b) Que el ritmo de expansión monetaria puede ser nulo en presencia de expansión de alguna de las fuentes, siempre que la compense(n) otra(s) a través de adecuado ritmo de variación negativa<sup>35</sup>.
- c) Que pese a lo mencionado en a), la responsabilidad por el ritmo de variación monetaria es de la autoridad monetaria (en el caso de un Banco Central independiente del poder político) o de la autoridad económica (si el Banco Central debe seguir la indicación de financiar los desequilibrios de la Tesorería o los del sector privado). Esto es así ya que, en el modelo simple sin sector financiero privado, el *sector privado no financiero* requiere del consentimiento de la autoridad monetaria para cerrar con expansión monetaria su desequilibrio o la autoridad monetaria lo hace por indicación de la autoridad económica. En el caso de existencia del sector financiero privado, es también responsabilidad de la autoridad monetaria que no ha realizado un adecuado control sobre el cumplimiento de las obligaciones de los intermediarios financieros relativo a encajes.

---

<sup>35</sup>. Aunque esto es muy probable que saque a la economía de su equilibrio dinámico de largo plazo.

## Apéndice B:

### Sistemas cambiarios

Un arreglo cambiario que implica la posibilidad de la intervención por parte de la autoridad monetaria, comprando o vendiendo base (vendiendo o comprando divisas) es el que a continuación describimos. Supóngase que existe un desdoblamiento del mercado de cambios: un mercado comercial y un mercado financiero. Que el mercado comercial incorpore las exportaciones e importaciones, con un precio para la divisa fijado por la autoridad y que puede ser distinto según sea exportación o importación. Que el mercado financiero recepte todas las otras operaciones, y que la autoridad se excluye de participar en el mismo (mercado libre de cambios en ésta porción), dando por resultado un precio más elevado que el fijado por la autoridad monetaria. Si a los precios fijados para las exportaciones e importaciones, resultara un desequilibrio (exceso de demanda u oferta de dólares), el Banco Central comprará el mismo vendiendo dólares o vendiendo Base, respectivamente.

Este tipo de arreglo admite variaciones que no son relevantes de consignar. Los motivos para su establecimiento en general son, o recaudar impuestos (escudado esto en objetivos de no encarecer productos que se consumen domésticamente y son exportables), o bajar tasa real de interés<sup>36</sup>.

En general, estos esquemas, aplicados en ambientes inflacionarios terminan quebrados y la Autoridad monetaria debe liberar el mercado de cambios o traer alguna importante reforma generadora de cambios de expectativas que posibilite algún otro arreglo cambiario.

Si las operaciones permitidas son las de la Balanza de Cuenta Corriente, y las otras requieren autorización de trámites más o menos complicados, se está en presencia de control de cambios en la Cuenta Capital y tipo de cambio fijo para el mercado comercial. Estos arreglos permiten durante algún tiempo (y dependiendo del ritmo de inflación) hacer política monetaria activa. Si la inflación derivada de la política monetaria activa es importante, los particulares consiguen las divisas que requieren del Banco Central vía sobrefacturar importaciones.

---

<sup>36</sup>. Lo cual operaría así: la liberación del mercado financiero de cambios produce un salto en el valor del dólar de éste mercado. Si el proceso inflacionario es relativamente suave, los agentes económicos esperarían un ritmo devaluatorio cercano a 0 en éste mercado; por su parte, sobre el mercado comercial y a los fines de evitar males mayores, la Autoridad Monetaria normalmente establece un ritmo de devaluación sobre los valores allí establecidos buscando la convergencia a los valores del mercado financiero. Este ritmo de devaluación está ligado al proceso inflacionario de la economía. Luego quien trae financiamiento internacional por un período relacionado al tiempo durante el cual es exitoso el desdoblamiento cambiario, o quien lo trae cuando la autoridad fija precios más altos para operaciones que pasen por el mercado financiero y el Banco Central acuerda seguros de cambio, se beneficiará porque la tasa que abonará por el préstamo será la tasa internacional (más el costo del seguro de cambio en el caso de fijación de precio en el financiero, y que necesariamente debe ser muy bajo si se pretende que entren capitales), mientras que podrá cobrar la tasa de interés doméstica que incorpora la inflación o evitará pagar ésta en el caso de ser demandante de fondos.

Suponiendo que no existen controles a la Cuenta de Capital del Balance de Pagos, el tipo de cambio fijo establecido por la autoridad monetaria, de no resultar el valor de equilibrio del mercado de cambios, conduce a una acumulación o disminución de reservas internacionales del Banco Central según si el valor fijado supera o es inferior, respectivamente, al valor de equilibrio. Si el Banco Central está ganando reservas internacionales, él está vendiendo dinero doméstico y viceversa.

En ambientes inflacionarios es habitual que el valor fijado para la moneda doméstica en términos del dinero internacional no permanezca invariable, y sin embargo, ha sido normal que la autoridad pretenda controlar el valor de la divisa. El tipo de cambio prefijado en la gestión Martínez de Hoz es una de las alternativas para la existencia de un tipo de cambio que evoluciona según una trayectoria fijada por la autoridad -independizada de los ritmos inflacionarios doméstico e internacional-, puesta con un objetivo de estabilización que produce un modelo de dinero endógeno, puesto que la autoridad se compromete a defender un valor para la paridad en cualquier punto del tiempo.

También pertenece a la misma familia el arreglo que estipula que el valor de la divisa se alterará en el tiempo teniendo en cuenta la diferencia entre la inflación doméstica y la inflación internacional, y la Autoridad compra o vende los excesos de oferta o demanda de divisas del mercado, respectivamente.

La flotación sucia participa de características del mercado libre de cambios, en el sentido de que la autoridad no está obligada a defender paridad alguna y por lo tanto no es destinataria de los excedentes de oferta de divisas ni requerida ante exceso de demanda -como en los casos anteriores-, pero también se asemeja a los anteriores cuando con sus intervenciones de compra o venta de divisas afecta positiva o negativamente la Base Monetaria, respectivamente.

Si el Banco Central tiene un objetivo de constitución de un fondo de estabilización cambiaria está definiendo un esquema de flotación sucia, comprando divisas (vendiendo Base) cuando considera que el precio de aquellas es bajo. Constituido un stock mínimo para el fondo, seguirá comprando divisas a precios bajos y venderá divisas (comprando Base) cuando considera su precio alto. En éste estilo de acción de la Autoridad hay una suposición de que los agentes económicos privados no son capaces de establecer el precio correcto, debido a falta de información o que no conocen el modelo que genera el funcionamiento de la economía (sus expectativas no son formadas racionalmente), encontrando razón de ser para su acción, básicamente, en el deseo de evitar atrasos o adelantos en el tipo de cambio real.

Si el Banco Central, como agente financiero del Gobierno, realiza compra de divisas por encargo del último para efectuar pagos derivados de servicios de su deuda externa, y ésta compra es financiada por los propios recursos del fisco, por éste tipo de accionar de la autoridad el sistema cambiario no pierde su definición de libremente flotante.

Si el Banco Central, conocedor del comportamiento de la demanda de dinero nacional a la salida de situaciones hiperinflacionarias, entiende que en esas circunstancias la economía encuentra su oportunidad de remonetizarse, su problema será la forma en que participará de éste último proceso. Estimada la

brecha entre la monetización actual (M1/PBI), y la deseada por los particulares para el caso en que ellos consideren que la estabilidad se ha logrado de forma permanente, la autoridad -teniendo en cuenta la evolución real que es de esperar en el PBI a consecuencia de haberse reestablecido el sistema de pagos de la economía- podrá estimar la cantidad nominal de dinero que podría incorporar al sistema sin hacer peligrar la estabilidad lograda, si es que considera conveniente su actuación.

Si actúa, ya sea por decisión propia o inducida por la Autoridad económica en el caso de Banco Central dependiente del poder político, una modalidad podría ser intentar remonetizar la economía a través de financiar el desequilibrio de las cuentas del Sector Público. Si la deuda externa del Sector Público es un porcentaje importante del PBI, el propio desequilibrio fiscal podría ser explicado plenamente por los servicios de aquella.

Si la salida de la hiperinflación es la primera experiencia vivida por la sociedad, es factible que autoridades políticas y monetarias que gocen de credibilidad de parte de la sociedad pudiesen llevar adelante la remonetización comprando al Banco Central dólares para el tesoro con expansión de Base. Es probable que esto pudiese efectuarse en magnitudes considerables si las autoridades no defraudan a la sociedad. Aquellas, de inicio debieran explicitar sus compromisos: excluidos servicios de la deuda externa el déficit fiscal será nulo; el único motivo de expansión de base será la compra de dólares por parte del Banco Central; el Sector Público se reestructurará transfiriendo activos y empresas al Sector Privado con cuyo producido el Tesoro irá cancelando su deuda con el Banco Central.

Si se trata de la salida de una segunda experiencia hiperinflacionaria cercana en el tiempo a la anterior, la remonetización vía suministro de Base por parte del banco Central es una empresa que tiene el riesgo de terminar con la moneda doméstica; el riesgo de que la única salida a un rebrote hiperinflacionario sea una reforma monetaria de derecho donde se elimine la moneda doméstica, se cierre el Banco Central, y la nueva moneda para la sociedad sea alguna de las monedas de aceptación universal<sup>37</sup>.

Cuando se está en las anteriores circunstancias, un país debe monetizarse a través del funcionamiento de las fuerzas de mercado y resolver el problema stock de la deuda externa por otros mecanismos. El mejor arreglo cambiario en este escenario es la flotación limpia, donde la base monetaria puede variar (que no sería lo deseable) pero no por actuación de la Autoridad en el mercado de cambios.

---

<sup>37</sup>. Véase sobre éste punto Almansi, A. y Rodríguez, C. (1989). Estos autores proponen la creación de una Caja de Conversión donde la moneda internacional es intermediada por una nueva unidad monetaria doméstica con respaldo del 100% de aquella. Sin dejar de reconocer que puede ser efectiva esta modalidad de la reforma, depende de la credibilidad que la sociedad tenga sobre el manejo futuro de la Caja de Conversión. Una administración internacional sobre la misma gozaría de esa credibilidad necesaria; así es como Alemania salió de la hiperinflación de 1923, con administradores internacionales en el instituto emisor. Pero si esta es la salida, es probable que sea menos traumático para la sociedad directamente la adopción de algún dinero internacional como moneda doméstica.

## APENDICE ESTADISTICO<sup>a</sup>

### Cuadro 1

*Evolución porcentual anual de los principales agregados con respecto al año anterior*

Año	PBI	Import	Consumo	Inversión	Export
1971	4,8	8,4	6,2	10,2	-11,8
1972	3,1	-5,7	2,5	5,2	-6,0
1973	6,1	-1,8	6,9	0,6	6,0
1974	6,5	20,9	9,0	6,0	-0,3
1975	-2,0	-6,1	2,8	-14,2	-19,3
1976	-1,0	-24,7	-9,8	5,1	40,6
1977	4,9	26,8	-3,0	16,2	50,7
1978	-3,1	-9,7	-2,1	-13,3	7,7
1979	6,9	51,2	12,2	9,9	-2,1
1980	1,1	42,8	5,2	9,6	-4,1
1981	-5,9	-3,8	-3,6	-18,9	7,9
1982	-5,4	-42,6	-10,3	-16,0	-1,4
1983	3,0	-4,7	3,9	-10,7	7,8
1984	2,6	6,1	6,1	11,1	-0,7
1985	-4,3	-14,5	-6,2	-20,0	12,5
1986	5,6	17,5	8,1	16,6	-7,0
1987	2,2	6,1	1,2	17,1	-1,0
1988	-2,7	-11,4	-6,7	-10,8	21,6

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA Memoria anual varios números

### Cuadro 2

*Producto bruto del sector financiero*

Año	Indice base 1970 = 100	% sobre PBI
1970	100,0	2,5
1971	100,6	2,4
1972	93,6	2,2
1973	104,5	2,4
1974	136,8	2,9
1975	99,6	2,1
1976	78,0	1,7
1977	110,1	2,2
1978	130,3	2,7
1979	149,8	2,9
1980	194,0	3,8
1981	173,6	3,6
1982	125,8	2,7
1983	88,4	1,9
1984	79,1	1,6
1985	75,4	1,6
1986	85,5	1,7
1987	88,4	1,8
1988	86,9	1,8

Fuente: ADEBA 1989

<sup>a</sup>. Autores: Gastaldi, S. y G. Ferro, septiembre de 1990.

**Cuadro 3**  
*Agregados monetarios y tasa de inflación anual*

Período	M1/PBI	M2/PBI	M4/PBI	Inflación
1960	15,31	19,46	19,46	1,11
1961	15,32	20,05	20,05	5,44
1962	13,93	18,62	18,62	42,36
1963	12,80	18,10	18,10	23,82
1964	12,57	18,56	18,56	17,77
1965	11,73	17,81	17,81	28,26
1966	12,00	18,26	18,26	22,62
1967	12,14	18,59	18,59	20,59
1968	13,71	21,61	21,61	3,95
1969	14,09	23,24	23,24	7,29
1970	14,61	25,19	25,19	26,76
1971	12,67	22,25	22,25	48,19
1972	10,82	19,60	21,34	75,98
1973	10,97	19,58	21,79	30,76
1974	13,90	25,43	28,11	36,13
1975	8,80	13,75	16,09	348,21
1976	6,76	9,51	14,14	386,30
1977	6,52	14,03	7,64	147,15
1978	6,08	18,84	21,44	143,30
1979	5,72	20,40	22,81	128,68
1980	6,31	23,72	25,87	57,69
1981	5,01	22,00	24,86	131,27
1982	4,66	15,80	19,84	209,73
1983	5,30	12,10	14,50	410,40
1984	4,70	10,50	13,30	625,89
1985	4,58	9,50	13,30	363,92
1986	6,80	12,00	18,90	57,90
1987	5,60	9,70	17,90	181,80

Inflación = variación porcentual anual del IPMNG

Fuente: Casas 1989

**Cuadro 4**  
*Financiamiento del sector público consolidado con BCRA*  
*(% sobre PBI a precios de mercado)*

Año	Déficit del sector público	Financiamiento externo e interno	Variación de activos netos del sector público+BCRA	Recaudación inflacionaria neta (variación de base monetaria)
1961	3,30	1,91	1,39	0,00
1962	6,25	3,25	2,33	0,67
1963	5,62	2,05	0,36	3,21
1964	5,09	-0,04	1,67	3,46
1965	3,00	0,34	-0,36	3,02
1966	3,80	3,78	-2,40	2,42
1967	1,15	1,69	-2,72	2,18
1968	1,32	1,39	-2,83	2,76
1969	0,98	1,06	0,04	-0,12
1970	1,02	0,51	-1,29	1,80
1971	3,56	1,08	0,32	2,16
1972	4,30	0,98	0,81	2,51
1973	6,42	0,09	-23,26	29,56
1974	6,71	0,77	-9,24	15,18

(sigue Cuadro 4)

1975	14,37	0,60	-10,85	24,62
1976	9,43	2,15	-17,71	24,94
1977	3,04	0,86	-2,87	5,05
1978	3,55	2,45	-5,15	6,25
1979	3,20	2,32	-3,01	3,89
1980	4,25	-0,29	0,26	3,70
1981	6,30	1,03	0,19	5,08
1982	4,99	-3,51	-16,57	25,07
1983	9,08	-6,43	-6,37	21,88
1984	10,06	-11,04		22,00

Fuente: Fernández, Roque 1984

**Cuadro 5**  
*Ingresos del sector público argentino (% sobre PBIpm)*

Año	Total	Administración nacional	Provincias y municipal	Empresas públicas	Seguridad social
1961	35,93	13,17	5,67	12,93	4,16
1962	31,67	10,47	5,20	12,72	3,28
1963	31,11	9,47	5,42	12,29	3,93
1964	29,58	9,33	4,90	10,98	4,37
1965	28,23	9,59	5,34	9,49	3,81
1966	30,52	10,17	6,01	10,56	3,78
1967	34,04	12,21	6,20	10,70	4,93
1968	34,18	11,93	6,79	10,82	4,64
1969	32,99	11,86	6,96	9,99	4,18
1970	32,66	12,03	7,00	9,42	4,21
1971	30,13	10,64	6,30	8,94	4,25
1972	28,64	10,73	5,61	8,72	3,48
1973	32,04	10,92	7,24	9,28	4,60
1974	37,23	13,11	8,75	10,43	4,94
1975	35,26	10,45	9,59	10,82	4,40
1976	35,76	11,43	7,84	12,64	3,85
1977	36,68	11,98	9,24	11,56	3,90
1978	39,56	13,68	9,76	11,80	4,32
1979	37,13	13,73	9,43	9,48	4,49
1980	42,61	14,85	11,44	10,41	5,91
1981	43,35	14,35	10,88	12,01	6,11
1982	39,01	13,50	9,14	11,63	4,74
1983	50,81	17,08	11,20	17,50	5,03
1984	54,07	18,79	12,08	16,67	6,53

Fuente: Fernández, Roque 1984

**Cuadro 6***Egresos del sector público argentino (% sobre PBIpm)*

Año	Total nacional	Administración y municipal	Provincias	Empresas públicas	Seguridad social
1961	39,23	14,31	6,19	14,83	3,90
1962	37,92	13,34	6,34	15,01	3,23
1963	36,73	12,79	6,15	14,40	3,39
1964	34,67	13,10	5,79	12,06	3,72
1965	31,23	11,14	6,11	10,57	3,41
1966	34,32	13,23	6,73	10,41	3,95
1967	35,19	13,63	6,47	10,59	4,50
1968	35,50	13,45	6,66	10,53	4,86
1969	33,97	12,97	6,91	9,84	4,25
1970	33,68	12,57	6,97	10,03	4,11
1971	33,69	12,62	6,64	10,22	4,21
1972	32,94	13,08	6,31	10,11	3,44
1973	38,46	16,57	7,65	10,24	4,00
1974	43,94	18,96	9,02	11,29	4,67
1975	49,63	23,35	10,40	12,83	4,05
1976	45,19	19,56	7,93	13,88	3,82
1977	39,72	15,21	9,00	11,62	3,89
1978	43,11	16,19	9,97	12,64	4,31
1979	40,33	14,94	9,58	11,34	4,47
1980	46,86	17,32	11,60	12,02	5,92
1981	49,65	19,21	11,96	12,39	6,09
1982	44,00	17,39	12,74	12,74	4,71
1983	59,89	29,93	13,81	13,81	4,99
1984	64,13	27,53	17,22	17,22	7,33

Fuente: Fernández, Roque 1984

**Cuadro 7***Déficit del sector público argentino (% sobre PBIpm)*

Año	Total nacional	Administración y municipal	Provincias	Empresas públicas	Seguridad social
1961	3,30	1,14	0,52	1,90	-0,26
1962	6,25	2,87	1,14	2,29	-0,05
1963	5,62	3,32	0,73	2,11	-0,54
1964	5,09	3,77	0,89	1,08	-0,65
1965	3,00	1,55	0,77	1,08	-0,40
1966	3,80	3,06	0,72	-0,15	0,17
1967	1,15	1,42	0,27	0,11	-0,43
1968	1,32	1,52	-0,13	-0,29	0,22
1969	0,98	1,11	-0,05	-0,15	0,07
1970	1,02	0,54	-0,03	0,61	-0,10
1971	3,56	1,98	0,34	1,28	-0,04
1972	4,30	2,35	0,60	1,39	-0,04
1973	6,42	5,65	0,41	0,96	-0,60
1974	6,71	5,85	0,27	0,86	-0,27
1975	14,37	11,90	0,81	2,01	-0,35
1976	9,43	8,13	0,09	1,24	-0,03
1977	3,04	3,23	-0,24	0,06	-0,01
1978	3,55	2,51	0,21	0,84	-0,01
1979	3,20	0,15	0,15	1,86	-0,02
1980	4,25	2,47	0,16	1,61	0,01
1981	6,30	4,86	1,08	0,38	-0,02

1982	4,99	3,89	0,02	1,11	-0,03
1983	9,08	12,85	-0,04	-3,69	-0,04
1984	10,06	8,74	-0,03	0,55	0,80

Fuente: Fernández, Roque 1984

### Cuadro 8

Fuentes de financiamiento del déficit público (% del PBIpm)

Año	Total nacional	Administración y municipal	Provincias públicas	Empresas sociales	Seguridad
1961	3,30	0,37	1,54	1,07	0,32
1962	6,25	0,55	2,70	1,60	1,40
1963	5,62	0,70	1,35	2,03	1,54
1964	5,09	0,23	-0,27	2,89	2,24
1965	3,00	0,55	-0,21	1,89	0,77
1966	3,80	0,09	-0,58	2,03	2,26
1967	1,15	-0,56	-0,38	0,83	1,26
1968	1,32	-0,33	-0,02	1,00	0,67
1969	0,98	0,06	0,16	0,10	0,66
1970	1,02	0,46	-0,31	0,04	0,83
1971	3,56	0,76	0,32	0,21	2,27
1972	4,30	0,56	0,42	1,65	1,67
1973	6,42	-0,16	0,25	2,05	4,28
1974	6,71	0,50	0,27	0,51	5,43
1975	14,37	-0,37	0,97	3,84	9,93
1976	9,43	0,67	1,48	3,81	3,47
1977	3,04	0,70	0,76	0,75	1,43
1978	3,55	1,34	1,11	1,10	0,00
1979	3,20	1,21	1,11	0,88	0,00
1980	4,25	0,76	-1,05	1,07	3,47
1981	6,30	2,21	-1,18	0,19	5,08
1982	4,99	-2,96	-0,55	3,87	4,63
1983	9,08	-4,09	-2,34	0,76	14,75
1984	10,06		-2,00 *		12,06

Fuente: Fernández, Roque 1984. \* cifra estimada

### Cuadro 9

Evolución del número de establecimientos financieros en funcionamiento

A) Casas centrales de bancos oficiales

Año	* Bcos of Nac	** Bcos of Prov	*** Bcos of Mun	**** Bcos Púb
1976	4	26	4	34
1977	4	26	5	35
1978	4	26	5	35
1979	4	26	5	35
1980	4	26	5	35
1981	4	26	5	35
1982	5	26	5	36
1983	5	26	5	36
1984	5	26	5	36
1985	5	27	5	37
1986	5	27	5	37
1987	5	26	5	36
1988	5	26	5	36

\* Bancos oficiales nacionales; \*\* Bancos oficiales provinciales; \*\*\* B. oficiales municipales; \*\*\*\* B. públicos

B) Casas centrales de bancos privados

Año	* Bcos pr Nac	** Bcos pr Extr	Bcos Privados
-----	---------------	-----------------	---------------

1976	67	18	85
1977	68	17	85
1978	104	18	122
(sigue Cuadro 9 b)			
1979	163	21	184
1980	152	27	179
1981	138	33	171
1982	134	34	168
1983	141	33	174
1984	141	33	174
1985	129	32	161
1986	122	32	154
1987	109	33	142
1988	106	33	139

\* Bancos privados nacionales

\*\* Bancos privados extranjeros

*C) Casas centrales del sistema financiero*

Año	Bancos no bancarias	Entidades financiero	Total Sistema
1976	119	573	692
1977	120	603	723
1978	157	564	721
1979	219	277	496
1980	214	255	469
1981	206	243	449
1982	204	209	413
1983	210	192	402
1984	210	150	360
1985	198	117	315
1986	191	105	296
1987	178	89	267
1988	175	70	245

Fuente: BCRA Memoria anual, varios números

**Cuadro 10**

*Evolución del número de filiales de establecimientos financieros*

*A) Banca pública*

Año	* Bcos of Nac	Bcos of Prov	Bcos of Mun	Bcos Púb
1976	677	976	51	1704
1977	686	1005	51	1742
1978	690	1025	56	1771
1979	698	1056	59	1813
1980	695	1083	62	1840
1981	707	1104	65	1876
1982	688	1122	67	1877
1983	690	1133	69	1892
1984	693	1152	69	1914
1985	685	1183	67	1935
1986	686	1198	69	1953
1987	685	1216	68	1969
1988	685	1246	59	1990

\* Las columnas significan lo mismo que en el cuadro 9-A

*B) Filiales de bancos privados*

Año	* Bcos pr Nac	Bcos pr Extr	Bcos privados
1976	1100	226	1326
1977	1132	202	1334

1978	1250	204	1454
1979	1814	218	2032
1980	1784	215	1999
(sigue Cuadro 10 b)			
1981	1705	341	2046
1982	1869	346	2215
1983	2140	341	2481
1984	2305	340	2645
1985	2228	340	2568
1986	2200	340	2540
1987	1989	422	2411
1988	2052	406	2458

\* Las columnas significan lo mismo que en el cuadro 9-B

*C) Filiales: total sistema financiero*

Año	Bancos	Entidades no bancarias	Total sistema financiero
1976	3030	141	3171
1977	3076	222	3298
1978	3225	396	3621
1979	3845	261	4106
1980	3839	280	4119
1981	3922	277	4199
1982	4092	272	4364
1983	4373	268	4641
1984	4559	231	4790
1985	4503	193	4696
1986	4493	164	4657
1987	4380	138	4518
1988	4448	92	4539

Fuente: BCRA Memoria anual, varios números

**Cuadro 11**

*Evolución del personal ocupado en el sistema financiero*

*A) Banca pública*

Año	* Bcos of Nac	Bcos of Pro	Bcos of Mun	Total
1977	38800	38375	3300	80475
1978	34150	41522	3555	79227
1979	33405	42097	3609	79111
1980	32699	43310	3705	79714
1981	31812	43376	3785	78973
1982	31160	43373	3813	78346
1983	31135	44372	3902	79409
1984	31412	45280	4018	80710
1985	30590	45563	4047	81200
1986	29673	46676	4031	80380
1987	29170	47305	4106	80581
1988	29080	48329	4271	81680

\* Las columnas significan lo mismo que en el cuadro 9

*b) Banca privada y entidades no bancarias*

Año	Bcos pr Nac	Bcos pr ext	Bcos pr	* Ent no ban
1977	34490	12450	46940	14607
1978	38972	12076	51048	15515
1979	51224	11389	62613	9998
1980	54543	11883	66426	10833
1981	48689	14417	63106	10714
1982	48075	14468	62543	8798

1983	51949	13547	65496	7457
1984	55219	12658	67877	5521
1985	51726	12062	63788	4288
1986	49242	11499	60741	3768

(sigue Cuadro 11 b)

1987	44093	12977	57880	3413
1988	48073	13098	61171	3119

\* Entidades financieras no bancarias; el resto de columnas tiene el mismo significado que en cuadro 9

*c) Banca, sistema financiero, BCRA*

Año	Banca	Sistema financiero	BCRA
1977	127415	142022	2959
1978	130275	145790	2783
1979	141724	151722	2676
1980	146140	156973	2502
1981	142079	152793	2543
1982	140889	149687	2630
1983	144905	152362	2687
1984	148587	154108	2666
1985	144988	149276	2604
1986	141121	144889	2574
1987	138461	141874	2586
1988	142851	145970	2625

Fuente: BCRA Memoria anual, varios números

**Cuadro 12**

*Préstamos del sistema financiero a sus principales clientes  
a) al 31-12-88 (% sobre total)*

En moneda argentina	49,67
-Ajustable por índices de precios	6,00
-Ajustable por dólar	1,55
-Tasa no regulada	28,70
-Otros	13,43
En moneda extranjera	50,30
Total	100

*b) al 30-09-87 (% sobre moneda nacional)*

En moneda nacional	100
-Ajustable por índices de precios	18,58
-Tasa no regulada	45,95
-Tasa regulada	35,46

*c) al 31-12-86 (% sobre moneda nacional)*

En moneda nacional	100
-Ajustable por índices de precios	20,59
-Tasa no regulada	36,76
-Tasa regulada	42,64

*d) al 31-12-85 (% sobre moneda nacional)*

En moneda nacional	100
-Ajustable por índices de precios	19,68
-Tasa no regulada	33,27

-Tasa regulada 47,03  
Fuente: elaboración propia sobre datos del BCRA, Memoria anual, varios números

**Cuadro 13**  
*Financiación por tipo de entidad al 31-03-90*

Entidad	Miles de millones de A	% sobre total
Bancos Públicos	22491,1	52,53
-Bancos Nacionales	11474,8	26,80
-Bancos Provinciales	9384,3	21,91
-Bancos Municipales	1632	3,81
Bancos Privados	20104,6	46,96
-Bancos Privados Nac	11163,8	26,07
-Bancos Extranjeros	8940,8	20,88
Bancos	42595,7	99,49
Entidades no Bancarias	215,9	0,51
Sistema Financiero	42811,6	100,00

Fuente: BCRA, Julio 1990

**Cuadro 14**  
*Préstamos bancarios por actividades (en % sobre total)*

Sector de actividad	1985	Fin de 1986	1987	sep 1988
Pcción Primaria	12,9	11,7	8,6	8,8
Ind Manufacturera	38,7	34,1	35,5	37,8
Construcción	5,7	4,3	5,8	5,8
Electr Gas Agua	1,9	1,6	3,6	3,3
Com Mayorista	5,3	6,3	6,4	5,1
Com Minorista	3,0	4,0	2,8	2,1
Serv y Finanzas	19,7	16,8	18,1	21,3
Diversos	12,8	21,2	19,2	15,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: ADEBA 1989

**Cuadro 15**  
*Préstamos bancarios por división política (% sobre total)*

División política	1985	Fin de 1986	1987	1988	1989
Capital Federal	71,6	63,1	68,4	71,9	
Interior	28,4	36,9	31,6	28,1	
Pcias Bs As + Cba + S Fe (A)	14,6	18,5	16,0	13,8	
Interior - (A)	13,8	18,4	15,6	14,3	
País	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: ADEBA 1989

**Cuadro 16**  
*Crédito bancario por sector (comprende BCRA, bancos comerciales, de desarrollo, de inversión, hipotecario y caja de ahorro). Porcentajes sobre total.*

Año	Sector Privado	Sector oficial
1973	63,6	36,4
1974	60,3	39,7
1975	54,4	45,6
1976	64	36

1977	69	31
1978	73,4	26,6
1979	78,5	21,5
1980	74,8	25,2
1981	67,3	32,7
(sigue Cuadro 16)		
1982	66,5	33,5
1983	57,8	42,2
1984	65,5	34,5
1985	54,4	45,6
1986	54,8	45,2
1987	61,9	38,1
1988	58,9	41,2
1989 (junio)	57,9	42,1

Fuente: BCRA Memoria anual, varios números y ADEBA 1989

### Cuadro 17

*Situación de la cartera irregular por tipo de entidades al 31-12-88*

Tipo de entidad	Cartera irregular/Cartera total (%)
Bancos Públicos	28,39
Bancos Privados	7,22
Entidades No Bancarias	20,95
Total Sistema	22,47

Cartera irregular = Cartera con dificultades de recupero Fuente: BCRA Memoria Anual 1988

### Cuadro 18

*Préstamos bancarios por áreas geográficas (% sobre total) al 30-06-89*

País	100
Capital Federal	86,96
Interior	13,03
Pcias. Bs As, Cba, Sta Fe	6,71
Resto Interior	6,31

Fuente: Elaboración propia a partir de BCRA Estadística bancaria por partido o departamento y por localidad

### Cuadro 19

*Depósitos bancarios por áreas geográficas (% sobre total) al 30-06-89*

País	100
Capital Federal	53,86
Interior	46,13
Pcias. Bs As, Cba, Sta Fe	20,17
Resto Interior	25,95

Fuente: Elaboración propia a partir de BCRA Estadística bancaria por partido o departamento y por localidad

### Cuadro 20

*Préstamos a fin de marzo de 1990 (% sobre total)*

Bancos	99,50
-Bancos Públicos	52,54
-Bancos Privados	49,97
--B. Pr. Nacionales	26,06
--B. Pr. Extranjeros	20,89
Entidades no bancarias	0,50

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA Julio 1990



## REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Almansi, A. y C. A. Rodríguez (1989), "Reforma monetaria y financiera en hiperinflación", Buenos Aires, CEMA, documento de trabajo n° 67, agosto.
- Arnaudo, A. A. (1987), *Cincuenta años de política financiera argentina (1934-83)*, Buenos Aires, El Ateneo.
- Arnaudo, A. A. (1988), "Experiencias de liberalización financiera doméstica", *Estudios*, año XI n° 47, Córdoba, Fundación Mediterránea, julio/septiembre.
- Arnaudo, A. A. (1989), "¿Qué es una reforma financiera?. Alcances en la Argentina actual", La Plata, FCE-UNLP, Instituto de Estudios Bancarios y Financieros.
- Arnaudo, A. A. (1980), "Supervisión de la gestión bancaria", *Estudios*, año III n° 15, Córdoba, Fundación Mediterránea, julio/septiembre.
- Arnaudo, A. A., Cavallo, D. y A. Dadone (1978), "Evaluación de la eficacia del actual régimen financiero argentino", *Estudios*, año I n° 2, Córdoba, Fundación Mediterránea, marzo/abril.
- Arnaudo, A. A. y M. P. Buraschi (1986), "Cambios en la eficiencia del sistema bancario comercial privado argentino inducidos por la reforma de 1977", Córdoba, Instituto de Economía y Finanzas, FCE-UNC, agosto.
- Arriazu, R. (1989), "Mercados informales de crédito", *Ensayos Económicos*, n° 42, Buenos Aires, BCRA, noviembre.
- Asociación de Bancos Argentinos (1989), *Memoria anual*, Buenos Aires.
- Asociación de Bancos Argentinos (1990), *Propuestas de reforma de la Carta Orgánica del Banco Central, la reforma estructural del Banco Central-simposio*, Buenos Aires, agosto.
- Asociación de Bancos de Provincia de la República Argentina (1988), *Organización del sistema financiero, proyecto de ley (versión preliminar para discusión)*, Buenos Aires, mayo.
- Auernheimer, L. (1982), "Déficit, gasto público y el impuesto inflacionario: dos modelos de dinero pasivo", Buenos Aires, CEMA, documento de trabajo n° 33, junio.
- Avery, R. y T. Belton (1987), "A comparison of risk-based capital and risk-based deposit insurance", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Cleveland, cuarto cuatrimestre.
- Avila, J. (1989), "El valor económico de la certidumbre", *Ensayos Económicos*, n° 41, Buenos Aires, BCRA, junio.
- Baliño, T. T. (1988), "The Argentine banking crisis of 1980", Buenos Aires, X Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo, BCRA, abril.
- Barandiarán, E. (1983), "Nuestra crisis financiera", *Estudios Públicos*, Santiago de Chile.
- Barandiarán, E. (1989), "Una teoría sobre el monopolio estatal del dinero", *Cuadernos de Economía*, Año 26 n° 77, Santiago, Pontificia Universidad Católica de Chile, abril.
- BCRA (1989), *Estadística bancaria por partido o departamento y por localidad, préstamos-depósitos*, Buenos Aires, Gerencia de Programación Monetaria, junio.
- BCRA (1990), *Estado de las entidades financieras*, Buenos Aires, Gerencia de Programación Monetaria, febrero.
- BCRA (1990), *Financiación por actividades al 31 de marzo de 1990*, Buenos Aires, Gerencia de Programación Monetaria, julio.
- BCRA, *Memorias*, Buenos Aires, años 1976-88.
- Blejer, M. y S. Sagari (1988), "El orden en la liberalización de los mercados financieros", *Finanzas y Desarrollo*, vol 25 n° 1, Washington, FMI-BM, marzo.
- Bustamente, B. y V. Carril (1989), "Análisis teórico y empírico de la autonomía del Banco Central", *Cuadernos de Economía*, año 26 n° 77, Santiago, Pontificia Universidad Católica de Chile, abril.
- Cáceres S., C. (1987), "Garantía oficial implícita y créditos externos", *Cuadernos de Economía*, año 24 n° 72, Santiago, Pontificia Universidad Católica de Chile, agosto.

- Casas, J. C., comp. (1989), *Saneamiento de bancos, estudios de crisis financieras en la Argentina, Colombia, Chile, España, Estados Unidos, Italia y Uruguay*, Buenos Aires, Ediciones El Cronista comercial.
- Cavallo, D. (1982), "La política económica a partir de julio de 1982", Córdoba, Fundación Mediterránea, octubre.
- Cavallo, D. y J. Cottani (1989), "Reformas financieras y liberalización", *Estudios*, año XII n° 50, Córdoba, Fundación Mediterránea, abril/junio.
- Cavallo, D. y A. Dadone (1983), "Ideas para la reestructuración de un sistema financiero viable a partir de 1984", *Estudios*, año VI n° 28, Córdoba, Fundación Mediterránea, octubre/diciembre.
- Chari, V. (1989), "Banking without deposit insure or banks panics: lessons from a model of the United States national banking system", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quaterly Review*, Minneapolis, verano.
- Cottani, J. (1988), "El impuesto inflacionario y la organización institucional del mercado financiero", *Estudios*, año XI n° 46, Córdoba, Fundación Mediterránea, abril/junio.
- Damill, M., J. M. Fanelli, R. Frenkel y G. Rozenwurcell (1989), *Déficit fiscal, deuda externa y desequilibrio financiero*, Buenos Aires, Editorial Tesis.
- Diamond, D. W. y P. H. Dybvig (1983), "Bank runs, deposit insurance and liquidity", *Journal of Political Economy*, vol 91 n° 3, Chicago.
- Díaz Alejandro, C. (1985), "Good bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development economics*, vol 19.
- Diéguez, M. B. de y E. Feldman (1980), "Análisis de la tasa de interés por categorías de bancos", BCRA, Serie de trabajos Metodológicos y Sectoriales n° 9, Buenos Aires, septiembre.
- Demirguc-Kunt, A. (1989), "Deposit institution failures: a review of empirical literature", *Economic Review*, vol 25 n° 4, Federal Reserve Bank of Cleveland, cuarto trimestre.
- Dornbusch, R. y J. C. de Pablo (1988), *Deuda externa e inestabilidad macroeconómica en la Argentina*, Buenos Aires, Editorial Sudamericana.
- Dreizen, J. (1985), *Fragilidad financiera e inflación*, Buenos Aires, Estudios Cedes.
- Dwyer jr., G. y R. A. Gilbert (1989), "Bank runs and private remedies", *Review The Federal Reserve Bank of Saint Louis*, vol 71 n° 3, Saint Louis, mayo/junio.
- Edwards, F. (1988), "Can regulatory reform prevent the impending disaster in financial markets?", *Economic Review*, vol 73 n° 1, Federal Reserve Bank of Kansas City, enero.
- Erb, R. (1989), "El papel de los bancos centrales", *Finanzas y Desarrollo*, vol 26 n° 4, Washington, FMI-BM, diciembre.
- Escudé, G. y S. Guerberoff (1990), "Ajuste macroeconómico, deuda externa y ahorro en la Argentina", en: Massad, C. y N. Eyzaguirre, comp, *Ahorro y formación de capital, experiencias latinoamericanas: Argentina, Brasil, Chile, El Salvador, México*, Buenos Aires, Proyecto Regional Financiamiento del Desarrollo CEPAL/PNUD, Grupo Editor Latinoamericano.
- Eyzaguirre, N. (1988), "La deuda interna chilena: 1975-85", en: Massad, C. y R. Zahler, editores, *Deuda interna y estabilidad financiera*, Buenos Aires, Programa CEPAL/PNUD, Grupo Editor Latinoamericano.
- Fanelli, J. M. y R. Frenkel (1990), *Políticas de estabilización e hiperinflación en la Argentina*, Editorial Tesis, Buenos Aires.
- Feldman, E y J. Sommer (1986), *Crisis financiera y endeudamiento externo en la argentina*, Buenos Aires, Centro Editor de América Latina.
- Fernández, R. (1987), *Crecer en libertad*, Buenos Aires, Ediciones El Cronista Comercial.
- Fernández, R. (1979), "Dinero y precios: su interrelación en el corto plazo", CEMA, documento de trabajo n° 7, Buenos Aires.
- Fernández, R. (1980), "Expectativas Frustradas y régimen de garantía de depósitos en un modelo macroeconómico", CEMA, documento de trabajo n° 19. Buenos Aires.

- Fernández, R. (1989), "Hiperinflación, repudio y confiscación: los límites del financiamiento inflacionario", CEMA, documento de trabajo n° 65, Buenos Aires.
- Fernández, R. (1983), "Implicancias dinámicas de la propuesta de Simons para reforma del sistema financiero", CEMA, documento de trabajo n° 39, Buenos Aires.
- Fernández, R. (1984), "Inflación y economía del estado", CEMA, documento de trabajo n° 43, Buenos Aires.
- Fernández, R. (1982), "La crisis financiera argentina: 1980-1982", CEMA, documento de trabajo n° 35, Buenos Aires.
- Fernández, R., F. Mondolfo y C. A. Rodríguez (1985), "Un panorama de la política comercial argentina", CEMA, documento de trabajo n° 47, Buenos Aires.
- Fernández, R. y V. Yohai (1980), "Análisis causal entre dinero y precios: un enfoque robusto", CEMA, documento de trabajo n° 16, Buenos Aires.
- Fontaine, J. A. (1989), "Banco Central: autonomía para cautelar la estabilidad", *Cuadernos de Economía*, año 26 n° 77, Santiago, Pontificia Universidad Católica de Chile, abril.
- Frediani, R. (1990), "Nuevo sistema de banca central en Argentina", *Revista de Economía Banco de la Provincia de Córdoba*, n° 58, Córdoba, enero/marzo.
- Friedman, M. (1962), *Un programa de estabilización monetaria y reforma bancaria*, Bilbao, Editorial Deusto.
- Fundación Investigaciones Económicas Latinoamericanas (1989), *Los costos del estado regulador*, Buenos Aires, Editorial Manantial.
- Fundación Investigaciones Económicas Latinoamericanas (1988), *Regulaciones y estancamiento: el caso argentino*, Buenos Aires, Editorial Manantial.
- Gaba, E. (1981), "La reforma financiera argentina", *Ensayos económicos*, n° 19, Buenos Aires, BCRA, septiembre.
- Gerscovich, C. (1988), "Los denominados Patrimonios Desafectados en el complejo de actos tendientes a la consolidación de las entidades financieras", Serie de Temas Institucionales y Bancarios, n° 1, Buenos Aires, BCRA, mayo.
- Gilbert, R. A. (1988), "A comparison of proposals to restructure the United States financial system", *Review The Federal Reserve Bank of Saint Louis*, vol 70 n° 4, Saint Louis, julio/agosto.
- Gilbert, R. A. (1990), "Market discipline of bank risk: theory and evidence", *Review The Federal Reserve Bank of Saint Louis*, vol 72 n° 1, Saint Louis, enero/febrero.
- Gilbert, R. A. y G. Wood (1988), "Coping with bank failures: some lessons from the United States and the United Kingdom", *The Federal Reserve Bank of Saint Louis Review*, vol 68 n° 10, Saint Louis, otoño.
- Golembe, C. H. y J.J. Mingo (1985), "Can supervision and regulation ensure financial stability?", en: Federal Reserve Bank of San Francisco Conference, *The search for financial stability: the pasts fifty years*, San Francisco, junio.
- González, M. C. y G. Sorensen (1990), "El sistema financiero argentino bajo hiperinflación", Serie de Temas de Análisis del Crédito y del Sistema Financiero, trabajo n° 1, Buenos Aires, BCRA, mayo.
- González Fraga, J. (1986), "Costo y volumen del crédito al sector privado en la argentina", Buenos Aires, mimeografiado, agosto.
- Greenspan, A. (1989), "Commercial banks and the Central Bank in a market economy", *Economic Review*, vol 74 n° 9, Federal Reserve Bank of Kansas City, noviembre.
- Held, G. (1990), "Regulación y supervisión de la banca en la experiencia de liberalización financiera en Chile (1974-88)", en: Massad, C. y G. Held, editores, *Sistema financiero y asignación de recursos, experiencias latinoamericanas y del Caribe: Colombia, Costa Rica, Chile, República Dominicana y Venezuela*, Buenos Aires, Grupo Editor Latinoamericano.
- Jarchow, H. J. (1989), "El Deutsche-Bundesbank como agente de la política monetaria", en: CIEDLA, *La política monetaria en la economía social de mercado*, Buenos Aires.

- Kareken, J. (1990), "Deposit insurance reform or deregulation in the cart not the horse", *Quarterly Review*, vol 14 n° 1, Federal Reserve Bank of Minneapolis, invierno.
- Keeton, W. (1990), "Bank holding companies, cross-banks guarantees, and source of strenght", *Economic Review*, vol 75 n° 3, Federal Reserve Bank of Kansas City, mayo/junio.
- Kincaid, G. R. (1988), "Implicaciones de los cambios estructurales en los mercados financieros para la política económica", *Finanzas y Desarrollo*, vol 25 n° 1, Washington, FMI-BM, marzo.
- Kindleberger, C. (1978), *Manias, panics and crashes*, Nueva York, Basic Books.
- Kopcke, R. y E. Rosegren (1990), "Are the distinctions between debt and equity disappearing? an overview", *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, marzo/abril.
- Le Fort V., G. y J. Ruiz Tagle (1988), "El problema del endeudamiento interno: aspectos analíticos", en Massad, C. y R. Zahler, editores, *op.*, *cit.*
- Lizano, E. (1989), "El sistema financiero y el programa de ajuste estructural", Buenos Aires, mimeografiado, abril.
- Lown, C. (1990), "Banking and the economy. What are the facts?", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Dallas, septiembre.
- Mahler, W. (1990), "El crecimiento de mercados de capitales coreano", *Finanzas y Desarrollo*, vol 27 n° 2, Washington, FMI-BM, junio.
- Marshall, J. (1989), "¿Independencia o autonomía del Banco Central?", *Cuadernos de Economía*, año 26 n° 77, Santiago, Pontificia Universidad Católica de Chile, abril.
- Massad, C. (1989), "La función técnica y la función política del Banco Central: anatomía prenatal", *Cuadernos de Economía*, año 26 n° 77, Santiago, Pontificia Universidad Católica de Chile, abril.
- Massad, C. y R. Zahler (1988), "Otro ángulo de la crisis latinoamericana", en: *Ibid.*, *op.*, *cit.*
- Minsky, H. (1984), *Can "it" happen again?*, Nueva York M. E. Sharpe Inc.
- Montanaro, E. (1989), "Deregulation in Banking. Meaning and perspectives", Instituto de Estudios Bancarios y Financieros, Convenio de Cooperación Internacional República Italiana, trabajo n° 2, La Plata, FCE-UNLP.
- Nickelsburg, G. (1988), "El fenómeno de la dolarización", *Estudios*, año XI n° 45, Córdoba, Fundación Mediterránea, enero/marzo.
- Office of the Comptroller of the currency (1988), "Quiebras bancarias: una evaluación de los factores que contribuyen a la quiebra de bancos nacionales en Estados Unidos", Serie de Temas Institucionales y Bancarios n° 1, Buenos Aires, BCRA, mayo.
- Osterberg, W. y J. Thomson (1989), "Bank capital requirements and the riskness of banks: a review", *Economic Review*, vol 25 n° 1, Federal Reserve Bank of Cleveland, primer trimestre.
- Parry, R. (1987), "Major trends in the United States financial system: implications and issues", *Economic Review*, n° 2, Federal Reserve Bank of San Francisco, San Francisco, primavera.
- Piekarz, J. (1981), "La garantía de los depósitos en los intermediarios financieros", Centro de Estudios Monetarios y Bancarios, Serie de información pública n° 11, Buenos Aires, BCRA, septiembre.
- Randall, R. (1989), "Can the market evaluate asset quality exposure in banks?", *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, julio/agosto.
- Robinson, K. (1990), "The performance of eleventh district financial institutions in the 1980s, a broader perspective", *Studies*, Federal Reserve Bank of Dallas, mayo.
- Rodríguez, C. A. (1984), "Inflación, salario real y tipo real de cambio", CEMA, documento de trabajo n° 41, Buenos Aires, enero.
- Rodríguez, C. A. (1985), "Inflación y déficit fiscal", CEMA, documento de trabajo n° 49, Buenos Aires, mayo.

- Rodríguez, C. A. (1980), "Gasto público, déficit y tipo real de cambio: un análisis de sus interrelaciones de largo plazo", CEMA, documento de trabajo n° 18, Buenos Aires, octubre.
- Rodríguez, C. A. (1984), "Políticas cambiarias y reservas internacionales", CEMA, documento de trabajo n° 45, Buenos Aires, septiembre.
- Rodríguez, C. A. (1986), "Un análisis estilizado de la reforma financiera de julio 1982", CEMA, documento de trabajo n° 52, Buenos Aires, julio.
- Rosende, F. (1989), "Elementos para el diseño de un marco de análisis de la autonomía del Banco Central", *Cuadernos de Economía*, año 26 n° 77, Santiago, Pontificia Universidad Católica de Chile, abril.
- Rosende, F. y R. Vergara (1986), "Opciones de política para el sector financiero", *Cuadernos de Economía*, n° 70, Santiago, Pontificia Universidad Católica de Chile, diciembre.
- Santángelo, R. (1988), "Restricciones y objetivos fiscales en las políticas de regulación o liberalización financiera", Centro de Estudios Monetarios y Bancarios, Serie de Estudios Técnicos n° 68, Buenos Aires, BCRA, junio.
- Sarmiento, E. (1985), "Las fallas del mercado de capitales", *Revista de la CEPAL*, n° 27, Santiago de Chile, noviembre.
- Schlesinger, H. (1989), "Continuidad en los objetivos, cambio en la metodología", en: CIEDLA, *op., cit.*
- Sellon jr., G. (1988), "Restructuring the financial system: summary of the bank's 1987 symposium", *Economic Review*, vol 73 n° 1, Federal Reserve Bank of Kansas City, enero.
- Short, E. (1987), "Bank problems and financial safety nets", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Dallas, marzo.
- Simons, H. (1936), "Rules versus authorities in monetary policy", *Journal of Political Economy*, Chicago, febrero.
- Snoek, H. (1989), "Problemas de supervisión bancaria en PMA", *Finanzas y desarrollo*, vol 26 n° 4, Washington, FMI-BM.
- Solimano, A. (1988), "Liberalización financiera y crisis: aspectos teóricos y consideraciones de política económica", en: Massad, C. y R. Zahler, editores, *op., cit.*
- Solomon, A. (1984), "Banking deregulation. Where do we go from here?", *Quarterly Review*, vol 9 n° 3, Federal Reserve Bank of New York.
- Stiglitz, J. y A. Weiss (1981), "Credit rationing in markets with imperfect information", *The American Economic Review*, junio.
- Takagi, S. (1988), "El sistema financiero japonés en evolución", *Finanzas y Desarrollo*, vol 25 n° 1, Washington, FMI-BM, marzo.
- Thomson, J. (1990), "Using market incentives to reform bank regulation and federal deposit insurance", *Economic Review of the Federal Reserve Bank of Cleveland*, vol 26 n° 1, primer trimestre.
- Tobin, J. (1982), "Money and finance in the macroeconomic process", *Journal of Money, Credit and Banking*, mayo.
- Tobin, J. (1984), "On the efficiency of the financial system", *Lloyds Bank Review*, julio.
- Valdés P., S. y A. Lomakin (1988), "Percepción sobre la garantía estatal a los depósitos durante 1987 en Chile", *Cuadernos de Economía*, n° 75, Santiago, Pontificia Universidad Católica de Chile, agosto.
- Vencovski, F., L. Price, H. Bockelmann y D. Dimitrijevic (1979), "Instrumentos y objetivos de la política monetaria", *Boletín CEMLA*, vol XXV n° 2, marzo-abril.
- Vilaseca, H. (1988), "Banco Central. Evolución, misión y funciones", Serie de Temas Institucionales y Bancarios n° 4, Buenos Aires, BCRA, junio.
- Villanueva, D. (1988), "Problemas en la reforma del sector financiero", *Finanzas y Desarrollo*, vol 25 n° 1, Washington, FMI-BM, marzo.
- Wallace, N. (1988), "Another attempt to explain an illiquid banking system: the Diamond and Dybvig model with sequential service taken seriously", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, otoño.

- Wallich, H. y T. Glaessner (1985), "Financial deregulation in the United states and in developing countries", en: *Tercera Conferencia Internacional sobre el Desarrollo Financiero de América Latina y el Caribe*, La Guaira, marzo.
- Williamson, S. (1989), "Bank failures, financial restrictions and agregate fluctuations: Canada and The United States 1870-1913", *Quaterly Review*, Minneapolis, Federal Reserve Bank of Minneapolis, verano.
- Winograd, A. (1984), *Economía abierta y tipo de cambio prefijado: ¿Qué aprendemos del caso argentino?*, Buenos Aires, Estudios CEDES.
- Zahler, R. (1989), "La inserción institucional del Banco Central de Chile", *Cuadernos de Economía*, año 26 n° 77, Santiago, Pontificia Universidad Católica de Chile, abril.
- Zahler, R. (1985), "Las tasas de interés en Chile: 1975-82", en: *El desarrollo financiero de América Latina y el Caribe*, Caracas, Instituto Interamericano de Mercados de Capital, noviembre.
- Zahler, R. (1986), "Política monetaria y financiera", en: Cortázar, R., editor, *Políticas Macroeconómicas: una perspectiva latinoamericana*, Santiago, CIEPLAN.
- Zahler, R. y M. Valdivia (1988), "Asimetrías de la liberalización financiera y el problema de las deudas interna y externa", en Massad, C. y R. Zahler, editores, *ob., cit.*