

ENSAYOS ECONOMICOS



BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA

n° 44

ENSAYOS ECONOMICOS



BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA

OCTUBRE 1990 n° 44

Comité

Editorial

Hildegart Ahumada

Enrique A. Bour

José A. Uriarte

Coordinador Técnico

Alfredo C. Rodríguez

Las opiniones expresadas en esta revista son de responsabilidad exclusiva de los autores y no representan necesariamente el criterio de este Banco.

ISSN 0325 3937

Para suscripciones, dirigirse a:

Banco Central de la República Argentina,
Departamento de Secretaría General,
Reconquista 266,
1003 Capital Federal - Argentina

ESTA PUBLICACION FIGURA INSCRIPTA EN LA DIRECCION NACIONAL DEL DERECHO DE AUTOR BAJO EL N° 173.160. EXCEPTO EN LOS CASOS EN QUE SE HAGA EXPRESA RESERVA DE DERECHOS, SE PERMITE LA REPRODUCCION DE LOS ARTICULOS SIEMPRE QUE SE CITEN SU AUTOR, EL NOMBRE DE LA REVISTA Y EL DE LA INSTITUCION.

INDICE

	Págs.
LA CRISIS BANCARIA ARGENTINA DE 1980, POR TOMAS J. BALIÑO	1
COMENTARIO: GUILLERMO ROZENWURCEL	67
UNA EVIDENCIA EMPIRICA SOBRE LA ESTABILIDAD DEL PROCESO INFLACIONARIO ARGENTINO (1979 - 1987), POR HUGO R. BALACCO	71
COMENTARIOS: ALFREDO M. NAVARRO VICTOR J. ELIAS	95 101

LA CRISIS BANCARIA ARGENTINA DE 1980 *

por Tomás J. Balliño

Balliño, Tomás J. T.:

Egresado de la Universidad de Buenos Aires y de la Universidad de Chicago. Ha sido profesor de la Universidad de Buenos Aires, de la Universidad Nacional del Sur y del CEMA, y subgerente del Banco Central de la República Argentina. Actualmente es funcionario del Fondo Monetario Internacional."

Agradezco a Ms. Linda M. Koenig y en especial al Sr. V. Sundararajan por sus valiosos comentarios; cualquier error es responsabilidad del autor. El Sr. Dawit Makonnen brindó su valiosa asistencia en el área de la investigación. Mi reconocimiento al señor José A. Uriarte del BCRA por su ayuda en la obtención e interpretación de algunos de los datos.

* Trabajo presentado en las X Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo 28 y 29 de abril de 1988 - ORGANIZADAS POR EL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA.

RESUMEN*

El sistema financiero argentino experimentó una gravísima crisis que se inició en marzo de 1980 cuando quebró uno de los más importantes bancos privados y otros tres tuvieron que ser intervenidos. La crisis se extendió rápidamente durante 1980-82, dando por resultado la liquidación de 71 instituciones financieras -proceso de reestructuración que aún no se ha completado-. Este trabajo tiene por objeto estudiar las causas y consecuencias de la crisis, con especial énfasis en el impacto del ámbito normativo. En él se examinan los factores macroeconómicos, así como los factores específicos del sistema financiero y se analiza la validez para el caso argentino, de diversas hipótesis que generalmente se presentan en la literatura existente.

Una conclusión general que puede extraerse del análisis es que aun cuando elementos endógenos, tales como el alto nivel de las tasas de interés que siguió a la liberalización y los préstamos de dudosa calidad contribuyeron a la crisis del sistema financiero, elementos exógenos, como las modificaciones del sistema cambiario, desempeñaron un papel fundamental para determinar los alcances de la crisis.

La inadecuada supervisión del sistema financiero también contribuyó a la crisis. Existen pruebas de que las instituciones financieras liquidadas en las primeras etapas de la crisis tenían problemas propios que señales de alerta y un control más estricto podían haber detectado anticipadamente. Una detección oportuna no solo habría dado más tiempo para hallar soluciones, sino que también podía haber reducido la magnitud del problema al limitar el crecimiento de tales instituciones. Sin embargo, aun con una supervisión más eficaz, no se podría haber evitado un cierto deterioro de la calidad de las carteras bancarias debido a la inestabilidad de las condiciones económicas, que tornaban muy inciertos el pronóstico y la planificación. No obstante, existen pocas dudas en cuanto a que una mejor supervisión habría permitido al sistema financiero resistir mejor tal deterioro.

El Banco Central pudo contener la propagación de la crisis otorgando créditos de emergencia a instituciones con problemas y revirtiendo (con efecto retroactivo) su anterior política de reducir gradualmente los alcances del seguro de depósitos. Asimismo, la crisis impulsó la mejora de la supervisión bancaria y propulsó la introducción de medios más flexibles para encarar los casos de instituciones con problemas y reducir así la necesidad inherente de proceder a costosas liquidaciones.

La reintroducción del control de las tasas de interés significó un alivio para los prestatarios. Sin embargo, también redujo la magnitud del sistema financiero ya que los depositantes se mostraron renuentes a mantener activos financieros con un rendimiento real negativo. Esto, unido a otras medidas adoptadas para ayudar a prestatarios e instituciones financieras -tales como una mayor financiación del sistema financiero por parte del Banco Central- indudablemente tornaron más difícil la administración de la política monetaria y pueden considerarse factores que coadyuvaron al aumento de la inflación y a la pérdida de reservas internacionales iniciada con la crisis. El alivio de la deuda otorgado en 1982 también plantea cuestiones difíciles, tales como la equidad de la importante redistribución de riqueza que ello implicó y si un alivio más selectivo podría haber alcanzado resultados similares de un modo menos costoso.

(*) Ver índice en la página 66.

I. INTRODUCCION Y PANORAMA GENERAL DE LA BIBLIOGRAFIA

1. INTRODUCCION

En marzo de 1980, se produjo la quiebra del Banco de Intercambio Regional (BIR), uno de los bancos privados más grandes de la República Argentina; pocos días más tarde, otros tres grandes bancos tuvieron que ser intervenidos, siendo dos de ellos liquidados con posterioridad. Así comenzó una grave crisis en el sistema financiero argentino que dio como resultado la liquidación de 71 instituciones financieras entre los años 1980 y 1982, proceso de reestructuración que aún no ha terminado y que ha provocado modificaciones de largo alcance no solamente en el sistema financiero sino también en las políticas económicas. Varios autores han analizado estos sucesos pero la mayoría se ha centrado primordialmente en aspectos macroeconómicos generales mientras que algunos han tratado aspectos parciales del funcionamiento del sector financiero argentino en el marco de la crisis. El propósito de este trabajo es integrar estos dos conjuntos de análisis y enfocar más de cerca al sector financiero poniendo énfasis en los aspectos normativos que anteriores estudios han ignorado en gran medida. El trabajo está organizado de la manera siguiente: el primer capítulo proporciona un breve panorama de la bibliografía sobre crisis financieras con especial referencia a la crisis argentina, el segundo estudia el contexto económico general mientras que el tercero analiza la crisis en sí misma. Finalmente, el cuarto capítulo presenta las conclusiones. La estrategia de investigación seguida refleja el concepto de que un análisis adecuado de la crisis financiera argentina tiene que exceder el marco del sistema financiero, porque una causa fundamental de ese proceso fue el deterioro de la cartera de préstamos del sistema que se debió parcialmente a cambios en el contexto económico general y a su impacto sobre la situación de las empresas.

2. PANORAMA GENERAL DE LA BIBLIOGRAFIA SOBRE LAS CRISIS FINANCIERAS

La bibliografía sobre las crisis financieras y quiebras bancarias puede dividirse en dos grupos principales, aún cuando existe mucha superposición entre los dos: la bibliografía que asume un enfoque sistémico del problema y la bibliografía casuística. El primer grupo centra su atención en las causas macroeconómicas de esas crisis, que generalmente se hallan fuera del control de las instituciones financieras. Dos líneas fundamentales de pensamiento pertenecen a este grupo: la monetarista y la de la fragilidad.

La línea monetarista se aprecia en los trabajos de Friedman y Schwartz (1963) y Cagan (1965), entre otros; la mayor parte de su análisis enfoca la experiencia estadounidense de la década del treinta. Estos escritores sugieren que las crisis financieras son causadas por una pérdida de confianza pública en la capacidad de los bancos para cumplir con sus compromisos, la cual se ve agravada por errores en materia de política monetaria. La pérdida de confianza puede ser desatada por un deterioro en la calidad de los préstamos bancarios 1/. Además, Friedman y Schwartz sugieren que aun los bancos más sólidos pueden quebrar si tienen que liquidar activos en un período de tiempo brevísimo a fin de cumplir con sus compromisos de convertir depósitos en circulante si así se les solicita. Además, esta conversión puede reducir la oferta monetaria y el ingreso nominal. No obstante, una postura monetaria adecuada puede abortar este proceso en sus inicios 2/.

La línea de la fragilidad se remonta a Irving Fisher (1932; 1933). Considera que las crisis financieras son parte del ciclo económico; más específicamente, son consecuencia inevitable de los períodos de auge económico. En opinión de Fisher, las crisis son parte de un ciclo cuya tendencia ascendente se ve impulsada por nuevas oportunidades de inversión, debidas a algún factor exógeno, que lleva a un auge

en las inversiones financiado por el crédito bancario. Esto lleva eventualmente a un endeudamiento general excesivo, definido como una situación en que los agentes económicos carecen de activos líquidos suficientes para cumplir con sus obligaciones. 3/. "En tal situación, la crisis puede ser desatada por errores de juicio de parte de deudores o acreedores". (Bordo (1985, p.9)). Los deudores pueden verse obligados a vender sus activos a precio vil a fin de pagar sus deudas. Estas ventas de urgencia pueden desencadenar una crisis de liquidez que a su vez puede conducir a una crisis bancaria y a una recesión en caso que no intervenga la autoridad monetaria.

La teoría de la fragilidad financiera de Hyman Minsky ha seguido la tradición de Fisher. Minsky ha descripto tres tipos de unidades financieras que involucran un riesgo de colapso creciente (fragilidad): las unidades financieras precavidas, cuyos ingresos en efectivo exceden sus pagos; las unidades financieras especulativas cuyos ingresos son inferiores a sus egresos en algunos períodos y las unidades financieras Ponzi cuyos compromisos de pago de intereses en efectivo excede los ingresos netos en efectivo. Nótese que estas definiciones no tienen relación con el valor presente neto del proyecto, el cual puede ser positivo en los tres tipos (por ejemplo: en el último tipo, los ingresos acumulados pueden representar una gran parte del ingreso). Aún cuando las tres unidades son vulnerables a sucesos que reducen el flujo de caja de sus activos, las unidades financieras Ponzi y las especulativas son especialmente vulnerables a cambios en las tasas de interés o a alteraciones en el mercado financiero (ej.: una contracción de la liquidez) pues deben refinanciar su posición continuamente. En opinión de Minsky, la tendencia ascendente del ciclo genera una mayor demanda de financiamiento que eventualmente crea una traslación al financiamiento Ponzi o al especulativo (es decir, a un contexto más frágil) y eleva las tasas de interés. Una nueva elevación de las tasas de interés puede conducir a "ventas de urgencia" de los activos y a un proceso de crisis bancaria y recesión, tal como el descripto por Fisher 4/.

Los trabajos de Kindleberger sobre crisis financieras siguen a los de Minsky pero acentúan más los aspectos internacionales de las crisis, llegando a la conclusión de que la especulación en bienes comerciables y valores extranjeros brinda el vínculo necesario para la transmisión de las crisis de un país a otro 5/. Kindleberger (1978) también trata varias experiencias históricas en materia de especulación que condujeron a "cracks" en el pasado. En líneas semejantes, la idea de "burbujas" especulativas en los precios de los activos que llevan a una crisis 6/ ha sido tratada más recientemente en un marco de expectativas racionales (Flood y Garber (1981)).

El segundo grupo de bibliografía centra su atención en las causas de las crisis financieras que resultan intrínsecas al sistema financiero o a instituciones financieras individuales. Algunos autores resaltan al fraude y las irregularidades en la administración bancaria como las causas fundamentales de las quiebras bancarias 7/. En un artículo reciente, Sinkey (1985) presenta una lista bastante larga de causas principales de las quiebras bancarias; la mala administración, negociaciones turbias, préstamos a tasas inferiores a las normales, administración agresiva de los pasivos, errores estratégicos y falta de control. Asimismo, clasifica a los riesgos bancarios en varias categorías, entre las cuales el riesgo de crédito es el más importante, seguido por el riesgo debido a la tasa de interés.

Finalmente, algunos escritores adoptan un punto de vista ecléctico, utilizando tanto elementos macroeconómicos como microeconómicos para explicar las quiebras bancarias. Por ejemplo, Bovenzi y Nejezchleb (1985) analizan distintas explicaciones para las quiebras bancarias en los Estados Unidos, como ser las condiciones macroeconómicas generales, el nivel de las tasas de interés reales; la disparidad en

el crecimiento económico regional y los cambios en las normas. Llegan a la conclusión de que las tasas de interés elevadas y las recesiones son dos causas macroeconómicas principales de las quiebras bancarias, mientras que los efectos de la desregulación son mucho más inciertos; la disminución de las restricciones a la instalación de sucursales, por ejemplo, parece tener poco efecto en las quiebras bancarias mientras que la disminución de las restricciones a la autorización de instituciones parece incrementar la tasa de quiebras globalmente porque los bancos nuevos tienen un mayor porcentaje de quiebras que los bancos ya establecidos.

La crisis financiera argentina ha sido tratada principalmente en el contexto del análisis de las políticas económicas del período 1977-81, habiendo tan solo unos pocos estudios que centran su atención en el sistema financiero 8/. Examinaremos brevemente los diferentes enfoques que han sido seguidos en la bibliografía. Fernández trató tres causas de las crisis financieras: las insuficiencias de las economías de mercado libre, una política monetaria inadecuada y la inestabilidad intrínseca del sistema financiero 9/.

En su opinión, esta última causa es la que mejor explica la crisis financiera argentina: en virtud de un sistema de encajes fraccionarios con seguro de depósito estatal, las instituciones financieras en peligro pueden demorar la quiebra recurriendo a "la administración de pasivos". La administración de pasivos se describe como la política de una institución que al enfrentar un déficit de caja causado por préstamos en mora, debe elevar las tasas de interés para atraer nuevos depósitos a fin de reemplazar los que vencen; esta política puede conducir a una situación explosiva. De acuerdo con Fernández, esta situación surgió durante la crisis financiera argentina cuando las empresas dejaron de atender sus préstamos bancarios. Estos incumplimientos se debieron a quiebras empresarias causadas por expectativas frustradas respecto de la política macroeconómica y también respecto de la relación entre las tasas de interés y la variación del precio del producto vendido por la empresa fallida. Finalmente, Fernández encuentra mérito a la propuesta de Simon para la reforma financiera en virtud de la cual los depósitos a la vista tendrían una reserva obligatoria del 100 por ciento a fin de preservar su liquidez mientras que los depósitos a plazo serían reemplazados por aceptaciones bancarias o acciones cuyo valor sería determinado por el mercado, es decir que los depósitos a plazo se parecerían a las actuales cuotas de los fondos comunes de inversión.

Comentando el trabajo de Fernández, Feldman (1983) sugiere que la crisis financiera no debería ser interpretada aisladamente sino que más bien debería ser vista como un reflejo de la crisis del sector real que se originó en la incompatibilidad creciente entre las tasas de interés internas reales y la tasa de rentabilidad de las inversiones en activos internos. Asimismo, Feldman sugiere que las tasas de interés internas altas reflejan en gran medida las primas de riesgo debido a expectativas de devaluación superiores a las tasas de devaluación anunciadas previamente y llevadas a cabo por el Gobierno.

Dreizzen (1984) utiliza el marco de Minsky en un análisis interesante de la crisis argentina. Para ello, construye varios indicadores a fin de estudiar la situación financiera de una muestra de firmas industriales. Uno de estos indicadores es un "indicador de fragilidad" calculado como el coeficiente entre el servicio de la deuda y los fondos generados internamente, definidos como la utilidad remanente luego del pago de impuestos con inclusión del cargo por depreciación y los intereses pagados. Utilizando estos indicadores, llega a la conclusión de que durante 1977-83, la estructura financiera de las firmas se hizo cada vez más frágil y hubo de enfrentar fuertes shocks desestabilizadores, la mayoría de los cuales se originaron en el mercado financiero. En particular, Dreizzen cita la política monetaria restrictiva, las quiebras bancarias y devaluaciones que tuvieron por marco el período 1977-83.

Petrei y Tybout (1985) examinan el endeudamiento empresarial analizando un muestreo de firmas industriales durante la fase de liberalización de 1976-81. Sugieren que estas firmas obtuvieron grandes subsidios financieros debidos en primer lugar a la "apreciación real de la moneda y el acceso irrestricto al crédito externo y en 1981 a su vez debido al programa de seguro de cambio. Además, el crecimiento consiguiente del coeficiente deuda/capital se aceleró en 1980 en coincidencia con menores tasas de utilidad para las firmas incluidas en la muestra; ésto se convirtió en un factor en el desarrollo de la crisis". (ibid., p. 13).

Arnaudo y Conejero (1985) analizan la crisis argentina comparando los tres bancos que quebraron en 1980 (Banco de Intercambio Regional, de los Andes e Internacional) entre si, y con la media de los bancos nacionales privados, llegando a la conclusión de que varios indicadores de conducta bancaria advirtieron con anticipación de las inminentes quiebras de los tres bancos.

Damill y Frenkel (1987) continuaron desarrollando algunos de los puntos que surgen de la bibliografía anterior. Sugieren que las tasas reales negativas de 1979 impulsaron a las empresas a endeudarse más, lo cual aumentó su fragilidad. Esta fragilidad se vio exacerbada por los vencimientos a corto plazo de los préstamos, lo que hizo que las empresas fuesen especialmente vulnerables a los "shocks exógenos" tales como elevadas tasas de interés inducidas por cambios en las expectativas acerca del tipo de cambio. La pérdida consiguiente de rentabilidad de algunos sectores aumentó la porción de préstamos caídos en las carteras bancarias. Además, algunos bancos que quebraron en 1980 tuvieron tasas de crecimiento espectacularés que los autores atribuyen a "elementos especulativos".

La bibliografía resumida precedentemente sugiere distintas causas posibles de las crisis financieras, las que serán examinadas en el marco de la experiencia argentina.

II. EL CONTEXTO ECONOMICO

El período 1976-82 fue rico en cambios económicos en la República Argentina. El equipo económico que entró en funciones en marzo de 1976 heredó una situación difícil cuyas características fundamentales eran una alta tasa de inflación, un grave problema de balanza de pagos y un déficit fiscal considerable. El nuevo equipo no solamente adoptó medidas coyunturales para enfrentar esta situación sino que también llevó a cabo algunas reformas estructurales importantes, de las cuales la más radical se produjo en el sector financiero. Sin embargo, se culpó a muchas de estas medidas y reformas por las graves dificultades que salieron a luz cuando estalló la crisis. De resultas, a partir de marzo de 1981, se modificó la política económica en forma significativa y la mayoría de las reformas implementadas a partir de 1976 fueron descartadas.

Este capítulo presenta alguna evidencia acerca de la conducta de la economía en el período 1976-1982 a fin de evaluar la contribución de los cambios en el marco económico a la crisis financiera. Se analiza en primer lugar la evolución del PBI y sus componentes principales, en segundo término, la evolución de los agregados monetarios, en tercero, la conducta de algunos precios importantes: las tasas de interés, el tipo de cambio y algunos precios de activos y en cuarto lugar, la evolución de la deuda empresarial.

1. LA EVOLUCION DEL PBI Y SUS COMPONENTES

La evolución del PBI y sus componentes es importante para el análisis de la crisis financiera al menos en dos planos. En el primero, un conjunto significativo de bibliografía originada en Kindleberger, Minsky y otros autores afirma que las crisis financieras constituyen una parte integrante del ciclo económico, y son una consecuencia necesaria del auge previo. En el segundo, una caída de la actividad económica puede reducir las ventas y las utilidades de las empresas en los sectores afectados, comprometiendo de esta manera la liquidez y solvencia de dichas firmas y, por lo tanto, su capacidad para pagar su deuda.

El Cuadro 1 presenta las fases del ciclo de referencia para la República Argentina para el período 1960-82, mientras que el Cuadro 2 presenta ciertos datos de las cuentas nacionales del lapso 1976-82 10/. El Cuadro muestra que la crisis financiera se produjo luego de una expansión económica: la quiebra del Banco de Intercambio Regional en marzo de 1980 se produjo inmediatamente después del período de expansión que duró de marzo de 1977 a febrero de 1980.

Los datos de las cuentas nacionales (Cuadro 2) confirman que la crisis financiera se produjo luego de un período de expansión económica: aún cuando en 1978 el PBI cayó en 3,4 por ciento, en 1977 y 1979 creció a tasas esencialmente superiores a la evolución histórica; en el período 1976-79, el promedio del crecimiento fue de casi 3 por ciento. Sin embargo, la crisis no puede ser fechada con tanta facilidad con referencia a la inversión pues ésta siguió creciendo a un ritmo muy superior a los promedios históricos aún luego del inicio de la crisis; recién en 1981 comenzó su abrupta caída. Finalmente, el Cuadro 3 presenta las tasas sectoriales de crecimiento del PBI. Estos datos muestran los cambios notables que se produjeron en la evolución de muchos sectores; en especial, el sector financiero creció con mucha más rapidez que el PBI total en el período 1977-80 pero cayó notablemente en 1981-83. Además, en cualquier año dado, las tasas de crecimiento variaron sustancialmente entre sectores. Estas fluctuaciones notables obligaron a ajustes sustanciales de parte de los sectores económicos, lo que pudo haber afectado su capacidad para pagar los servicios de su deuda.

La conducta de los agregados de producto en la República Argentina es congruente con la experiencia de otros países que han sufrido crisis financieras: por ejemplo, Bordo (1985, p.3) dice que "... la mayoría de las crisis financieras, bancarias y bursátiles se han producido en el pico de referencia o poco después, o se han visto relacionadas con la gravedad de la conducta cíclica siguiente." Además, esta evidencia es, en general, congruente con la tesis de la inestabilidad financiera mencionada precedentemente. Sin embargo, la verificación de esta tesis exige mostrar no solamente que la crisis siguió a un período ascendente sino también que estuvo efectivamente vinculada con mayores riesgos en el financiamiento a empresas; este punto será analizado posteriormente.

2. EL COMPORTAMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS

El Cuadro 4 presenta datos sobre el comportamiento de los agregados monetarios y crediticios en el período 1976-1982 que resultan de utilidad no sólo para completar el panorama general sino también para analizar si los factores monetarios podrían haber provocado la crisis financiera.

El cuadro presenta los datos en términos nominales, de los cuales pueden obtenerse dos principales conclusiones. En primer lugar, los agregados monetarios y crediticios crecieron a un ritmo muy rápido durante todo el período; en segundo lu-

gar, los depósitos a plazo aumentaron considerablemente su participación en M2, elevándose del 36% en 1976 al 71% en 1981.

Los datos del Cuadro 4 sugieren que la crisis no puede ser atribuida a causas monetarias: el dinero creció en términos nominales a una tasa muy alta tanto antes como después de la crisis, aunque las tasas de crecimiento de M1 y M2 cayeron bruscamente en 1980, una vez que la crisis ya se había desatado. Además, los datos del crédito interno muestran una estructura similar 11/.

Evidencia adicional sobre la evolución monetaria se ofrece en el Cuadro 5 que presenta datos sobre el comportamiento de los coeficientes de circulante/dinero y de reservas excedentes/obligaciones sujetas a reservas obligatorias. Las variaciones en estos coeficientes provocaron contracciones monetarias en Estados Unidos que dieron por resultado recesiones y crisis financieras, de acuerdo con la explicación monetarista de la crisis 12/. Esta hipótesis implica que estos coeficientes aumentarían, deprimiendo por consiguiente el multiplicador monetario, lo que podría inducir una caída en la oferta de dinero o en su tasa de crecimiento. Los datos no apoyan esta hipótesis para la crisis financiera argentina. Como muestra el Cuadro 5, el coeficiente de circulante/depositos era menor a fines de marzo de 1980 (cuando se cerró el BIR) que en el mismo período de años anteriores; no obstante mostrar una tendencia ascendente durante el resto de 1980, aún permaneció por debajo de los niveles de 1976 y 1977. Esto sugeriría que la crisis socavó la confianza del público en la seguridad de los depósitos sólo por un breve lapso. Un estudio del período junio 1977-junio 1981 encontró evidencia de un desplazamiento en la intersección de la función estimada para el coeficiente de circulante/depositos (Demaestri 1982). Esta variación fue positiva en abril y mayo y negativa en junio de 1980. Otro estudio correspondiente a mayo 1978-marzo 1982 determinó que la demanda de circulante, en términos reales, era menos sensible a la tasa de interés pasiva a partir de marzo de 1980 (es decir, antes de la liquidación del primer banco importante, pero después de la liquidación de una de las más importantes compañías financieras) (Dabos y De Maestri, 1983).

El coeficiente de reservas excedentes fluctuó ampliamente durante el período que va de junio de 1977 (comienzo de la liberalización) a diciembre de 1982. 13/ Aún después de excluir las observaciones estadísticas correspondientes al segundo trimestre de 1977 y la totalidad de 1982, el coeficiente sigue siendo volátil: por ejemplo, cayó de 1,88 a 0,20 entre el segundo y tercer trimestre de 1978. A pesar de esta volatilidad, los datos de 1979 encuadran en la escala de valores históricos, lo que sugiere que el comportamiento de las reservas bancarias no ejerció un efecto contractivo sobre la oferta de dinero 14/. Lo que es más importante, el comportamiento del excedente de reservas de los bancos en 1980 no muestran una desviación con respecto a su pauta histórica, lo que sugiere que la crisis no afectó la disposición de los bancos a invertir en activos redituables.

3. EL COMPORTAMIENTO DE LAS TASAS DE INTERÉS

Muchos autores han atribuido al comportamiento de las tasas de interés -durante y después de la liberalización- las quiebras comerciales ocurridas en el período 1977-82. Por lo tanto, el objeto de esta sección es presentar evidencia para evaluar los méritos de esa explicación 15/.

El Cuadro 6 muestra un brusco salto de las tasas nominales cuando se levantó el control de las tasas de interés a fines del primer semestre de 1977: tanto las tasas activas como pasivas se duplicaron con reces entre la primera y la segunda mitad de 1977. El cuadro 6 también ilustra sobre la variabilidad de las tasas de

interés. Esta información es pertinente en la medida en que la excesiva volatilidad de las tasas de interés podría frustrar la planificación de las empresas y socavar la salud financiera de las mismas. En este sentido, el cuadro 6 muestra que la variabilidad mensual de las tasas de interés dentro de cada año, medida por el coeficiente de variación, fue inferior en 1979 y 1980 que en cualquier otra fecha en el período 1977 a 1982. Esa menor variabilidad fue probablemente causada por la política de devaluaciones preanunciadas que se aplicó entre diciembre de 1978 y marzo de 1981, la cual alentó el arbitraje de las tasas de interés al reducir el riesgo cambiario 16/.

Los datos del cuadro 7 revelan que el promedio anual de las tasas activas fue positivo en términos reales durante el período de la liberalización. Asimismo, su valor más elevado (4,87% mensual, utilizando el índice de precios mayoristas) corresponde al último trimestre de 1979; además, el promedio anual de las tasas activas alcanzó un pico en 1980. En consecuencia, las altas tasas activas contribuyeron a precipitar y agravar la crisis al hacer más difícil el servicio de la deuda. Sin embargo, aunque estas tasas fueron positivas en promedio, y algunas veces muy elevadas, fueron negativas durante muchos trimestres. Por lo tanto, el impacto sobre cada deuda bancaria dependía no sólo del signo y volumen de su posición financiera neta sino también de la estructura de esta posición a través del tiempo.

El comportamiento de las tasas activas en términos reales, sin embargo, plantea diversos interrogantes. En primer lugar, ¿las altas tasas activas reflejaron altas tasas pasivas así como márgenes elevados? En segundo término, ¿por qué las empresas no se volcaron al endeudamiento externo? Tercero, ¿por qué las empresas estuvieron dispuestas a endeudarse a tasas mucho más altas que la tasa de rendimiento marginal de la inversión?

Los cuadros 6 y 7 indican que si bien las tasas activas fluctuaron de acuerdo con las variaciones en las tasas pasivas, los márgenes -grandes y volátiles- contribuyeron notablemente a las altas tasas activas observadas. A fin de explicar los elevados márgenes, Gaba los descompuso en el costo de reservas obligatorias, el costo del excedente de reservas y el rendimiento financiero bruto para el banco (después de tener en cuenta el efecto de los depósitos que no devengan interés)17/. Sus resultados indican que, salvo en la segunda mitad de 1977 cuando el elevado coeficiente de encaje legal representó la parte más grande del margen, el componente principal fue de lejos el rendimiento financiero bruto requerido para cubrir los costos administrativos y las ganancias.

Algunos estudios han identificado los altos costos administrativos como un componente importante de los márgenes;18/ aunque estos costos, que aparecen en el Cuadro 8 son considerables, aún resta por explicar un importante componente residual del margen. Una explicación es que los bancos poseían cierto poder de monopolio que explotaban aplicando tasas que incluían una renta de monopolio. Esta explicación resulta en apariencia, atrayente: los servicios bancarios son productos diferenciados que permiten que tenga lugar una competencia imperfecta (es decir, resulta costoso para los prestatarios cambiar de banco). Sin embargo, el corolario de esta explicación es que una mayor competencia reduciría los márgenes. En este sentido, las medidas de liberalización, que no sólo liberaron las tasas de interés sino que también eliminaron las barreras al ingreso, deberían haber socavado la posición monopolista del sistema bancario, disminuyendo de ese modo los márgenes. No obstante, cabría argüir que si bien la eliminación de las barreras de ingreso redujo el rendimiento monopolista, el desmantelamiento de los controles de las tasas de interés permitió a los bancos explotar de un modo mejor cualquier tipo de monopolio que pudieran retener. Así, el efecto neto de la reforma de 1977 en el componente de renta de los márgenes, sería ambiguo. Otra posible explicación es que los márgenes eleva-

dos reflejaban la prima de riesgo sobre los préstamos que aumentó debido a la incertidumbre por el curso de la política económica y al hecho de que los bancos sabían poco acerca de muchos de sus nuevos clientes 19/. Una ventaja de esta explicación es que también contribuye a aclarar el porqué los prestatarios estaban dispuestos a pagar altas tasas reales 20/. Sin embargo, es incompatible con la explicación de que los prestatarios estaban dispuestos a pagar tasas altas porque esperaban una ayuda del gobierno, ya que si los bancos también esperaban un rescate para sus prestatarios, en tal caso sus préstamos tenían poco riesgo 21/. Un análisis detallado de las causas del alto margen escapa a los alcances del presente trabajo 22/. Aunque como resultado de los altos márgenes los préstamos internos parecían más caros que los externos, las empresas no se volcaron al crédito externo, en parte porque la "tablita" no eliminó por completo la incertidumbre con respecto al curso de los tipos de cambio. En ese sentido, varios autores 23/ han sugerido que el riesgo cambiario percibido desalentaba el endeudamiento externo. Esto es compatible con el hecho de que la tasa pasiva interna superaba el rendimiento en pesos de los depósitos en dólares en el exterior hasta febrero de 1981, 24/ lo que indicaba que prestatarios y depositantes compartían expectativas similares en cuanto al curso de los tipos de cambio. Es probable también que ello se haya debido a que sólo las grandes empresas tenían acceso directo al crédito externo (Petrei y Tybout, 1985). La evolución de las diferencias en las tasas de interés aparece en el Cuadro 9 en el que la tasa preferencial de Estados Unidos ("prime rate") fue tomada como tasa de referencia para los prestatarios y la tasa de las letras de Tesorería de ese país como tasa de referencia para los depositantes. Al analizar un conjunto de datos similares, Blejer concluyó que el mercado financiero era eficiente desde el punto de vista informativo, pero que una prima de riesgo no correlacionado y que variaba con el tiempo estuvo presente durante el período junio 1977-agosto 1981 (Blejer, 1982).

Son varias las hipótesis presentadas para explicar por qué las firmas contraían préstamos a tasas de interés relativamente elevadas en términos reales. Además de las hipótesis del alto riesgo y salvataje mencionadas precedentemente, otras explicaciones incluyen el endeudamiento de urgencia de firmas en dificultades y el endeudamiento de urgencia de firmas que en dificultades y el endeudamiento especulativo inducido por expectativas de devaluación 25/.

4. LIBERALIZACION DEL SECTOR EXTERNO

Las políticas que se han seguido en el sector externo, especialmente respecto al tipo de cambio, tuvieron un importante impacto sobre la solidez del sistema financiero. No sólo causaron un impacto a través de los flujos de capital y del valor de la deuda externa de las empresas sino que también cambiaron virtualmente muchos precios relativos en la economía - precios de los activos, en particular.

El magro éxito en la lucha contra la inflación impulsó a las autoridades a usar el tipo de cambio como un instrumento de estabilización, a partir de diciembre de 1978 hasta marzo de 1981 26/. La técnica utilizada para este fin consistía en publicar periódicamente un programa de devaluaciones diarias para determinados períodos (conocida popularmente como "tablita"). Esta estrategia estaba dirigida a que los precios de bienes comerciables siguieran a los precios internacionales en tanto que los precios de los bienes no comerciables podrían tomar un rumbo similar, suponiendo cierta posibilidad de substitución entre los bienes comerciables y los no comerciables. Además, se esperaba que el preaviso del tipo de cambio redujera la incertidumbre y ayudara a que las tasas de interés internas se movieran en línea con las externas. La primer tablita abarcaba el período hasta el 31 de agosto de 1979 inclusive. El 6 de abril de 1979 se anunció la segunda, que abarcaba el período hasta diciembre de 1979 inclusive. La tasa de devaluación mensual incluida en estos

programas bajó gradualmente: en 1979; cayó de un 5.2% en enero a un 3% en diciembre y alcanzó una devaluación total del 61.5% a lo largo del año. El 1 de octubre de 1979 se publicó la tercer tablita: se estableció un 2.8% de devaluación para enero de 1980, a reducirse en un 0.2 puntos porcentuales por mes hasta el fin de 1980; sin embargo, en septiembre de 1980 las autoridades revisaron el programa y anunciaron que la tasa de devaluación que había sido establecida para octubre (1%) se la mantendría para noviembre y diciembre. Esta revisión intentó calmar la preocupación pública acerca de la apreciación real del peso, que había comenzado a afectar el mercado de cambios 27/. Como este intento no resultó exitoso -las reservas internacionales cayeron a lo largo del último trimestre de 1980- las autoridades anunciaron en diciembre que durante el primer trimestre de 1980 la tasa de devaluación para el tipo vendedor y para el tipo comprador diferirían: 2% por mes para las ventas y 1% para las compras. Esto no detuvo la especulación contra la moneda debido a una amplia percepción de que el peso estaba sobrevaluado y que el nuevo gobierno que tomaría posesión el 1 de abril no respaldaría la política de cambio existente.

El 3 de febrero el gobierno saliente devaluó el peso en un 10% y anunció un programa de devaluación diaria hasta el 31 de agosto de 1981, el que aparentemente contó con el acuerdo del nuevo gobierno. Sin embargo, las salidas de capital continuaron debido a una percepción general de que la nueva administración depreciaría aún más el peso. De hecho, el 2 de abril las nuevas autoridades desecharon la política de devaluaciones preanunciadas y devaluaron repentinamente el peso (en un 23% el tipo vendedor y en un 23.4% el tipo comprador). Además, manifestaron que, en el futuro, seguirían una política de mini devaluaciones frecuentes. A pesar de estas afirmaciones, la continuación de las pérdidas de reservas impulsaron una nueva devaluación de alrededor del 23% el 2 de junio (en términos de dólares estadounidenses por peso) y 20 días después, el mercado de divisas se dividió en dos: un mercado comercial, en el que el Banco Central estableció el tipo y un mercado financiero, en el que el tipo sería determinado por el mercado 28/. Las transacciones que se llevaban a cabo en el mercado mencionado en segundo término incluían a la mayoría de las nuevas transacciones financieras; la venta de una parte establecida del producto de algunas exportaciones y, en general, todas las transacciones que no se permitían cursar por el mercado comercial. A efectos de reducir el efecto de las devaluaciones pasadas sobre la deuda externa privada y de incentivar la renovación de préstamos externos, las autoridades compensaron a los prestamos por el impacto de la devaluación de junio sobre los préstamos que se habían refinanciado por lo menos a un año. Además, establecieron una facilidad de seguro de cambio para impulsar el refinanciamiento de la deuda externa: para poder acogerse a ella, los préstamos nuevos -o renovaciones de préstamos-, debían tener un vencimiento mínimo de un año y medio. En el último trimestre de 1981, el alcance de la facilidad de seguro de cambio se amplió y se estableció una facilidad de "swap" para operaciones a seis meses.

El nuevo gobierno que se hizo cargo en diciembre de 1981 retornó al sistema de cambio libre. Unificó los mercados de cambios, eliminó el seguro de cambio y las facilidades de "swap", liberalizó las ventas de divisas y anunció que se permitiría la flotación del peso. Sin embargo, en abril de 1982, se impusieron drásticos controles de cambio para hacer frente a los problemas que surgieron por la Guerra de las Malvinas. Posteriormente, un nuevo gobierno, que asumió en julio de 1982 reintrodujo los dos mercados de cambio, uno comercial y el otro financiero. El Banco Central estableció el tipo para el primer mercado en tanto que en el segundo sólo intervino como un comprador a un tipo predeterminado. En forma gradual, sin embargo, las operaciones que en un primer momento habían sido asignadas al mercado comercial fueron transferidas al mercado financiero y en noviembre se fusionaron ambos mercados.

Estas políticas causaron un gran impacto sobre el tipo de cambio efectivo real, tal como se indica en el cuadro 10. Estos datos muestran una apreciación real del peso de alrededor del 31% (índice ponderado por exportaciones) o en un 35%

(índice ponderado por importaciones) entre diciembre de 1977 y marzo de 1980 (cuando se hizo evidente la crisis financiera). Esta apreciación continuó hasta fines del año 1980 y alcanzó a un total acumulado del 40.5% (índice ponderado por exportaciones) o 42.5% (índice ponderado por importaciones); en enero de 1981, el tipo de cambio efectivo comenzó a caer debido a una rápida devaluación del peso, un proceso que continuó durante el resto del período que abarca el cuadro 10.

La incertidumbre que introdujeron los cambios en la política del tipo de cambio se acrecentaba por los cambios en el grado de apertura de la economía en cuanto a los flujos comerciales y de capital. Durante el período 1976-82, la apertura de la economía con relación a los flujos de capital cambió varias veces. El primer período que va desde abril de 1976 hasta marzo de 1981 se caracterizó por su gran despliegue de restricciones y un alto grado de integración de los mercados interno, internacional y financiero. Los problemas del sector externo que se evidenciaron 1981 y 1982 aumentaron el riesgo de la toma de préstamos en el exterior tanto para los prestatarios como para los prestamistas y redujeron la integración; todo esto fue fomentado por la volatilidad del tipo de cambio que aumentó, según se menciona más arriba, al caer las reservas y al restringirse los reembolsos de la deuda en 1982.

La liberalización de flujos de capital fue acompañada con la liberalización comercial durante el período 1976-81, a pesar de que la liberalización comercial nunca fue tan amplia como la liberalización financiera. Dos partes principales de la liberalización comercial fueron un programa de reducción escalonada de aranceles de importación a lo largo del período 1979-84 y la eliminación de las prohibiciones de importación. Sin embargo, el programa de reducción de aranceles quedó sin efecto el 1 de abril de 1981, al asumir el nuevo gobierno.

5. POLITICA SALARIAL

La política salarial seguida durante gran parte del período de liberalización pretendía ajustar los salarios más o menos en función de la inflación, medida según el índice de precios al consumidor. Esta política, combinada con la política cambiaria descrita precedentemente, aumentó sensiblemente los costos reales de mano de obra. En el Cuadro 11 se presentan los índices del salario real correspondientes a tres deflatores: el índice de precios al consumidor (WAG. CPI), el índice de precios mayoristas (WAG. WPI), y el índice del tipo de cambio (WAG. EXR) 29/. Los efectos combinados de las políticas salariales y para el sector externo son sorprendentes: el salario real en términos de dólares aumentó casi 177% entre diciembre de 1978 y diciembre de 1980, 30/ mientras que los salarios reales en términos del CPI y del WPI aumentaron sólo 23 y 54%, respectivamente 31/. Esto produjo una pérdida de competitividad de los bienes comerciables de Argentina, que menoscabaron la posición del sector externo y la solvencia económica de los productores de dichos bienes.

6. VARIACIONES EN LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS

El propósito de esta sección es investigar si una burbuja especulativa puede haber desempeñado alguna función en la crisis 32/. Una burbuja especulativa que produjera un aumento del precio de los activos podría haber inducido a la gente a tomar préstamos a fin de adquirir dichos activos, cuando estallara la burbuja, el precio de los activos disminuiría repentinamente con respecto al valor de los préstamos tomados como contrapartida. Esto habría producido que los prestatarios no se encontraran en condiciones - ni dispuestos - a reintegrar sus deudas, mientras que los bancos se encontrarían con una situación en la que la ejecución de los préstamos no les permitiría recuperar totalmente sus créditos.

En el cuadro 12 se presentan los precios de algunos activos deflactados por el índice de precios mayoristas (los indicados con el sufijo "WPI") y por el tipo de cambio peso/dólar (los indicados con el sufijo U.S.). Estos deflatores son de especial utilidad debido a la existencia en ese momento de sustanciales tenencias públicas de activos y pasivos financieros indexados por el WPI o el dólar de EE.UU.. En consecuencia, las relaciones que se presentan en el cuadro 12 también ilustran el costo de oportunidad de mantener activos reales respecto a mantener dichos activos (o pasivos) financieros. Las primeras dos columnas, que corresponden al precio de automóviles, ilustran el efecto de la valorización del peso durante gran parte del período de liberalización (así como las restricciones a las importaciones de automóviles). Si bien los automóviles se valorizaron sólo un 18% con respecto al índice de precios mayoristas entre junio de 1977 y marzo de 1980, se apreciaron en casi el 170% con respecto al dólar de EE.UU. durante dicho período. Por otra parte, en dicho período la tasa de valorización con respecto al WPI fue negativa en varios trimestres, mientras la apreciación con respecto al dólar fue continua excepto durante dos trimestres (el último trimestre de 1977 y el segundo trimestre de 1979). La valorización con respecto al dólar se prolongó hasta fines de 1980, poco antes de que comenzara a modificarse, en febrero de 1981, la política de devaluaciones preanunciadas.

La evolución de los precios relativos de los departamentos usados (tercera y cuarta columna del Cuadro 12) difiere de la correspondiente a automóviles. En primer lugar, existe una valorización bastante constante tanto con respecto a los precios mayoristas como con respecto al dólar: entre junio de 1977 y marzo 1980 los departamentos se valorizaron un 34% con respecto a los precios mayoristas y en 207% con respecto al dólar; en diciembre de 1980 dichas tasas de valorización había llegado a 46% y 307% 34/. Las últimas dos columnas corresponden a los precios del ganado 35/. Nuevamente en este caso, si bien el ganado se valorizó en aproximadamente 20% con respecto a los precios mayoristas entre junio de 1977 y marzo de 1980, su valorización con respecto al dólar fue muy superior - 175% en el mismo período.

En resumen, el Cuadro 12 sugiere que no hubo ninguna pauta general para los precios de los activos hasta junio de 1981, oportunidad en que las sustanciales devaluaciones del peso que habían tenido lugar desde fines de marzo hicieron que los precios de los activos descendieran sensiblemente expresados en dólares; los precios en dólares de los activos se mantuvieron sustancialmente por debajo de los valores de 1979-80 durante el resto del período analizado. En el caso de los departamentos, la depreciación real se produjo no sólo en relación con el dólar sino también con el índice de precios mayoristas: esta última depreciación comenzó en el primer trimestre de 1981 y el precio real de los departamentos nunca volvió a alcanzar los altos niveles del período que comenzó el segundo trimestre de 1979 y finalizara en el primer trimestre de 1981.

En el Cuadro 13 se presentan series sobre el índice de valor de las acciones, el cual refleja el valor de las acciones en circulación de todas las empresas que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires al último precio disponible para cada período. La primera columna muestra el valor promedio del índice durante cada mes, mientras que las otras dos columnas muestran los valores deflactados utilizando el índice de precios mayoristas (segunda columna) y el índice del tipo de cambio (tercera columna). La serie presenta un alto grado de variabilidad; 36/ sin embargo, el índice se valorizó, tanto en relación con el índice de precios mayoristas como en relación con el dólar, entre el último trimestre de 1977 37/ y el primer trimestre de 1980 - que es el período pico de ambas series. Esto muestra un sorprendente contraste frente al comportamiento del precio relativo de los otros activos analizados anteriormente. Los precios de las acciones cayeron tanto en términos nominales como relativos (comparados con los precios mayoristas y con el dólar de EE.UU.) inmedia-

tamente después de iniciada la crisis financiera (marzo de 1980); en contraposición, el precio en dólares de los activos incluidos en el Cuadro 12 comenzó a aumentar, mientras que su precio en relación con los precios mayoristas no registró ninguna variación significativa en los trimestres posteriores.

Los datos que se evidencian en el Cuadro 12 y en el Cuadro 13 no respaldan la hipótesis de que haya sido una burbuja especulativa la causante de los primeros episodios de la crisis (es decir, las quiebras e intervenciones de bancos en marzo-abril de 1980). Sin embargo, el valor de las empresas disminuyó drásticamente después de comenzada la crisis, en parte como consecuencia de la incertidumbre que ésta indujo. Esta caída profundizó la crisis financiera al reducir el valor de las garantías reales y al dificultar para las empresas la sustitución del sistema bancario por el mercado de capitales.

7. EL EFECTO COMBINADO DE LAS VARIACIONES EN LAS TASAS DE INTERES Y EN LOS PRECIOS RELATIVOS

La variabilidad de las tasas de interés y los precios relativos - incluidos aquellos correspondientes a los activos - complica el análisis del impacto de las tasas de interés activas sobre los distintos sectores durante el período de liberalización. La medición de dicho impacto contribuiría al análisis de la justificación de algunas solicitudes de alivio de la deuda, que se basaron en la afirmación de que prolongados períodos de altas tasas de interés habían llevado a muchos prestatarios a la insolvencia 38/. Una forma de analizar esta cuestión consiste en computar el efecto acumulado de las tasas activas reales aplicadas a un préstamo, utilizando diferentes índices de precios. Dicho cálculo figura en el Cuadro 14, con respecto a precios seleccionados. Las cifras en dicho cuadro corresponden al cociente entre el valor de un préstamo 39/ 40/ y el índice de precios indicado en la parte superior de cada columna. En consecuencia, si el cociente aumenta entre dos fechas, la carga de la deuda del prestatario aumenta, medida en unidades de la canasta del índice de precios utilizado. Visto de otra forma, en el caso de un activo, indica qué rendimiento del activo, capitalizado y descontada la depreciación, habría permitido al prestatario mantener su patrimonio sin variaciones entre las fechas elegidas.

Los datos del Cuadro 14 muestran una sustancial volatilidad en la mayoría de las series: en particular, cuando se eligen los salarios y los precios del ganado como denominadores (primera y sexta columnas).

Sin embargo, en algunas series pueden identificarse ciertos patrones de comportamiento. En primer lugar, pueden identificarse varios subperíodos diferenciados en el cociente con el índice de precios mayoristas (columna 2). El primero se extiende desde septiembre de 1977 hasta septiembre de 1978 y durante el mismo ese cociente aumentó constantemente llegando al 29% en todo el año; el segundo se extiende durante todo el año desde septiembre de 1978 y muestra una caída del 12%. Desde septiembre de 1979 hasta marzo de 1981 hubo un constante aumento a una tasa anual del 39%/ . En el caso de los automóviles (columna 4), el único año completo con una tendencia continua se extiende desde marzo de 1980 hasta marzo de 1981, cuando el cociente creció 28%.

En segundo lugar, el cociente con respecto a las divisas (columna 3) aumenta continuamente desde el comienzo de la serie hasta el abandono del régimen de devaluaciones preanunciadas en marzo de 1981. Por último, el cociente con respecto a los precios de las acciones (última columna) aumentó casi de continuo entre junio de 1979 y marzo de 1982 (constituyendo las únicas excepciones marzo de 1980 y diciembre

de 1981) 41/. Los datos detallados precedentemente indican que la carga de la deuda, medida según el índice de precios mayoristas o según el índice del mercado accionario, había comenzado a aumentar alrededor de dos trimestres antes de los primeros episodios de la crisis y continuó haciéndolo hasta finalizado el primer trimestre de 1982. La disminución de la carga de la deuda que comenzó en el segundo trimestre de ese año obedeció tanto al aumento de los precios de las acciones como a la caída de las tasas de interés reales, que a su vez fueron el resultado de los topes de las tasas de interés establecidos en julio de 1982. Por las mismas razones, la carga de la deuda medida en dólares también disminuyó drásticamente después de marzo de 1982 (columna 3) si se utiliza el tipo de cambio como denominador 42/.

8. DEUDA DE LAS EMPRESAS

El análisis anterior indicaría que los agentes económicos debieron hacer frente a importantes conmociones durante la liberalización financiera, entre las que se incluían importantes variaciones en los precios relativos claves -incluidos los activos- y, durante algunos períodos, altos costos del endeudamiento. La vulnerabilidad de las empresas ante tales conmociones depende, entre otros factores, de la relación entre la deuda y el total de activos ("razón deuda-capital") no sólo debido a que una alta proporción magnifica el impacto de las tasas de interés sobre las utilidades de la empresa sino también debido a que indica que la empresa tiene una baja base de capital para absorber las pérdidas. Petrei y Tybout (1984) han analizado la evolución de ésta y similares razones durante el período 1976-81. Su análisis se basa en los estados financieros de 155 empresas industriales que hacen oferta pública de sus acciones, clasificadas en tres grandes categorías: productores de bienes exportables, productores de bienes importables y productores de bienes no comerciables; algunas de dichas razones se reproducen en el Cuadro 15 que aparece más adelante. La primera columna del Cuadro 15 corresponde al comienzo del período de liberalización, la segunda al período de devaluaciones preanunciadas y el último al período posterior a las devaluaciones masivas del peso.

Las razones indican que, a excepción de los bienes exportables, la razón deuda-capital aumentó durante el período de liberalización, si bien la liquidez disminuyó y la deuda externa aumentó como proporción de los activos totales. Petrei y Tybout (ibid. pág. 50) llegan a la conclusión de que "Durante los últimos años de la década del '70 las empresas parecen haber sustituido endeudamiento en pesos por endeudamiento en dólares, manteniendo estable el efecto de palanca. Pero a partir de 1980, cuando las tasas de ganancia cayeron bruscamente, las empresas aumentaron constantemente su dependencia del endeudamiento. En consecuencia, durante ese año y posteriormente, parte del mayor riesgo financiero de las empresas puede haber obedecido al endeudamiento tomado en situaciones difíciles. El comienzo de la tendencia al aumento del efecto de palanca corresponde al surgimiento de la crisis del sector bancario y bien puede haber sido un "factor causal". Utilizando los mismos datos como base, Dreizzen (1984) construyó un indicador de la fragilidad financiera "f", basado en las teorías de Minsky. Este indicador se define como la relación entre los pagos por servicio de la deuda y los fondos generados internamente, definiéndose el servicio de la deuda como la amortización más los pagos de intereses, mientras que los fondos generados internamente se definen como las utilidades más la depreciación de los activos más los intereses pagados netos, menos los impuestos. Dreizzen incluyó en la muestra 143 empresas "normales" y 23 que tuvieron que renegociar sus deudas bajo supervisión judicial. Por lo tanto, es posible comparar el comportamiento de esas dos categorías de empresas. El Cuadro 16 indica que las empresas que finalmente fueron sometidas a supervisión judicial tuvieron un aumento mucho mayor del índice de fragilidad que las empresas normales. Sin embargo, no resulta claro si dicho índice explica por qué algunas empresas tuvieron dificultades o si sólo describe

dichas dificultades, (no poder pagar el servicio de la deuda con recursos propios). Sea como fuere, los datos de este Cuadro confirman que la razón deuda-capital de las empresas aumentó drásticamente para ambos tipos de empresas a medida que evolucionaba la crisis.

9. QUIEBRAS COMERCIALES

Los acontecimientos resumidos más arriba incidieron sobre las quiebras de empresas, las que a su vez constituyeron una de las causas de las quiebras de bancos e instituciones financieras no bancarias. El Cuadro 17 presenta algunos datos sobre los pasivos de las firmas comerciales que se presentaron en quiebra ante los tribunales de Capital Federal. El Cuadro muestra los pasivos totales del trimestre en términos nominales (primera columna), deflactados por el índice de precios mayorista (segunda columna), y como un coeficiente del crédito bancario para el sector privado (tercera columna). La inflación dificulta la interpretación de la primera columna. Sin embargo, las dos últimas columnas muestran un panorama similar: las quiebras aumentan en términos reales cada año hasta 1982, alcanzando su máximo en el primer trimestre de ese año, en tanto que la relación de las quiebras comerciales con respecto al crédito privado total muestra igual comportamiento, salvo cuando cae en 1980 43%. Además, el pico de crecimiento en términos reales de las quiebras comerciales (76%) correspondió a 1980 (es decir, cuando comenzó la crisis financiera), aunque esto no se observa en la columna 3 debido a la política de crédito expansiva para el sector privado.

La industria fue el sector más seriamente afectado en los primeros tramos de la crisis, aumentando su participación en el total de pasivos de las firmas en quiebra de un 53,7% en 1979 a un 83,9% en 1980 (Cuadro 18).

III. LA CRISIS FINANCIERA

1. EL SISTEMA FINANCIERO ANTES DE LA CRISIS

a. CARACTERISTICAS PRINCIPALES DEL SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO EN EL MOMENTO DE LA REFORMA FINANCIERA DE 1977

El sistema financiero argentino se encontraba estrictamente regulado antes de 1977. Esta regulación había sido reforzada por la ley de nacionalización de los depósitos promulgada en 1973 y por las medidas complementarias conexas adoptadas por el Banco Central. La ley de nacionalización había establecido que los bancos comerciales podían recibir depósitos solamente por cuenta y orden del Banco Central; los bancos tenían que mantener estos depósitos en forma de depósitos en el Banco Central o como circulante en sus tesoros 44/ 45%. Los bancos solamente podían prestar su propio capital y reservas y los fondos que recibían del Banco Central en forma de redescuento. El objeto de esa ley era permitir al Banco Central asignar el crédito selectivamente a sectores y regiones diferentes. Asimismo, el Banco Central fijaba las tasas de interés sobre préstamos y depósitos 46%. Sin embargo, el sistema de depósitos nacionalizados y tasas de interés reguladas pronto se hizo demasiado rígido especialmente cuando la tasa de inflación, tras haber sido reprimida por los controles de precios en 1973, subió significativamente en 1974 y en forma notable en 1975. Además, la falta de un vínculo explícito entre depósitos y préstamos redujo los incentivos de los bancos para atraer depósitos. Por lo tanto, el Banco Central tuvo que flexibilizar el sistema. Las tasas de interés sobre los certificados de depósitos fueron liberadas en 1975 y se introdujeron las líneas de redescuento automáticas ligadas al crecimiento de determinados depósitos; asimismo se elevaron significativamente las tasas de interés de los depósitos a plazo. A pesar de estas medidas, la renta de los activos financieros no indexados fue negativa en términos reales. A resultas de ello, en el período de nacionalización (1973-1977), M2 cayó un 50% en términos reales, los depósitos a plazo un 56% y M1 un 46%. Esta reducción en el tamaño

del sistema financiero se vió facilitada por la existencia de bonos gubernamentales indexados, los cuales no solamente proporcionaban una cobertura contra la inflación sino que también eran muy líquidos 47/.

Asimismo, el ingreso al sistema financiero se encontraba sumamente regulado. El Banco Central tenía que aprobar la creación de nuevos bancos y la apertura y cierre de sucursales de los existentes 48/ 49/. El proceso de aprobación incluía una evaluación de la necesidad de contar con nuevos servicios bancarios, adecuación del capital, etc. El Cuadro 19 presenta la evolución de la estructura institucional del sistema financiero argentino, el cual incluye otras instituciones financieras además de los bancos, aún cuando éstos han sido de lejos los intermediarios financieros más importantes.

b. LA REFORMA FINANCIERA DE 1977

El Gobierno que asumió en marzo de 1976 decidió inmediatamente que era necesaria una reforma profunda del sistema financiero. El programa económico anunciado el 2 de abril de 1976 manifestaba la necesidad de "... devolver al sistema bancario y financiero su flexibilidad y eficiencia, eliminando el sistema de la nacionalización de los depósitos, que resulta inoperante desde el punto de vista del control oficial del crédito, a la par que atenta contra el desarrollo y la agilidad de la actividad financiera" 50/. La reforma fue promulgada a comienzos de 1977; los dos elementos fundamentales de dicha reforma fueron la Ley 21.495 que autorizaba al Banco Central a reconvertir el sistema financiero en un sistema de encajes fraccionarios y la Ley 21.526 que brindaba el marco legal para las instituciones financieras 51/.

Estas leyes brindaban el marco legal que permitía desregular el sistema financiero argentino en un grado sin precedentes. El Banco Central liberó las tasas de interés, que habían sido reguladas, total o parcialmente desde 1935. Al mismo tiempo y a fin de facilitar la competencia mejorando la transparencia del mercado, prohibió a los bancos percibir comisiones y aranceles especiales sobre préstamos, práctica ampliamente utilizada para elevar el costo del crédito cuando existía la regulación de tasas. Asimismo, el Banco Central abandonó la política de crédito selectivo, devolviendo la responsabilidad por la asignación del crédito al sistema bancario comercial; sin embargo, instituyó una línea especial de refinanciación a fin de facilitar el financiamiento de las exportaciones por parte de los bancos comerciales a tasas preferenciales.

c. NORMAS Y SUPERVISION BANCARIA ANTES DE LA CRISIS

El propósito de este inciso es discutir la adaptación de las normas y supervisión bancaria al nuevo sistema, más liberal, creado por la reforma financiera. Esta tarea fue muy difícil debido a los muchos años de gran regulación que impidieron la conformación de pautas de funcionamiento para el sistema financiero argentino en un contexto más liberal.

Tradicionalmente el Banco Central de la República Argentina ha gozado de amplios poderes sobre la reglamentación y supervisión de bancos e instituciones financieras no bancarias (NBFIs). Las reformas financieras mantuvieron tales facultades, permitiendo así al Banco Central modificar las disposiciones existentes. Las disposiciones modificadas cubrían cuatro áreas: exigencias de capital, inmovilización de activos, relación pasivo/capital y relación entre el monto del préstamo y capital -tanto del prestamista como del prestatario.

Las exigencias de capital mínimas variaban según el tipo de institución financieras y su ubicación: la más alta se fijó en 2.500.000.000 de pesos -equivalente aproximadamente a 6.500.000 dólares- para los bancos establecidos en el Gran Buenos Aires y la más baja se fijó en 30.000.000 de pesos -equivalente aproximadamente a 80.000 dólares- para "cajas de crédito" ubicadas en áreas marginales $\frac{52}{53}$ /. Estos montos se fijaron a partir del 1° de junio de 1977 y en adelante se ajustaron anualmente por el índice de precios al por mayor.

Las disposiciones sobre inmovilización de activos requerían que los activos inmovilizados no excedieran el 100% del capital y las reservas de las instituciones financieras $\frac{54}{5}$ /. Con este propósito, se definió a los activos inmovilizados como activos físicos, gastos pagados por anticipado, toda clase de préstamos en mora, gestión o con arreglos y algunos otros activos de menor importancia. Además, los préstamos incluidos en esta clasificación no podían exceder el 5% del capital y las reservas de las instituciones financieras.

El coeficiente máximo de pasivos financieros capital neto y reservas fue restringido al 25, para todas las instituciones financieras. También se fijaron límites sobre la financiación máxima -incluyendo tanto préstamos como garantías bancarias- que un determinado cliente podía obtener. Estos límites se fijaron en un 50% del capital y reservas del prestatario para el total de deuda con cada institución financiera en particular y en un 80% para el total de deuda del prestatario con el conjunto del sistema financiero. Las instituciones financieras podían exceder estos límites cuando los clientes ofrecían garantías reales, además, los préstamos para promover las exportaciones, algunos préstamos para proveedores del estado y los préstamos estacionales no estaban incluidos en este coeficiente. Asimismo, el total de financiación para un cliente en particular se limitó a un 40% del capital y reservas del prestamista y se fijó un sublímite del 30% para la financiación real de cualquier clase, (es decir excluyen garantías). Existían algunas excepciones a estos límites en el caso de operaciones de comercio exterior. Al mismo tiempo, se liberalizaron las normas sobre apertura de sucursales. La nueva ley eliminó las exigencias de que el Banco Central tenía que aprobar la apertura de sucursales de bancos locales. Posteriormente, las instituciones financieras locales tuvieron sólo que cumplir con ciertas exigencias específicas e informar por anticipado al Banco Central acerca de su intención de abrir una nueva sucursal. Sin embargo, el Banco Central estableció que, hasta mayo de 1980, las instituciones ubicadas fuera de los centros principales tendrían prioridad para abrir sucursales $\frac{55}{56}$ /. Las sucursales locales de bancos extranjeros el establecimiento de nuevas instituciones y la transformación de las existentes; en particular, se autorizó a muchas instituciones no bancarias a convertirse en bancos, lo cual les permitió incrementar el alcance de sus actividades.

Estas disposiciones fueron revisadas a lo largo de los años. La mayoría de las revisiones en 1978 y 1979 procuraban incrementar la libertad de las instituciones financieras. Por ejemplo, en 1978 el Banco Central eliminó el límite máximo de los préstamos bancarios definido como una proporción del capital del prestatario (sin embargo, el límite definido como una proporción del capital del prestamista permaneció en vigencia) $\frac{56}{57}$ /. No obstante, en 1979 el Banco Central aumentó en términos reales exigencias de capital mínimo para las instituciones financieras $\frac{57}{58}$ /. Un importante cambio en las disposiciones tuvo lugar en 1979 en el área de la garantía de depósitos. Hasta ese momento, el Banco Central garantizaba totalmente los depósitos y también soportaba el costo de la garantía. El programa que se hizo efectivo en noviembre de 1979 proporcionaba garantía limitada y las instituciones financieras eran libre de adherirse o no. Las que decidían adherirse tenían que pagar mensualmente un arancel igual al $\frac{3}{10.000}$ de sus pasivos promedio sujetos a encajes. Sin embargo, la garantía era independiente de los aranceles cobrados; es decir no era un

sistema de seguro financiado por primas. Los depósitos en pesos de hasta un techo de 1.000.000 tenían garantía total, 58/ en tanto aquellos que superaban ese monto sólo se garantizaban hasta un 90%; el techo se ajustaría mensualmente según el índice de precios al por mayor. No se garantizaban los depósitos en divisas. Estas medidas cambiaron enormemente la percepción de riesgo de los activos financieros, a pesar de que esta percepción sólo se generalizó cuando comenzaron las quiebras de algunas entidades grandes. Los depósitos en un grupo de instituciones fueron considerados como garantizados completamente de hecho, a pesar de que la mayoría de tales instituciones decidió no participar en el programa de garantía del Banco Central. Este grupo comprendía los bancos estatales, generalmente garantizados por el correspondiente gobierno (nacional, provincial o municipal), y sucursales de bancos extranjeros, que el público esperaba recibirían ayuda de sus casas matrices en caso de necesidad. Generalmente, el riesgo del resto del sistema tenía que ser evaluado por el público sobre la base de escasa información.

En general, las reglamentaciones para reducir el riesgo del sistema vigentes en aquel entonces eran bastante amplias. Además, su violación acarrearía penalidades que iban desde multas hasta retiros de la autorización para funcionar. Sin embargo, al Banco Central le faltó la estructura de supervisión que pudiera hacer frente a un sistema financiero que estaba creciendo rápidamente y cuya libertad de acción había aumentado enormemente. Además, la liberalización del sistema generó gran actividad en el área de fusiones, transformación de tipo de institución financiera en otra, apertura de sucursales, etc. Al mismo tiempo, muchos participantes nuevos entraron al sistema financiero. Además, el mecanismo de supervisión del Banco Central había estado concentrado en gran medida en el control del cumplimiento de las disposiciones más que a analizar la calidad de los activos bancarios, los que habrían de ser la causa principal de las quiebras.

El Banco Central reconoció estas dificultades y comenzó a estudiar cómo mejorar la supervisión de los bancos e instituciones financieras no bancarias 59/. Sin embargo, el nuevo y amplio sistema de supervisión de bancos se tornó operativo sólo a partir del 1° de enero de 1981, después que la crisis había comenzado 60/. Mientras tanto, el Banco Central supervisaba las instituciones financieras a través del análisis de los informes que éstas tenían que elevar periódicamente, y de las inspecciones que se visitaban en las entidades. Resulta difícil evaluar la calidad y el alcance de esta supervisión. Sin embargo, las memorias del Banco Central generalmente proporcionan algunos datos sobre el número de inspecciones llevadas a cabo a lo largo del año. El Cuadro 20 presenta esta información junto con el número promedio de instituciones financieras en cada año y el porcentaje de las instituciones inspeccionadas en cada categoría. A pesar de ser incompletos, estos datos indican una caída, entre 1977 y 1981, en el porcentaje de instituciones inspeccionadas, que sólo comenzó a aumentar en 1982.

Lo anterior hace pensar que los principales problemas en el área de superintendencia fueron la falta de un mecanismo de supervisión apropiado y el escaso uso del que estaba disponible, más que la falta de disposiciones o poderes para supervisar, los que eran bastante extensos. El Banco Central comenzó a trabajar sobre el primer problema inmediatamente después del comienzo de la reforma, pero sólo implementó la primera gran renovación del mecanismo de supervisión en 1981, después que había comenzado la crisis.

d. INDICADORES DE ALERTA

Cabe preguntarse si el Banco Central, utilizando la información disponible, podía haber detectado la inminencia de una crisis. Una forma de responder esta pre-

gunta es construir ciertos indicadores y verificar su poder de predicción de crisis; ésto se hizo en dos trabajos sobre la crisis argentina. El primero, por Dueñas y Feldman (1980), presenta un conjunto de seis indicadores basados en los estados financieros (balance y cuadro de pérdidas y ganancias) que los bancos tienen que presentar al Banco Central de la República Argentina. El conjunto comprendía los indicadores siguientes: (1) activos líquidos/depósitos; (2) capital, reservas y utilidades no distribuidas/activos de riesgo; (3) préstamos con problemas/préstamos totales; (4) activos de riesgo/activos productores de ingresos; (5) costos operativos totales/ingresos operativos totales; (6) ingresos netos por operaciones cambiarias/ingresos netos totales. El período analizado va de junio de 1977 a junio de 1979 y comprende 17 bancos dos de los cuales fueron liquidados por el Banco Central. El estudio indica que esos indicadores habrían alertado con anticipación sobre la existencia de problemas en dichos bancos. Sin embargo, solo en enero de 1981, el Banco Central comenzó a calcular y utilizar dichos indicadores sistemáticamente, a pesar de que contaban con los datos básicos para dicho cálculo desde largo tiempo atrás.

El segundo documento, de Arnaudo y Conejero (1985), también llega a la conclusión de que las quiebras bancarias podían haber sido predichas. Utilizando sólo datos públicos, los autores confrontaron varios indicadores de los cuatro bancos grandes que quebraron entre marzo y abril de 1980 (Banco de Intercambio Regional, Banco de los Andes, Banco Oddone y Banco Internacional). Este enfoque compara a estos bancos entre sí y con el promedio de los bancos nacionales privados. Se trataron varios indicadores: posición defensiva unitaria 61/ crecimiento de depósitos con relación a la prima de interés abonada, costo por unidad de depósito, participación de las operaciones cambiarias, expansión de sucursales, etc. De éstos, los tres primeros eran eficaces para alertar a tiempo sobre la inminencia de un colapso. Estos dos estudios sugieren que ciertos indicadores podían haber predicho el advenimiento de la crisis. Además, otra información que el Banco Central recibía regularmente (por ejemplo las posiciones de reserva de los bancos), también podía haber alertado sobre aquellos bancos que enfrentaban problemas.

Los estudios descriptos precedentemente sugieren métodos para detectar las desviaciones de los bancos frente a los patrones del sistema con relación a algunos coeficientes de desenvolvimiento. Sin embargo, aún cuando la crisis argentina afectó inicialmente a ciertos bancos, se hizo evidente bastante pronto que la mayor parte del sistema tenía problemas substanciales en su cartera de préstamos. Por lo tanto, resulta interesante analizar si había indicadores que pudieron haber alertado con respecto al problema global.

El Cuadro 21 presenta información sobre los préstamos con problemas informados al Banco Central por las entidades bancarias. En el caso de préstamo al sector primario y al manufacturero, el monto de préstamos con problemas aumenta continuamente a partir de 1976, lo que provocó un incremento similar en el coeficiente global debido al gran peso de esos dos sectores el total de préstamos. No obstante, los otros sectores no mostraron una tendencia tan clara hasta 1980 en que cada coeficiente sectorial muestra un aumento notable y el coeficiente total salta a casi el 230 por ciento. Estos datos sugieren que hasta fines de 1979, el deterioro de la cartera del sistema bancario en general no revestía caracteres especialmente alarmantes, considerando en especial los cambios estructurales producidos en la economía. Sin embargo, en las postrimerías de 1980, el ritmo de deterioro de la calidad de los activos bancarios era indudablemente alarmante. Este deterioro puede explicarse por la desaceleración de la economía durante 1980 (el Cuadro 1 sugiere la iniciación de una recesión en el segundo semestre de ese año). Además los indicadores de la situación de las empresas tales como ganancias, liquidéz y utilidades empeoraron 62/. Este empeoramiento se ve reflejado asimismo en el salto que se produce en las quiebras empresariales declaradas en 1980 (Cuadro 17).

2. LA CRISIS

Esta sección describe el estallido de la crisis financiera y las medidas adoptadas por las autoridades para enfrentarla.

a. LOS PRIMEROS EPISODIOS DE LA CRISIS

Aún cuando muchos de los problemas que condujeron a la crisis financiera venían siendo discutidos desde algún tiempo, hasta 1980 la evolución del sistema financiero no había sufrido inconvenientes de importancia.

Los primeros signos claros de la existencia de una crisis financiera fueron la quiebra de un banco el 28 de marzo de 1980, la intervención de otros tres casi inmediatamente y un traslado significativo de depósitos dentro del sistema financiero 63/. El banco fallido, el BIR, había sido un pequeño banco que en pocos años se había convertido en uno de los bancos privados más grandes del país con una red de sucursales que había aumentado de 46 sucursales en 1977 a 96 en 1979. La quiebra de este banco produjo pérdidas importantes a los depositantes, quienes habían constituido depósitos en dólares perdieron todo 64/ y los que tenían depósitos en pesos perdieron la porción de los mismos que no se encontraba garantizada (como mínimo un diez por ciento) más el costo de inmovilización de la porción asegurada hasta tanto el Banco Central abonó los depósitos garantizados 65/. Esta quiebra concientizó al público respecto del riesgo que involucraban los depósitos bancarios, riesgo que además variaba ampliamente de una institución a otra. Hubo retiros de fondos de instituciones de solvencia a dudosa a otras consideradas más solventes. Asimismo, los operadores del mercado interbancario se hicieron más cautelosos, pues advirtieron que tendrían escasas oportunidades de recuperar cualquier préstamo otorgado a una institución financiera que quebrase. Entre las instituciones sobre cuya solvencia habría interrogantes se encontraban aquellas que se habían expandido muy rápidamente en corto plazo gracias generalmente al pago de tasas de interés pasivas elevadas, es decir instituciones cuya evolución era parecida a la del BIR. Las instituciones consideradas solventes eran las respaldadas por el Gobierno en cualquiera de sus niveles (nacional, provincial o municipal), por una casa matriz extranjera o, en menor medida, los bancos privados nacionales de reputación bien cimentadas. El traslado de los depósitos se vió facilitado por la brevedad de los plazos, pues los depósitos a plazo fijo se concentraban en lapsos no superiores a los treinta días. Este traslado y la escasez de préstamos interbancarios contribuyó a propagar la crisis. Otros tres bancos debieron ser intervenidos durante el mes siguiente a la quiebra del BIR. Aún cuando el desenvolvimiento de estos bancos podría haber obligado al Banco Central a actuar, fue la corrida contra sus depósitos la causa inmediata de la intervención de esas instituciones.

b. REACCION DE LAS AUTORIDADES ANTE LA CRISIS

Las autoridades tuvieron que actuar en varios frentes para enfrentar la crisis. En primer lugar, debieron tomar medidas de emergencia para evitar un pánico bancario; en segundo término, tuvieron que buscar soluciones a largo plazo al problema de la deuda privada y su impacto sobre las instituciones financieras y tercero, tuvieron que hallar modos de reestructurar al sistema financiero.

(1) MEDIDAS DE EMERGENCIAS

Cuando cerró el BIR, el Banco Central tuvo que encarar el problema de la solvencia de aquellas instituciones que sufrían retiros de depósitos masivos. La

primera medida fue crear una nueva línea de crédito para ayudar a tales instituciones. El Banco Central adoptó dicha medida el 3 de abril de 1980 cuando se hizo evidente que las líneas existentes de préstamos de última instancia eran inadecuadas ante el volumen de los retiros. La segunda medida fue incrementar en un múltiplo de cien el monto máximo de los depósitos con garantía total, lo cual fue hecho retroactivamente al 18 de noviembre de 1979, fecha en que había entrado en vigencia la reducción en la garantía de los depósitos 66/. La tercera medida fue la intervención a tres grandes bancos el 28 de abril de 1980, debido a la caída de depósitos habían sufrido (Banco Internacional, Banco Oddone, y Banco de los Andes).

Estas medidas tuvieron éxito en estabilizar gradualmente la situación. Los depósitos totales cayeron en términos reales inmediatamente después del estallido de la crisis pero en agosto ya se encontraban por encima de los niveles de marzo. Sin embargo, instituciones financieras estatales y extranjeras aumentaron su participación en el total de depósitos, aumento que se mantendría en el tiempo. (Cuadro 22).

(2) SOLUCIONES AL PROBLEMA DE LA DEUDA PRIVADA

Luego de conjurar el peligro inmediato de un pánico bancario, las autoridades centraron su atención en el problema de la deuda privada 67/. Las primeras medidas apuntaron a alentar el alargamiento de los vencimientos de la deuda, cuya mayor parte tenía plazos brevísimos de vencimiento (por debajo del año). En noviembre de 1980, el Banco Central anunció que estaba dispuesto a efectuar adelantos a las instituciones financieras a plazos mucho mayores (un año) que los vigentes para los depósitos. Al reducir el riesgo de plazo para las instituciones financieras, estos préstamos alentaban a éstas a prorrogar los vencimientos de sus propios préstamos. Sin embargo, esta medida estuvo en vigor solamente para los meses de noviembre y diciembre de 1980. Un segundo esfuerzo se hizo en abril de 1981 en que se anunció la instrumentación de un nuevo esquema de adelantos del Banco Central a las instituciones financieras. Este esquema exigía que los fondos fuesen usados para refinanciar deuda comercial vigente, principalmente deudas de los sectores agropecuario, manufacturero y de la construcción. Los fondos se asignaban a las instituciones financieras, en un principio mediante licitación y posteriormente mediante asignación directa a las instituciones financieras de fondos hasta un doce por ciento de los depósitos de éstas a tasas de mercado. Este sistema fue abandonado en noviembre de 1981 en que se estableció un programa de refinanciación más ambicioso mediante una ley especial. Las características principales de este programa eran las siguientes.

(a) Los bancos y otros intermediarios financieros debían refinanciar el 50 por ciento de los pasivos del sector manufacturero y el 40 por ciento de la deuda de otros sectores industriales (con exclusión de las deudas personales e hipotecarias) pendientes a fines de agosto de 1981. La porción refinanciada de la deuda se pagaría en siete años, con un período de gracia de tres. Las empresas pagarían a los bancos una tasa de interés anual del 3 por ciento y el capital sería indexado en su totalidad según el Índice de Ajuste Financiero - IAF -, el cual se calculaba anualizando de la tasa de interés que pagaban bancos seleccionados sobre los depósitos a treinta días (tasa testigo).

(b) Los bancos y otros intermediarios financieros estaban autorizados a redescuentar en el Banco Central el monto total de la deuda refinanciada. El redescuento no devengaba interés pero estaba indexado por el IAF.

(c) Al recibir el redescuento, los bancos debían depositar en el Banco Central un bono gubernamental por un monto equivalente al redescuento. Este bono tenía un vencimiento a siete años con tres de gracia, era intransferible (salvo entre bancos)

y rendía una tasa de interés anual del seis por ciento (libre de impuestos) con indexación total del capital por el IAF.

(d) Las instituciones financieras privadas quedaban en libertad de participar o no en el plan. Sin embargo, las que aceptaban participar, debían brindar refinanciación a todas las empresas que fueran sus clientes y solicitar en consolidación de su deuda. La participación era obligatoria en el caso de todos los bancos oficiales.

(e) Las instituciones privadas participantes podían optar por contribuir el uno y medio por ciento del monto refinanciado a un fondo de garantía administrado por el Banco Central. Dicho fondo se aplicaba al 75 por ciento de la deuda refinanciada, como contingencia frente a la quiebra o incumplimiento de las empresas beneficiarias. Si una empresa caía en incumplimiento, la porción garantizada del capital quedaba congelada, libre de intereses (aún cuando seguiría siendo indexada según el IAF), durante el resto del período de siete años, al fin del cual se haría efectiva la garantía. En ese momento cancelaría el redescuento de esa transacción y el bono equivalente.

(f) Las empresas beneficiarias de la consolidación de la deuda tenían que incrementar su capital en un 10 por ciento del monto refinanciado (ajustado según el IAF) en el transcurso de un período de dos años. Sin embargo, cualquier distribución de dividendos tendría que verse compensada por una cancelación equivalente de la deuda refinanciada indexada al momento en que se produjera la distribución. Los fondos proporcionados en virtud de este programa de refinanciación alcanzaron a 4.709 millones de pesos es decir casi el dos por ciento del total de los préstamos al sector privado al 1° de marzo de 1982.

El mecanismo delineado precedentemente era esencialmente un mecanismo de refinanciación con un componente de subsidio pero que aún preservaba el principio de las tasas libres. Sin embargo, en las postrimerías de 1981, las autoridades diluyeron este principio fijando una llamada "tasa de referencia" y estableciendo que cualquier diferencia de intereses por encima de esa tasa tenía que ser depositada en el Banco Central. Esta medida no tuvo mayor impacto debido a que poco después hubo un cambio de Gobierno y la tasa de referencia fue eliminada rápidamente. El Gobierno en funciones entre diciembre de 1981 y julio de 1982 restableció la libertad en las tasas de interés e intentó encuadrar su gestión económica en un marco de mercados libres. Sin embargo, la guerra de las Malvinas obligó a las autoridades a intervenir más activamente en el campo económico, aún cuando no en el mercado financiero y eventualmente condujo a la caída del Gobierno.

El Gobierno que asumió en julio de 1982 estimó que "había una desproporción manifiesta entre la magnitud que han adquirido los pasivos empresarios y familiares, tanto en pesos como en dólares, y también los pasivos del propio sector público, en relación al valor de los activos reales, sobre todo los activos productivos (campos, propiedades industriales o comerciales urbanas, maquinaria, etc)" 68/. A fin de resolver el problema, las autoridades decidieron reformar drásticamente al sector financiero para generar tasas de interés negativas en términos reales por un período limitado a fin de erosionar el valor de los préstamos y depósitos bancarios en vigor 69/. Al mismo tiempo, se crearon nuevos activos financieros a fin de proporcionar al público alguna forma de protección frente a la inflación futura y así brindar financiamiento para nuevos préstamos. En términos generales, la estrategia requería que

se produjesen un período de transición en el cual el sistema financiero tendría tres segmentos principales: un segmento regulado, cuya importancia relativa disminuiría con el tiempo hasta desaparecer eventualmente a medida que se redujese el valor de sus activos y pasivos debido a las tasas reales negativas y otros dos segmentos, uno con tasas libres y el otro indexado, cuya importancia relativa combinada crecería con el tiempo.

El segmento regulado comprendía todos los depósitos a menos de 90 días con un encaje del ciento por ciento; estos depósitos recibían una garantía prácticamente total del Estado. Simultáneamente, las instituciones financieras recibieron lo que se llamó "préstamo básico" que tenían que asignar al refinanciamiento de la deuda privada vigente. Las instituciones financieras tenían que fijar un cronograma de reintegros para cada cliente, el cual no podía superar los 60 meses. La sumatoria de estos cronogramas daba el cronograma de reintegros del préstamo básico. No obstante, los bancos tenían que efectuar sus reintegros aún cuando sus clientes no pagasen. El Banco Central fijó tasas para su propio crédito y la deuda refinanciada (inicialmente el 5,6 y 6 por ciento). Además, el Banco Central estableció otra línea de crédito ("préstamo adicional") que crecería como mínimo, según el monto de interés que cada institución hubiese de pagar sobre el "préstamo básico" del mes anterior. Se pensaba que el "préstamo adicional" permitiría que las instituciones financieras financiaran los intereses acumulados sobre la deuda refinanciada, dado que los depósitos regulados no generaban capacidad de préstamo pues se hallaban sujetos a encaje del ciento por ciento 70/.

El segmento a tasa libre se limitaba a depósitos a plazo no transferibles, cuyo plazo mínimo era de 90 días. La tasa de interés era libre y los depósitos no se encontraban sujetos a encaje pero su total no podía exceder el tope establecido por el Banco Central, que fue fijado como un porcentaje de los depósitos en poder de cada institución al 30 de junio de 1982. Para julio de 1982, este tope fue fijado en el 6 por ciento, para agosto en el 12 por ciento y para septiembre en el 20 por ciento; sin embargo la inflación reducía el valor real de la base. Las instituciones financieras podían utilizar depósitos a tasa libre, líneas de crédito externas y sus propios fondos para efectuar préstamos a tasa libre.

Los depósitos indexados debían tener un plazo mínimo de un año (posteriormente reducido) y rendían una tasa de interés libremente pactada. El Banco Central no limitaba su expansión pero imponía un encaje del ciento por ciento y sólo permitía que constituyesen tales depósitos personas físicas, instituciones sin fines de lucro y compañías de seguro. Eran ajustables según el Índice de Precios al Consumidor y el Banco Central cargaba con el costo del ajuste. Al mismo tiempo, el Banco Central estableció una línea automática de redescuento, también indexada según el IPC, equivalente al monto de los depósitos indexados que cada institución recibía. Este redescuento servía para financiar los préstamos indexados 71/.

El sistema financiero que surgió de estas reformas debía supuestamente evolucionar gradualmente hacia un sistema libre a medida que se reintegraban los "préstamos básicos" y "préstamos adicionales". Sin embargo, ajustes posteriores hicieron que el sistema se encaminase en la dirección opuesta, el segmento regulado creció en volumen, a medida que decrecía gradualmente su encaje del ciento por ciento mientras que el segmento libre languidecía a medida que su tope caía en términos reales. Finalmente, en agosto de 1983, el Banco Central prohibió la aceptación de cualquier nuevo depósito en el segmento libre, el cual fue desapareciendo a medida que los depósitos pendientes iban venciendo.

Los efectos de la reforma sobre el valor real de la deuda pendiente y sobre el volumen del sistema financiero fueron notables; las tasas reguladas al ser nega-

tivas en términos reales, erosionaron el valor real de los préstamos bancarios existentes y redujeron la demanda de activos financieros. El Cuadro 14 muestra que el valor real de la deuda existente a fin de junio de 1982 había caído casi en un 37 por ciento a fin de ese año y en un 62 por ciento a fin de 1984; todos los otros deflatores del cuadro brindan un panorama similar. Además, el tamaño del sistema bancario se redujo significativamente por debajo de su tamaño del sistema bancario se redujo significativamente por debajo de su tamaño previo a la reforma, medido según el valor real de los préstamos y depósitos (Cuadro 23). El Cuadro 23 indica que los créditos en términos reales del sistema al sector privado en diciembre de 1982 representaban solamente el 85 por ciento de los existentes en junio de 1982, proporción que cayó al 70 por ciento a fin de 1983 y el 63 por ciento a fin de 1984; con respecto a los créditos totales (es decir incluyendo los créditos al Gobierno), las cifras correspondientes son del 65 por ciento para fin de 1983 y del 60 por ciento para fin de 1984. Además, la proporción de créditos totales financiada por depósitos en pesos del sector privado disminuyó del 39 por ciento en junio de 1982 al 26 por ciento tres meses después y luego comenzó a aumentar pero sin alcanzar los niveles existentes durante la mayor parte de la experiencia de liberalización financiera.

El Cuadro 24 presenta datos trimestrales en términos reales de los agregados monetarios desestacionalizados para el período que media entre el primer trimestre de 1977 y el cuarto trimestre de 1984. Se pueden extraer dos conclusiones fundamentales de ese cuadro. En primer lugar, aún cuando la crisis causó una caída en los agregados monetarios durante el segundo trimestre de 1980, se produjo una recuperación en el tercero, lo cual hizo que M2 alcanzase en ese trimestre el máximo de todo el período incluido en el Cuadro 24. Asimismo, la caída en la demanda de agregados monetarios se aceleró entre el cuarto trimestre de 1980 y el segundo de 1981. Estos dos hechos sugieren que la incertidumbre respecto de las políticas económicas fue más importante que las quiebras bancarias para reducir la propensión a tener activos denominados en pesos. Esa incertidumbre se relaciona con el cambio de gobierno que se produjo en abril de 1981. En segundo término, solamente luego de la reintroducción de los controles sobre las tasas de interés en el tercer trimestre de 1982, cayó el quasi-dinero y el M2 por debajo de los niveles vigentes inmediatamente antes de producirse la liberalización.

A medida que se encogía el sistema, los bancos tuvieron que depender en menor medida del público para obtener financiamiento y más del redescuento del Banco Central, el cual se constituyó en fuente fundamental de financiamiento 72/. Asimismo, dado que disminuyó la importancia de los préstamos bancarios, el mercado buscó alternativas a sus fuentes de financiamiento. Algunas como las aceptaciones bancarias, se canalizaron a través del circuito institucionalizado, otro como el mercado de préstamos interempresario no lo hicieron. La falta de datos sobre estas alternativas impide su análisis en este documento. Sin embargo, como propuesta general, la existencia de un mercado financiero segmentado, con segmentos regulados y no regulados podía dar como resultado una pérdida de bienestar económico y control macroeconómico en comparación con lo que sucedería de contarse con un mercado libre e integrado. En especial, el monto total de ahorro financiero probablemente será menor y el costo del capital mayor en promedio debido a las imperfecciones que la segmentación crearía en el mercado.

Además de aliviar el peso de las deudas en pesos, los sucesivos gobiernos tomaron asimismo medidas conducentes a aliviar el peso de las deudas en divisas. Una de las primeras medidas fue compensar a ciertos prestatarios por el incremento del valor en pesos de sus deudas a resultas de la devaluación de junio de 1981. Esta compensación abarcó las deudas incurridas o renovadas entre el 1° de enero y el 29 de mayo de 1981 que vencía hasta fin de ese año y sujetas al requisito de la renovación de las mismas por otro año, como mínimo. Además, se estableció un sistema de

seguro de cambio que dió como resultado un subsidio al prestatario, dado que la prima que se cobraba era menor que la tasa de devaluación efectiva 73/. Más tarde, este sistema fue ampliado y se hizo más atractivo a medida que se deterioró la posición de reservas de la República Argentina y que las autoridades intentaron inducir a los prestatarios a renovar sus créditos externos.

(3) MEDIDAS DESTINADAS A REESTRUCTURAR EL SISTEMA FINANCIERO

El Banco Central actuó a fin de facilitar la reestructuración del sistema financiero, no sólo mediante la liquidación de las entidades fallidas sino también fomentando fusiones y ventas e incrementando la flexibilidad del Banco para enfrentar los casos de instituciones con problemas.

Una de las primeras medidas destinadas a facilitar las fusiones fue tomadas en octubre de 1980, cuando se estableció una línea especial de crédito del Banco Central para financiar una parte del costo de las fusiones y compras de instituciones financieras. La parte financiada podía variar según el caso y la tasa de interés de esta línea de crédito era inferior a las vigentes en el mercado 74/. Posteriormente, al Banco Central creó un servicio de información formal a fin de ayudar a las instituciones financieras a encontrar socios para las fusiones o adquisiciones.

En 1982, una nueva ley amplió las facultades del Banco Central para actuar en los casos de instituciones con problemas. El propósito de esta ley fue conceder mayor flexibilidad al Banco Central el cual, en virtud de la anterior legislación, tenía escasísimas opciones fuera de la liquidación de las instituciones financieras insolventes. La liquidación ha sido siempre el remedio de última instancia proporcionado por la legislación bancaria argentina para enfrentar los casos de instituciones financieras que atravesasen serias dificultades, y es también la pena más severa que se impone a una institución financiera 75/. Cuando el Directorio del Banco Central aprueba la liquidación de una institución financiera, se designa un liquidador -por lo general integrante del personal del Banco Central,- a fin de que reemplace al funcionario ejecutivo principal y al Directorio de la institución. La primera tarea del liquidador consiste en pagar a su vencimiento la parte garantizada de los depósitos con fondos que adelanta el Banco Central 76/. El liquidador no efectúa nuevos préstamos pero se encarga el cobro de los préstamos pendientes a su vencimiento. Además, tiene amplias facultades para administrar la institución directamente con sujeción a la aprobación de las autoridades del Banco Central. Su tarea se completa cuando se encuentra en condiciones de obtener aprobación judicial para la liquidación final del activo y pasivo de la institución. El funcionamiento de este proceso es bastante costoso. En primer término, el anuncio de la liquidación de una institución financiera de gran tamaño puede desembocar en una crisis de confianza. En segundo lugar, tanto los depositantes como los prestatarios tienen que transferir sus operaciones a otra institución. En tercer término, los fondos que el Banco Central adelanta para efectuar la liquidación constituyen una fuente de expansión monetaria que puede resultar difícil esterilizar. Cuarto, los recursos humanos y físicos que empleaba la institución liquidada pueden quedar ociosos por un lapso relativamente prolongado. Quinto, los prestatarios de un banco liquidado probablemente no concederán prioridad al reintegro de los préstamos de ese banco pues preferirían cumplir con sus compromisos con bancos en funcionamiento que pueden constituir fuentes de nuevos créditos. Esto conduce a una rigidez en la distribución del crédito a favor de los clientes de la institución liquidada. Sexto, el costo podría ser aún más elevado en caso de que la institución liquidada hubiese adquirido activos de sus prestatarios fallidos y su administración tuviese que ser realizada por el liquidador quien normalmente carece de la experiencia necesaria para administrar tales activos (por ejemplo, una planta siderúrgica). Este caso se ha dado con frecuencia.

Por consiguiente, la liquidación ha demostrado ser una solución bastante costosa de los problemas de las instituciones financieras y la nueva ley tiene por fin reducir la necesidad de liquidación permitiendo que se instrumenten soluciones diferentes al arbitrio del Banco Central. 77/

Por ejemplo, el Banco Central podría conceder el derecho de administrar una institución en problemas a otra institución financiera por un lapso determinado, a cuyo fin la institución administradora tendría la opción de compra de la institución en problemas. 78/ Además, el Banco Central recibió facultades explícitas para intervenir las instituciones financieras en problemas, facultades que había ejercido desde el inicio de la crisis pero cuya legalidad había sido cuestionada. Además, la nueva ley amplió también las facultades del Banco Central para seguir determinados cursos de acción en caso de liquidación: por ejemplo, puede decidir liquidar una institución sin revocar su carta orgánica a fin de facilitar su venta como entidad en funcionamiento.

La crisis financiera y las medidas del Banco Central agregaron nuevo impulso a la reestructuración del sistema financiero que ya se encontraba en vías de ejecución cuando comenzó la crisis. El Cuadro 19 precedente presenta algunas pruebas de los cambios operados en la estructura institucional del sistema. Las cifras de ese cuadro indican la existencia de una tendencia hacia la reducción del número de instituciones financieras no bancarias, habiéndose producido una caída notable en 1979, en gran medida resultante de las fusiones, transformaciones en bancos o absorciones por los bancos; asimismo, 97 instituciones fueron liquidadas entre mayo de 1977 y diciembre de 1983. El número de bancos aumentó casi continuamente hasta 1981 pero ello se vio más que compensado por la disminución del número de entidades financieras no bancarias, que dio como resultado una disminución global en el número total de instituciones financieras. Resulta interesante notar que a pesar de la reducción del número de instituciones financieras, el número de sucursales aumentó constantemente durante todo el período.

c. EFECTOS DE LA CRISIS SOBRE LA CAPACIDAD DEL BANCO CENTRAL PARA MANEJAR LA POLITICA MONETARIA

Las medidas tomadas por el Banco Central para enfrentar la crisis tuvieron efectos de importancia sobre la política monetaria y crediticia. El efecto inmediato fue un cambio significativo de las fuentes de creación de base monetaria: como indica el Cuadro 25, los préstamos del Banco Central al sistema financiero eran equivalentes a menos del 2 por ciento de la base monetaria inmediatamente antes del comienzo de la crisis (29 de febrero de 1980). Sin embargo, esa participación aumentó notablemente cuando el Banco Central inició su ayuda a las instituciones financieras en problemas: a fines de abril, había saltado a casi el 31 por ciento y a fin de año superaba el 50 por ciento y siguió aumentando durante 1981 y 1982.

La necesidad de encarar los problemas de las instituciones financieras y en una segunda etapa los de los prestatarios finales, supuso una pesada carga para el Banco Central. El rápido crecimiento del crédito a las instituciones financieras, junto con el mayor ritmo de crecimiento del crédito al Gobierno, dio como resultado un gran incremento del crédito interno del Banco Central (Cuadro 26). Asimismo, las reservas internacionales netas del Banco Central cayeron en 2.900 millones de dólares en 1980, en 3.500 millones en 1981 y en 5.500 millones (incluyendo los atrasos acumulados) en 1983. Parte de esta pérdida de reservas y la aceleración contemporá-

nea de la inflación pueden atribuirse a la expansión más rápida del crédito interno neto del sistema financiero iniciada en 1981. Sin embargo, otra causa fue la caída de la demanda de activos denominados en pesos a resultas de una pérdida de confianza en el valor del peso. La crisis financiera y las medidas adoptadas para enfrentarla fueron factores fundamentales de esta pérdida de confianza. En primer lugar, el público se dio cuenta de que una quiebra bancaria podía involucrar pérdidas para los depositantes. 79/ En segundo término, el público tomó conciencia de la dudosa solidez de gran parte del sistema financiero y de que cualquier medida que se tomase para solucionar dicho problema involucraría probablemente pérdidas para los tenedores de activos financieros en pesos. Estas pérdidas se producirían debido a que (a) el Banco Central se vería obligado a asistir a las instituciones financieras en problemas (o a los prestatarios finales), lo que conduciría a una expansión monetaria excesiva en forma inmediata (en caso de que dicha asistencia se financiase mediante una expansión de la oferta monetaria) o en forma diferida (en caso que el financiamiento se llevase a cabo mediante la emisión de deuda a interés), o debido a que (b) la regulación de la tasa de interés podría utilizarse para erosionar el valor real de los activos y pasivos de las instituciones financieras a través de tasas de interés real negativas.

d. LA CRISIS Y SUS COSTOS Y EFECTOS SOBRE LA DISTRIBUCION DE LA RIQUEZA Y LOS INGRESOS

Es fácil escribir una lista bastante larga de los tipos de costos originados en la crisis financiera; pérdidas de bienestar para los grupos de menores ingresos, deterioro y desempleo de los activos físicos de las instituciones financieras fallidas y de los prestatarios quebrados, desocupación, mala asignación del crédito, salidas extemporáneas de capital, etc. La lista sería aún más larga si se considerasen también los efectos sobre la redistribución del ingreso y la riqueza. Sin embargo la cuantificación completa de estos costos y efectos de distribución es prácticamente imposible; no solamente es muy difícil identificar muchas de estas categorías sino que también los datos a menudo no existen. No obstante, se presentará alguna información en esta sección a fin de ilustrar al menos en parte la magnitud de tales costos y efectos.

(1) COSTOS PARA EL BANCO CENTRAL DE LA LIQUIDACION DE UNA INSTITUCION FINANCIERA

Cuando el Banco Central liquida una institución, adelanta los fondos necesarios para restituir todos los depósitos garantizados. Además, soporta el costo de la administración de la institución hasta la finalización del proceso de liquidación. Considerando que una liquidación solamente finaliza cuando todos los activos, incluyendo los préstamos, han sido vendidos o recuperados, la misma normalmente lleva varios años. Solamente cuando termina la liquidación, el Banco Central recupera sus adelantos y otros gastos y únicamente en la medida en que la institución liquidada tenía activos de valor. 80/ Habitualmente, el Banco Central no puede recuperar el valor total a precios constantes de sus adelantos y gastos. Hay pocos datos sobre pérdidas del Banco Central en este rubro. Además, todavía no ha terminado el proceso de liquidación de la mayoría de las instituciones financieras cerradas desde el comienzo de la crisis financiera. Sin embargo, cada año, el Banco Central crea reservas para cubrir el costo estimado de contingencias varias. En 1982, las reservas constituidas para cubrir eventuales pérdidas por la liquidación de instituciones financieras totalizaban 1.673.037 australes, equivalentes a 364 millones de dólares a fin de 1982. Esta cifra subestima las pérdidas esperadas reales dado que el Banco puede asimismo utilizar reservas generales para cubrir dichas pérdidas.

(2) EFECTOS SOBRE LA REDISTRIBUCION DE LA RIQUEZA

Algunos de los datos tratados precedentemente sugieren que se produjo una redistribución significativa de la riqueza durante el lapso bajo análisis, aún antes del estallido de la crisis. Por ejemplo, los movimientos de los precios relativos, especialmente los de activos y pasivos, indudablemente involucraron una redistribución de la riqueza entre los propietarios de activos reales y financieros. Además, la crisis tuvo también efecto sobre la riqueza, por ejemplo, con respecto a los tenedores de depósitos en moneda extranjera, los cuales carecían de garantía. Finalmente, muchas de las medidas adoptadas para enfrentar la crisis dieron lugar a una nueva redistribución de la riqueza. Por ejemplo, el seguro de cambio transfirió el costo de la devaluación de los que se endeudaron en el exterior al Banco Central. Habida cuenta de la complejidad de los efectos de redistribución de la riqueza y la dificultad de obtener datos pertinentes, aquí se discutirá solamente una medida, la introducción de controles sobre la tasa de interés en julio de 1982. Estos controles provocaron una significativa redistribución de la riqueza pues dieron como resultado tasas reales negativas que erosionaron el valor de los préstamos y depósitos vigentes del sistema financiero.⁸¹ El Cuadro 27 presenta datos para 1982 y 1983 que ejemplifican la magnitud de estos efectos. Las dos primeras columnas muestran el subsidio implícito para los prestatarios, medida como diferencia entre el flujo de los intereses acumulados a tasa regulada y el que se hubiera producido bajo tasas libres. Hay dos columnas pues este último flujo se define conforme a dos supuestos alternativos respecto de la tasa de interés nominal que hubiera existido: (a) que fuese igual a la tasa de inflación (precios mayoristas) y (b) que fuese igual a la tasa nominal que reflejaría la tasa activa real promedio vigente en el período de liberalización (junio de 1977 a junio de 1982). Un procedimiento similar se utiliza en las columnas tres, cuatro y cinco a fin de calcular el costo para los depositantes: en el caso de los depósitos en cuenta corriente se utiliza solamente la alternativa de la tasa de inflación. Las estimaciones del cuadro indican que en un año y medio, los prestatarios se beneficiaron con una transferencia de ingresos que se ubicó entre el 10,8 y el 13,4 por ciento del PBI, mientras que los tenedores de depósitos a plazo y en caja de ahorro perdieron entre un 8,3 y un 8,9 por ciento y los tenedores de depósitos en cuenta corriente perdieron aproximadamente el 4,4 por ciento del PBI. Estas son redistribuciones de magnitud que se extendieron más allá del período incluido en el Cuadro 27, aún cuando la reducción del sistema financiero en términos reales probablemente atemperó el impacto global de esta redistribución. Sin embargo, tal como en su momento lo hicieron notar las autoridades, esta redistribución de la riqueza entre los tenedores de activos y pasivos financieros a través de medidas adoptadas en julio se pudo considerar simplemente como un reconocimiento de la realidad de que muchos prestatarios no podían reintegrar el valor total de sus deudas, lo cual haría necesaria una reducción correspondiente del valor de los depósitos.

IV. CONCLUSIONES

Teniendo en cuenta que este estudio abarcó una amplia gama de cuestiones, resulta útil resumir los puntos principales antes de sacar las conclusiones generales.

1. La crisis financiera se produjo después de un período de expansión económica, que fue desigual en cada sector y durante la cual se sucedieron cambios sustanciales en los precios relativos.
2. No existen pruebas de una contracción monetaria que podría haber causado la crisis financiera, lo cual difiere de lo observado por algunos autores para la cri-

sis de la década del treinta en los Estados Unidos de América. Por el contrario los agregados monetarios estaban creciendo rápidamente antes que comenzara la crisis y siguieron creciendo posteriormente.

3. Las tasas de interés nominales aumentaron a más del doble cuando en 1977 se eliminaron los límites máximos, permaneciendo significativamente más altas y variables que las tasas controladas que habían existido antes. Su variabilidad fue menor durante el período de devaluaciones preanunciadas.

4. Las elevadas tasas activas reales ayudaron a precipitar y agravar la crisis. Sin embargo, como las tasas reales negativas prevalecieron durante muchos trimestres, el impacto de las tasas reales sobre los prestatarios varió según la oportunidad de su endeudamiento.

5. Si bien las tasas activas fluctuaban con las tasas pasivas, también sufrieron el impacto de "spreads" grandes y volátiles. Estos reflejaban en gran medida el margen bruto que cubría los costos administrativos y beneficios. Las primas por riesgo y el comportamiento monopolístico son hipótesis que podrían explicar estos márgenes, pero no se analizan en ese trabajo.

6. Imperfecciones en el acceso a préstamos externos y la incertidumbre acerca de la política de los tipos de cambio pueden explicar por qué los prestatarios continuaban recurriendo a los préstamos internos.

7. La financiación de proyectos de alto rendimiento y alto riesgo, las expectativas de un salvataje de deudores y el endeudamiento especulativo, son las principales hipótesis que algunos autores han ofrecido explicar el endeudamiento a tasas reales altas, tal como se observó en la Argentina.

8. La política de tipos de cambio preanunciados -y en menor medida la política comercial- llevaron a un aumento sustancial en el precio de los bienes no comerciables con relación a los bienes comerciables, que comenzó a principios de 1979 y duró hasta la modificación de la política cambiaria en 1981. Esto obligó a las empresas a adaptarse a un medio económico sumamente cambiado; adaptación que se hizo más difícil por la creciente inseguridad acerca de esas políticas.

9. Los precios de las acciones, que habían estado creciendo significativamente antes de que comenzara la crisis financiera, cayeron después tanto en relación al índice de precios mayoristas como en relación al dólar. Obtener financiación se hizo difícil para las empresas en momentos en que los prestamistas se volvían más cautelosos y las tasas activas eran altas en términos reales.

10. El peso de la deuda, medida como el valor de una deuda hipotética en término de diversos bienes, muestra una variabilidad sustancial a lo largo del período de liberalización. No obstante, el peso en términos de divisas aumentó continuamente entre el primer trimestre de 1977 y el primer trimestre de 1981, cuando la situación se invirtió debido a la devaluación del peso. Así, el hecho de que una firma estuviera en mejor situación económica tomando préstamos en pesos o en dólares, dependía del período de vigencia de la deuda. Además, el peso para los deudores hipotecarios aumentó a más del doble entre marzo de 1980 y junio de 1982, y pasó a ser un argumento importante en favor de la reducción de la carga de la deuda esgrimido en aquel momento.

11. El endeudamiento de urgencia fue un factor que agravó la crisis pero no resulta clara su influencia para iniciarla. Algunas evidencias indican que cuando cayó la rentabilidad de las empresas a principios de 1980, aumentó la razón deuda/capital.

12. Las quiebras comerciales aumentaron durante el período de liberalización y tuvieron un salto cuando se desencadenó la crisis en 1980; la industria fue el sector más afectado.

13. La reforma financiera de 1977 no sólo liberó las tasas de interés sino que también promovió la competencia, liberalizando la entrada en el mercado financiero y la apertura de sucursales.

14. La eliminación del seguro total de depósitos en noviembre de 1979 hizo que éstos se volvieran más riesgosos y contribuyó a propagar la crisis, hasta que se restableció el seguro para la mayoría de los depósitos. La negativa del mercado interbancario a otorgar préstamos a las instituciones en problemas también ayudó a propagar la crisis.

15. Las disposiciones en cuanto a superintendencia bancaria y las penalidades por incumplimiento que estuvieran en vigencia durante el período de liberalización eran bastante amplias. Sin embargo, la supervisión estaba orientada a controlar el cumplimiento de las normas más que a analizar la calidad de la cartera de las instituciones financieras. Los indicadores de alerta, que podrían haber advertido acerca de las instituciones en problemas, no estuvieron disponibles hasta 1981. Además, el porcentaje de instituciones inspeccionadas cayó entre 1977 y 1981.

16. Los estados bancarios indicaron un continuo deterioro en las carteras de los bancos que comenzó en 1976 y se aceleró sensiblemente en 1980.

17. Las medidas de emergencia que tomó el Banco Central lograron detener la corrida contra los depósitos, que comenzó con la liquidación del Banco de Intercambio Regional.

18. Algunas evidencias indican que las tenencias monetarias se tornaron menos elásticas con respecto a los tipos de interés pasivo. Además, la incertidumbre sobre el rumbo de la política económica a fines de 1980 y principios de 1981 parece haber sido más importante que las quiebras bancarias para reducir la demanda de agregados monetarios.

19. El Banco Central adoptó diversas medidas en el curso del tiempo destinadas a proporcionar alivio para la deuda del sector privado. En 1980 y 1981 implementó programas para incentivar a los bancos a refinanciar los préstamos pendientes. En julio de 1982 adoptó un enfoque más drástico, cuyos principales elementos eran límites máximos para las tasas de interés sobre la mayoría de los activos financieros y la refinanciación de la deuda. Además, el Banco incentivó -mediante seguros de cambio- la reestructuración de deudas externas.

20. La reintroducción de controles de las tasas de interés en 1982 fue acompañada por un aumento en la tasa de inflación. Las tasas de interés real negativas provocaron una fuerte caída en el valor de la deuda pendiente como así también una caída en la demanda de activos monetarios. Al mismo tiempo, el crédito del Banco Central se convirtió en la principal fuente de financiamiento para el sistema financiero y de crecimiento de la base monetaria. Esto contribuyó a la pérdida de reservas y al aumento de la inflación experimentada con posterioridad al comienzo de la crisis.

21. El Banco Central estableció nuevas facilidades, incluyendo líneas de crédito, para facilitar absorciones y fusiones. Además, los costos implícitos en la liquidación de instituciones financieras -lo que en algunas situaciones era exigido por la ley- persuadieron al Gobierno a otorgar mayor flexibilidad al Banco Central para tratar estas situaciones.

22. El costo de las liquidaciones bancarias es difícil de calcular. Hacia fines de 1982, el Banco Central había afectado partidas equivalentes a un monto aproximado a 364.000.000 de dólares, que muy probablemente subestima dicho costo. Además, los costos de mantener recursos ociosos o por debajo de su nivel óptimo son imposibles de estimar. Estos recursos no sólo incluyen los activos propios de la actividad bancaria como el edificio del banco, computadoras, etc., sino también los bienes adquiridos por los bancos en defensa de créditos y que el Banco Central tiene que administrar en el caso de bancos en quiebra.

23. La crisis financiera y las medidas tomadas para hacerle frente representaron una importante redistribución de riqueza. Los ahorristas que constituyeron depósitos en divisas en las instituciones fallidas perdieron sus depósitos. Además, se produjo una redistribución posterior derivada de las tasas reales negativas que prevalecieron tras reintroducirse el control de las tasas de interés. Esta redistribución transfirió el equivalente de por lo menos un 11% del producto interno bruto a los prestatarios en el lapso de un año y medio.

Una conclusión general que surge de lo expuesto es que a pesar de que elementos endógenos -como el alto nivel de las tasas de interés que siguió a la liberalización y los préstamos de calidad dudosa- contribuyeron a la crisis del sistema financiero, elementos exógenos jugaron un papel preponderante en la determinación del alcance de la crisis. Las políticas macroeconómicas, particularmente con respecto al tipo de cambio forzaron a las empresas a ajustarse a los cambios sustanciales producidos en la economía. La incertidumbre acerca de la continuidad de la política exacerbó los costos del ajuste. Estos elementos contribuyeron a la recesión y a la ruina de muchas firmas, que a su vez deterioraron la calidad de la cartera de préstamos del sistema financiero.

La supervisión inapropiada del sistema financiero también contribuyó a la crisis. Existen pruebas de que las instituciones financieras liquidadas en las primeras etapas de la crisis tuvieron problemas particulares que podrían haber sido detectados antes por indicadores de alerta y controles más estrictos. La temprana detección no sólo habría dado más tiempo para encontrar soluciones sino que también podría haber reducido la magnitud del problema limitando el crecimiento de aquellas instituciones. Sin embargo, aún aplicando una supervisión más eficaz, no se podría haber evitado cierto deterioro en la calidad de las carteras bancarias debida a la inestabilidad de las condiciones económicas que tornaban incierto el pronóstico y la planificación. No obstante, hay pocas dudas de que una supervisión más perfecta habría permitido al sistema financiero resistir mejor tal deterioro.

El Banco Central estaba en condiciones de contener la propagación de la crisis otorgando créditos de emergencia para instituciones con problemas y revisitando (retroactivamente) su política anterior de reducir gradualmente el alcance del seguro de depósitos. Además, la crisis dio impulso al programa para mejorar la supervisión bancaria y precipitó la introducción de medios más flexibles para tratar los casos de instituciones con problemas a fin de reducir la necesidad de costosas liquidaciones.

La reintroducción del control de las tasas de interés trajo alivio para los prestatarios. Sin embargo, también redujo el tamaño del sistema financiero ya que los depositantes comenzaron a mostrarse poco dispuestos a poseer activos financieros que producían una rentabilidad real negativa. Esto, junto con otras medidas tomadas para ayudar a los prestatarios y a las instituciones financieras -como por ejemplo un mayor financiamiento del sistema financiero por parte del Banco Central- indudablemente hicieron más difícil la regulación monetaria y pueden considerarse como factores que contribuyeron a la alta tasa de inflación y a la pérdida de las reser-

vas internacionales que había comenzado con la crisis. El amplio alivio de la deuda otorgado en 1982 también planteó cuestiones difíciles, como la equidad de la importante redistribución de riquezas que implicó, si un alivio más selectivo podría haber logrado resultados similares a un costo menor.

NOTAS

- 1/ Sin embargo, Friedman y Schwartz no encuentran demasiada evidencia al respecto en la crisis bancaria estadounidense de 1930-1931.
- 2/ Dicha posición no fue tomada durante la crisis bancaria estadounidense de 1930-1931, según Friedman y Schwartz.
- 3/ Esta descripción se basa en el trabajo de Michael Bordo (1985).
- 4/ Para una discusión interesante del tema, véase en Minsky (1977) y Bosworth, Sinai & Lintner (1977).
- 5/ Bordo (1985) trata los dos enfoques en un estudio reciente de seis países desarrollados. Halla que "congruentemente con el enfoque monetarista... las crisis financieras que involucran crisis bancarias tienen efectos fuertes y agravan (si no es que causan) efectos de contracción monetaria sobre la economía real" (p. 22). Sin embargo, halla prueba, asimismo que respalda las opiniones de Minsky-Kindleberger sobre la transmisión internacional de las crisis.
- 6/ Por ejemplo, Rolnick y Weber (1984), atribuyen las falencias de los bancos durante la Era de la Banca Libre en EUA a la caída en los precios de los activos.
- 7/ Véase Benston & Sinkey (1977).
- 8/ Véase, por ejemplo, Ardito Barletta, Blejer y Landau (1985).
- 9/ Fernández (1983 y 1983b). Opiniones similares en un contexto más amplio se hallan en Fernández (1985).
- 10/ Los ciclos de referencia han sido calculados con la metodología sugerida por el National Economic Bureau (EE.UU.) para sus estudios de los ciclos económicos estadounidenses.
- 11/ El crédito interno es la variable que el gobierno podía controlar durante la mayor parte del período porque las reservas internacionales eran endógenas, al ser el gobierno el que fijaba el tipo de cambio.
- 12/ Véase, por ejemplo, Friedman y Schwartz (1963) y Cagan (1965).
- 13/ Se debieron descartar los datos de 1982, además, pues reflejaban la incertidumbre económica y política de ese año (guerra de Malvinas, cambio de gobierno), así como las reformas introducidas en el sistema financiero a mediados del año. También corresponde reducir la cifra correspondiente al segundo trimestre de 1977 porque refleja más el efecto transicional de cambiar de un sistema de reservas del 100% al sistema fraccional que decisiones de los bancos.
- 14/ Esto contrasta nítidamente con el comportamiento de los bancos estadounidenses durante la década de 1930, cuando incrementaron sus reservas excedentes -reduciendo así la oferta monetaria y profundizando la recesión en opinión de autores monetaristas como Friedman y Schwartz (1963).
- 15/ Asimismo, muchos estudios señalan las altas tasas de interés reales como evidencia del fracaso de la experiencia de liberalizarlas. Ver por ejemplo, Díaz-Alejandro (1985) págs. 1-24.

16/ Si el arbitraje es perfecto se obtiene la siguiente relación: tasa de interés interna = tasa de interés internacional + devaluación esperada. Por consiguiente, una menor incertidumbre en materia cambiaria (es decir, una menor varianza) reduce el coeficiente de variabilidad de la tasa de interés interna.

17/ Gaba (1981).

18/ Ver, por ejemplo, Banco Mundial (1984).

19/ El aumento del volumen real del mercado financiero reflejó no sólo el crecimiento de los préstamos a los antiguos clientes de los bancos sino también a nuevos prestatarios que operaban en campos que se tornaron más dinámicos a causa del cambio en los precios relativos que se describe más adelante en este trabajo. También los préstamos personales y los préstamos hipotecarios cobraron importancia. Cabe destacar al respecto que durante largos períodos anteriores a la reforma, los bancos no estaban autorizados a conceder préstamos para consumo personal.

20/ Tales prestatarios estarían invirtiendo en proyectos riesgosos con una alta tasa de rendimiento esperado. Por consiguiente, estarían dispuestos a endeudarse aún a una tasa alta ya que en caso de quebrar, dejarían de cumplir con su préstamo, pero en caso de éxito, guardarían toda la ganancia.

21/ Para una explicación de este caso ver, por ejemplo, Calvo (1986).

22/ Un problema importante sería obtener los datos necesarios. Por ej. los datos sobre márgenes antes de junio de 1977 y después de esa fecha no pueden compararse fácilmente porque las tasas activas previas a esa fecha iban acompañadas de un racionamiento del crédito que incluía procedimientos -tales como saldos compensatorios- que aumentaban el costo de endeudamiento real.

23/ Ver por ejemplo, Rodríguez (1982) y Feldman (1983).

24/ El 2 de febrero de 1981 el Banco Central devaluó el peso en un 10% a pesar de haber anunciado en octubre de 1980 que la tasa de devaluación mensual para ese mes y los siguientes -sin límite de tiempo especificado- sería del 1%.

25/ Ver Banco Mundial (1984) p. 2071. Un análisis detallado del endeudamiento de urgencia se presenta en Dreizzen (1984) y en Fernández (1985).

26/ Los precios han estado aumentando en un 7-8% por mes entre el último trimestre de 1977 y el último trimestre de 1978.

27/ Además, las quiebras bancarias habían comenzado a desgastar la confianza pública en el comportamiento de la economía.

28/ En la práctica, el Banco Central siguió una política de minidevaluaciones para el tipo comercial en tanto que también intervino en alguna medida en el mercado financiero.

29/ El índice del tipo de cambio se expresa en pesos por dólar.

30/ Se eligieron estos puntos para hacerlos coincidir con el período en que se puso en práctica plenamente la política de devaluaciones anunciadas con antelación.

31/ Obsérvese la diferencia en las variaciones del salario real medido con el CPI y el WPI. Los aumentos del salario real fueron inferiores utilizando el CPI probable-

mente debido a que los servicios y los bienes no comerciables tienen una ponderación mayor en dicho índice de precios.

32/ En el caso de Chile, Meller y Solimano (1983) coinciden en que los "elementos especulativos y las altas tasas de interés reales" fueron responsables de la crisis del sistema financiero. Sus verificaciones indican la existencia de una burbuja especulativa en el mercado accionario de Chile.

33/ La caída de los precios de los activos ha sido responsabilizada de algunas crisis bancarias, tal como la "crisis bancaria salvaje".. Véase Rolnick y Weber (1984).

34/ Esta valorización no fue el resultado de los mayores costos de la construcción. Si bien estos últimos aumentaron más rápidamente que los precios mayoristas, la relación entre ambos índice aumentó apenas 8,5% entre junio de 1977 y marzo de 1980 y 35,6% entre junio de 1977 y diciembre de 1980.

35/ Se incluyó el precio del ganado porque era uno de los precios más importantes de la economía argentina respecto del cual se contaba con datos. Sin embargo, los precios del ganado presentan el problema de estar sujetos al ciclo ganadero; su nivel depende en importante medida de las decisiones sobre stocks tomadas tiempo antes.

36/ Por ej., el coeficiente de variación de los datos de la segunda columna fue igual a 0,524 para los datos mensuales durante el período comprendido entre enero de 1977 y diciembre de 1984.

37/ La serie mensual permite ubicar con mayor precisión la depresión en octubre de 1977.

38/ Véase el análisis realizado por Fernández (1983a) que sugiere que la frustración de las expectativas referentes a la relación entre las tasas de interés y la tasa de variación de los precios de las empresas individualmente consideradas fueron una razón de las quiebras de empresas.

39/ Se supone que los intereses sobre el préstamo - a la tasa activa promedio se capitalizan mensualmente y que no hay pagos de intereses o de capital hasta el vencimiento del préstamo. Dado que en Argentina los préstamos se otorgaron a tasa ajustable, tanto los préstamos nuevos como los viejos pagaban las mismas tasas.

40/ El valor del préstamo se equipara a uno en enero de 1978.

41/ La caída registrada en diciembre de 1981 -que también aparece en la mayoría de las series- puede atribuirse, al menos parcialmente, al efecto de una "tasa de referencia" (similar a una tasa máxima) establecida en noviembre de ese año.

42/ La devaluación del peso contribuyó a restablecer la competitividad de muchas empresas pero también aumentó la carga de la deuda de aquellas que habían tomado préstamos en moneda extranjera. Sin embargo, las últimas obtuvieron posteriormente un alivio de la carga de la deuda.

43/ la información de la columna 2 es más fácil de interpretar que la de la columna 3, la que requiere de supuestos especiales-aunque plausibles. Estos supuestos consisten en que los montos de pasivos financieros de las firmas en quiebra pueden ser representados por los montos de los pasivos totales y que los montos de las quiebras comerciales en todo el país pueden ser representados por los montos de las quiebras comerciales en Capital Federal.

44/ En otras palabras, los bancos debían observar un encaje del ciento por ciento. Entre 1946 y 1957 había regido un sistema similar (véase Baliño 1982).

45/ El Banco Central pagaba a los bancos comerciales una comisión para remunerar su tarea como administradores de los depósitos.

46/ Asimismo, el Banco Central fijaba comisiones máximas sobre otras operaciones bancarias.

47/ Los bonos indexados emitidos por la Tesorería coexistían con activos no indexados; estos bonos se popularizaron muchísimo como protección contra una tasa de inflación creciente y volátil.

48/ A excepción de los bancos estatales que tenían la libertad de abrir nuevas sucursales en sus jurisdicciones, sujetos solamente a una comunicación previa al Banco Central.

49/ La legislación argentina, tradicionalmente, ha facultado al Banco Central a autorizar, normar y supervisar a los bancos.

50/ Banco Central de la República Argentina (1976, p. 25).

51/ La conversión a reservas fraccionarias entró en vigencia el 1° de junio de 1977.

52/ Diez millones de pesos = 1 austral.

53/ Las "Cajas de Crédito" son instituciones financieras no bancarias que en su mayoría atienden a familias y pequeñas empresas.

54/ Para las nuevas instituciones, inicialmente, se fijó el límite en un 50% e incrementó anualmente un 10 puntos hasta alcanzar el límite del 100%.

55/ Resulta interesante observar que tanto los tres bancos que quebraron entre marzo y abril de 1980, uno de los cuales era el banco privado más grande del país, tanto como también la financiera de mayor envergadura del país- (que había quebrado el año anterior)- tenían sus casas matrices en el interior y habían usado esta preferencia para ampliar enormemente sus redes de sucursales.

56/ Las nuevas disposiciones establecían que el endeudamiento máximo de un cliente caería gradualmente hasta alcanzar el 5% del capital del Banco a partir del 1° de enero de 1980. El propósito de estos cambios, de acuerdo con el Banco Central, era permitir a las instituciones financieras "... (recobrar) y con amplitud sus atribuciones para considerar y resolver en cada operación, los montos de asistencia técnicamente apropiados a la actividad y giro del deudor" (Banco Central de la República Argentina -1978, p. 15)

57/ Hubo indecisión en la acción reguladora del Banco. Por ejemplo, a partir del 1° de marzo de 1979, el Banco estableció que por lo menos el 50% de la cartera de un Banco tenía que estar respaldada por una garantía interna o garantías provenientes de bancos extranjeros. Sin embargo, esta exigencia fue eliminada hacia fines de 1979 con el argumento de que "...corresponde a las entidades, en ejercicio de las facultades que tienen para evaluar la situación económico - financiera de su clientela, determinar las exigencias de garantías que deben cubrir los prestatarios" (Banco Central de la República Argentina (1979, p. 17)).

58/ Equivalente a 640 dólares aproximadamente.

59/ Ver Banco Central de la República Argentina (1979 y 1980).

60/ El nuevo sistema implicaba cambios sustanciales en la contabilidad del banco e informes, en la normalización de los procedimientos de auditoría, y en el área de reorganización de supervisión del Banco en el Banco Central, etc.

61/ La posición defensiva unitaria es definida Préstamos/Depósitos (1 - encaje legal). Los autores interpretan al mismo primordialmente como indicador de capitalización del Banco. Suponen implícitamente que los cambios en otros activos y pasivos (como ser exceso en las reservas u operaciones cambiarias) no distorsionan los valores de este indicador.

62/ Véase el Cuadro 15 precedente y Petrei & Tybout (1984).

63/ La intervención es la facultad que tiene el Banco Central para nombrar un administrador que desplaza a la administración existente en una institución financiera que enfrenta problemas. No obstante, los bienes de la institución siguen en poder de sus propietarios originales. La intervención puede ser el primer paso hacia la liquidación o reorganización y venta de la institución. Algunas de las intervenciones que se produjeron en 1980 fueron cuestionadas ante los tribunales, sin éxito, pues en ese tiempo la ley no concedía facultades explícitas de intervención al Banco Central.

64/ Su única esperanza consistía en que el banco fallido tuviese algunos fondos remanentes para reintegrar a los depositantes en dólares, luego de terminada la liquidación. Además de que las liquidaciones de bancos son normalmente procesos largos, en este caso existían remotas esperanzas de que quedase dinero alguno para reintegrar los depósitos en dólares.

65/ Este lapso fue mayor que el usual en el caso del BIR debido a su extensa red de sucursales y a lo caótico de su administración. La ley exigía solamente que el Banco Central reintegrase los depósitos garantizados de una institución financiera dentro de los 30 días del vencimiento de cada depósito. El depositante no recibía intereses en este lapso.

66/ El volumen mínimo se incrementó de 1 millón a 100 millones de pesos (10 Australes), lo cual en ese momento representó un incremento de 600 a 60.000 dólares.

67/ Algunas estimaciones sugieren que la deuda privada total había aumentado casi el 18 por ciento del PBI a fines de 1976 a casi el 32 por ciento en 1980, llegando a un máximo del 39 por ciento en 1981; esta es deuda bruta, es decir sin restarle las tenencias privadas de activos financieros. Estas cifras se toman de Arriazu, Leone y López - Murphy (1983).

68/ Entrevista con Domingo Cavallo, Presidencia del Banco Central de la República Argentina, realizado en julio de 1982 (de Pablo (1986)), p.141.

69/ Las restantes medidas adoptadas simultáneamente tenían por fin alentar la refinanciación de la deuda externa privada y reducir más el atractivo de los valores del sector público mediante el reintegro anticipado de la deuda pública pendiente denominada en pesos. Asimismo, se produjo una notable devaluación del peso, dividiéndose el mercado de cambios en un mercado para transacciones comerciales y otro para operaciones financieras.

70/ Otras normas proporcionaban incentivos para que se anticipase la liquidación de los bienes adquiridos por los bancos en defensa de créditos y para que se renovase la deuda externa privada.

71/ Sin embargo, la concesión de préstamos indexados de parte de las instituciones financieras fue desalentada por el riesgo financiero implícito en el plazo mínimo de dos años para el préstamo en comparación con el plazo mínimo de un año vigente para el depósito.

72/ Este incremento del financiamiento del Banco Central comenzó en 1981 cuando se instrumentaron los mecanismos de alivio de la deuda.

73/ Los criterios para calcular la prima variaron con el tiempo pero, no obstante, hubo dos que fueron usados bastante a menudo: el índice de precios mayoristas y la tasa de interés pasiva interna. El subsidio en el sistema de seguro dió como resultado una depreciación real considerable del peso en el período y además la tasa pasiva interna no fue fiel reflejo de dicha depreciación. Además, en muchos casos, los prestatarios pudieron elegir el criterio de ajuste de su prima de seguro de cambio entre dos índices, como mínimo. El costo de los subsidios implícito en el seguro de cambio fue soportado por el Banco Central, el cual también se hizo cargo de las pérdidas causadas por las operaciones de pase.

74/ En 1981, se concedieron 227.100 millones de pesos en virtud de esta línea de crédito. Para tener una idea de su importancia relativa, se debe tener presente que en setiembre de 1981, el capital y reservas promedio de un banco privado en la Provincia de Buenos Aires era de aproximadamente 36.000 millones de pesos; cifra que era inferior en la mayor de las restantes zonas del país.

75/ Un ex Presidente del Banco Central de la República Argentina, el Sr. Adolfo V. Diz, la ha comparado a la pena de muerte en el caso de las personas físicas. Véase de Pablo (1986), p. 127.

76/ Normalmente, el Banco Central solamente recupera una fracción, en términos reales, de los fondos que se adelantan. Dicha recuperación se produce solamente a medida que los créditos concedidos por el banco fallido son reintegrados.

77/ Las decisiones del Banco Central pueden ser apeladas ante el Ministerio de Hacienda o en los tribunales.

78/ Esta solución fue intentada en uno de los bancos privados más antiguos y de mayor envergadura, el Banco Español del Río de la Plata. Sin embargo, la institución administradora decidió no ejercer su opción de compra. El Banco Español fue finalmente subastado y el comprador recibió la asistencia del Banco Central para efectuar la compra.

79/ Aun cuando la mayoría de estos temores disminuyeron cuando se reestableció en forma retroactiva la garantía prácticamente total sobre los depósitos en pesos, los depositantes en dólares del BIR no han recuperado todavía sus depósitos.

80/ En virtud de lo dispuesto en la ley, los créditos del Banco Central contra instituciones financieras fallidas tienen precedencia sobre otros créditos.

81/ Según se explicó anteriormente, el vencimiento de las deudas pendientes también fue prorrogado.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

ARDITO BARLETTA, Nicolás, Mario BLEJER y Luis LANDAU (eds.), Economic Liberalization and Stabilization Policies in Argentina, Chile, and Uruguay. Applications of the Monetary Approach to the Balance of Payments, The World Bank, 1983.

ARNAUDO, Aldo A. y Rafael CONEJERO, "Anatomía de las Quiebras Bancarias de 1980," Desarrollo Económico, Vol. 24, No. 96 (Enero-Marzo 1985).

ARRANZ, Juan M. y Lidia R. ELIAS, "Ciclos de Referencia para la Economía Argentina", Serie de Estudios Técnicos, Centro de Estudios Monetarios y Bancarios, Banco Central de la República Argentina, No. 60 (Julio 1984).

ARRIAZU, Ricardo H., Alfredo M. LEONE, y Ricardo H. LOPEZ-MURPHY, "Políticas Macroeconómicas y Endeudamiento Empresario", unpublished manuscript, Buenos Aires, 1985.

BALIÑO, Tomás J.T., La Reforma Monetaria y Bancaria Argentina de 1946-57 un caso de encaje bancario total? CEMLA, México, 1982.

BENSTON, George J. (discussant) y Joseph F. SINKEY, Jr., "Problem and Failed Banks, Bank Examinations and Early Warning Systems: A Summary," in Altman, Edward I. and Arnold W. Sametz, eds., Financial Crises, Institutions and Markets in a Fragile Environment (New York: John Wiley & Sons, 1977).

BLEJER, Mario I., "Interest Rate Differentials and Exchange Risk: Recent Argentine Experience", Staff Papers, Vol. 29, No. 2 (Junio 1982).

BORDO, Michael, "Some Historical Evidence, 1870-1933 on the Impact and International Transmission of Financial Crises," Working Paper No. 1606, National Bureau of Economic Research (Cambridge, Mass., 1985).

BOSWORTH, Barry, Allen SINAI y John LINTNER, "Discussion", in Altman, Edward I. and Arnold W. Sametz, eds., Financial Crises, Institutions and Markets in a Fragile Environment (New York: John Wiley & Sons, 1977).

BOVENZI, John y Lynn NEJEZCHLEB, "Bank Failures: Why are there so many?" Issues in Bank Regulation, Vol. 8, No. 3, Invierno 1985.

CAGAN, Philip, Determinants and Effects of Changes in the U.S. Money Stock, 1875-1935, National Bureau of Economic Research (New York: 1965).

CALVO, Guillermo A., "Fractured Liberalism: Argentina under Martínez de Hoz," Economic Development and Cultural Change, Vol. 34 (Abril 1986).

Central Bank of Argentina, Memoria Anual (1978).

_____, Memoria Anual (1979).

_____, Memoria Anual (1980).

DABOS, Marcelo P. y Edgardo C. DEMAESTRI, "La Demanda de Billetes y Moneda en la Argentina. Un Análisis Empírico", Serie de Estudios Técnicos, Centro de Estudios Monetarios y Bancarios, Banco Central de la República Argentina, No. 59 (Octubre 1983).

DAMILL, Mario y Roberto FRENKEL, "De la Apertura a la Crisis Financiera. Un Análisis de la Experiencia Argentina de 1977-82", Ensayos Económicos, No. 37 (Marzo 1987).

DEMAESTRI, Edgardo C., "Estimación de una Función para el Coeficiente de Circulante en los Recursos Monetarios", Serie de Estudios Técnicos, Centro de Estudios Monetarios y Bancarios, Banco Central de la República Argentina, No. 46 (Enero 1982).

DE PABLO, Juan Carlos, "La economía que yo hice", Ediciones El Cronista Comercial, Vol. II (Buenos Aires, 1986).

DÍAZ-ALEJANDRO, Carlos, "Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash", Journal of Development Economics, Vol. 18 (1985), pp. 1-24.

DREIZZEN, Julio, "El Concepto de Fragilidad Financiera en un Contexto Inflacionario", unpublished M.A. dissertation, Pontificia Universidade Catolica do Rio de Janeiro, 1984.

DUEÑAS, Daniel E. y Ernesto V. FELDMAN, "Indicadores Financieros de Alerta Anticipada del Desempeño de las Firmas Bancarias", papel presentado en las Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo, Banco Central de la República Argentina, Buenos Aires, Octubre 1980.

FELDMAN, Ernesto V., "La Crisis Financiera Argentina: 1980-1982: Algunos Comentarios", Desarrollo Económico, Vol. 23, No. 91 (Octubre-Diciembre 1983).

FERNÁNDEZ, Roque B., "La Crisis Financiera Argentina: 1980-1982", Desarrollo Económico, Vol. 23, No. 29 (Abril-Junio 1983).

_____, "La Crisis Financiera Argentina: 1980-1982, Réplica", Desarrollo Económico, Vol. 23, No. 91 (Octubre-Diciembre 1983).

_____, "The Expectations management Approach to Stabilization in Argentina During 1976-82", World Development, Vol. 13, No. 8 (Agosto 1985), pp. 871-892).

FISHER, Irving, Booms and Depressions, (New York: Adelphi, 1932).

_____, "The Debt Deflation Theory of Great Depressions", Econométrica, 1933, pp. 337-357.

FLOOD, R.P., Jr., y P.M. GARBER, "A Systematic Banking Collapse in a Perfect Foresight World", Working Paper No. 691, National Bureau of Economic Research (Cambridge, Mass.: 1981).

FRIEDMAN, Milton y Anna J. SCHWARTZ, "Money and Business Cycles", Review of Economic and Statistics, Vol. 45, No. 1, Part 2, Supplement 1963.

GABA, Ernesto, "La Reforma Financiera Argentina - Lecciones de Una Experiencia", Ensayos Económicos, No. 19 (Setiembre 1981).

KINDLEBERGER, Charles P., Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises (New York: Basic Books, 1978).

MELLER, Patricio, "Inestabilidad Financiera, Burbujas Especulativas y Tasa de Interés: La Economía Chilena de 1975-83", papel presentado en el "Encuentro Nacional de Economistas 1983", Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile, Punta de Tralca, Chile, Diciembre 1983.

MINSKY, Hyman P., "A Theory of Systematic Fragility", en Altman, Edward I. y Arnold W. Sametz, eds., Financial Crises, Institutions and Markets in a Fragile Environment (New York: John Wiley & Sons, 1977).

PETREI, A. Humberto y James R. TYBOUT, "How the Financial Statements of Argentine Firms Reflected the Stabilization and Reform Attempts During 1976-81", World Bank Staff Working Papers, No. 706 (1984).

_____ y James R. Tybout, "Argentina 1976-81: La importancia de variar los niveles de Subsidios Financieros", Cuadernos de Economía, No. 65 (Abril 1985).

RODRIGUEZ, Carlos A., "La tasa real de interés", en Fernández, Roque B. y Carlos A. Rodríguez (eds.), Inflación y Estabilidad, Ediciones Macchi (Buenos Aires, 1982).

ROLNICK, Arthur J. y Warren E. WEBER, "The Causes of Free Bank Failures", Journal of Monetary Economics, Vol. 14 (1984), pp. 267-291.

ANEXO

Cuadro 1. Argentina: Fases del Ciclo de Referencia, 1960-1982

Expansión		Contracción	
Período	Duración (Meses)	Período	Duración (Meses)
Julio 1963-Mayo 1967	46	Agosto 1961-Julio 1963	23
Diciembre 1967-Diciembre 1974	84	Mayo 1967-Diciembre 1967	7
Noviembre 1975-Julio 1977	20	Diciembre 1974-Noviembre 1975	11
Marzo 1978-Febrero 1980	23	Julio 1977-Marzo 1978	8
		Febrero 1980-Enero 1981	11
Enero 1981-Julio de 1981	6	Julio 1981-Abril 1982	9
Duración Promedio: 35,80 meses		Duración Promedio: 11,50 meses	
Fuentes: Arranz y Elías (1984)			

Cuadro 2. República Argentina: Componentes Principales de la Oferta y Demanda Agregada

Año	Oferta			Demanda		
	PBI	Import.	Total	Consumo	Bruta Interna Inversión	Export.
(En Australes a precios de 1970)						
1976	10,066.0	674.5	1,074.5	7,596.7	2,173.3	970.5
1977	10,702.6	868.2	11,570.8	7,748.3	2,594.8	1,227.7
1978	10,343.4	783.7	11,127.1	7,604.1	2,200.5	1,322.5
1979	11,022.4	1,185.2	12,207.6	8,539.6	2,373.2	1,294.8
1980	11,142.8	1,628.1	12,835.6	9,042.3	2,551.2	1,242.1
1981	10,423.3	1,628.1	12,051.4	8,754.0	1,957.1	1,340.3
1982	9,882.3	942.9	10,825.2	7,810.2	1,655.1	1,359.9
1983	10,213.0	4,898.5	11,111.9	8,124.6	1,513.6	1,473.7
1984	10,459.0	955.5	11,414.6	8,640.2	1,310.9	1,463.5
(Variación porcentual sobre el año anterior)						
1976	-0.4	-25.6	-2.5	-7.7	6.4	31.6
1977	6.3	28.7	7.7	2.0	19.4	26.5
1978	-3.4	-9.7	-3.8	-1.9	-15.2	7.7
1979	6.6	51.2	9.7	12.3	7.9	-2.1
1980	1.1	42.8	5.1	5.9	7.5	-4.1
1981	-6.5	-3.8	-6.1	-3.2	-23.3	7.9
1982	-5.2	-42.1	-10.2	-10.8	-15.4	1.5
1983	3.4	-4.7	2.6	4.0	-8.6	8.4
1984	2.4	6.4	2.7	6.3	-13.4	-0.7

Fuente: Banco Central de la República Argentina, Estimaciones Trimestrales sobre Oferta y Demanda Global, octubre de 1985.

Cuadro 3. Argentina: Producto Bruto Interno

(A precios constantes de 1970)

	Variaciones porcentuales con respecto al año anterior								
	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Agricultura	4.7	2.5	2.8	2.8	-5.5	1.9	6.9	1.9	3.7
Minería	2.4	8.5	1.9	6.3	5.8	0.6	0.3	2.1	-0.9
Manufacturas	-3.0	7.8	-10.5	10.2	-3.8	-16.0	-4.7	10.8	4.0
Electricidad, gas y agua	3.7	4.6	3.3	10.7	7.8	-1.1	3.1	8.0	6.5
Construcción	14.9	12.2	-4.8	-0.5	1.1	-13.8	-19.8	-6.8	-20.1
Comercio	-5.8	7.6	-7.7	10.8	5.7	-6.9	-17.9	3.5	4.8
Transporte y comunicaciones	-0.8	5.3	-1.6	6.3	2.1	-5.2	-2.6	4.1	4.3
Finanzas, seguros y bienes raíces	-4.2	13.8	6.7	8.0	12.3	-5.3	-11.5	-7.5	0.8
Otros servicios	0.3	0.8	0.9	2.0	2.2	2.0	-0.1	1.9	2.2
Total	-0.4	6.3	-3.4	6.6	1.1	-6.5	-5.2	3.4	2.4

Fuente: Banco Central de la República Argentina, Estimaciones Trimestrales sobre Oferta y Demanda Global.

Cuadro 4. Argentina: Principales agregados monetarios y crediticios, 1976-82 1/
(En miles de australes)

	1976		1977		1978		1979		1980		1981		1982	
	Monto	porcen- tual	Monto	porcen- tual	Monto	porcen- tual	Monto	porcen- tual	Monto	porcen- tual	Monto	porcen- tual	Monto	porcen- tual
<u>En términos nomina- les</u>														
<u>a. Agregados Moneta- rios</u>														
Moneda	41	107	(61.7)	333	(210.5)	787	(136.2)	1,642	(108.6)	3,021	(84.0)	8,736	(189.2)	
Depósitos a la vista	52	101	(95.9)	230	(127.7)	596	(158.9)	1,095	(83.4)	1,589	(45.3)	6,128	(285.7)	
M1	93	208	(125.1)	563	(170.4)	1,383	(145.5)	2,735	(97.8)	4,610	(68.5)	14,864	(222.5)	
Depósitos a pla- zo fijo y de ahorro	53	292	(449.2)	868	(197.7)	2,915	(235.8)	5,282	(81.2)	11,368	(95.3)	23,458	(106.4)	
M2	146	500	(243.2)	1,431	(186.3)	4,298	(200.2)	8,017	(86.6)	15,978	(99.3)	38,322	(139.9)	
Depósitos del sector público														
en bancos comer- ciales	38	125	(229.1)	286	(127.8)	673	(135.6)	1,413	(109.9)	2,861	(102.5)	8,253	(188.5)	
<u>b. Agregados credi- ticios</u>														
Crédito inter- no(2)	189	655	(246.2)	1,829	(179.1)	5,392	(194.8)	11,268	(109.0)	33,457	(196.9)	104,491	(212.3)	
Crédito al sec- tor privado(3)	121	433	(257.9)	1,218	(181.0)	4,002	(228.6)	8,345	(108.5)	22,197	(166.0)	68,928	(210.5)	
Crédito al sec- tor público(3)	68	222	(225.4)	611	(175.3)	1,389	(127.5)	2,923	(110.4)	11,260	(295.2)	35,563	(215.8)	

Fuente: BCRA, Boletín Estadístico, varias ediciones.

(1) - Datos a fin de año.

(2) - Incluye saldo de la Cuenta de Regulación Monetaria.

(3) - Incluye préstamos en moneda extranjera.

Cuadro 5. Argentina: Coeficiente de circulante/Depósitos y de reservas excedentes bancarias/Reservas Obligatorias

Período	Reservas Obligatorias <u>1/2/</u>	Moneda/Depósitos <u>3/</u>	Excedente de Reservas Bancarias/Obligaciones sujetas a encaje <u>1/3/</u>
<u>1976</u>			
I		0.309	
II		0.252	
III		0.230	
IV		0.260	
<u>1977</u>			
I		0.212	
II	45.0	0.213	4.20
III	45.0	0.190	0.78
IV	44.7	0.207	1.51
<u>1978</u>			
I	44.0	0.170	1.07
II	43.0	0.175	1.88
III	40.7	0.164	0.20
IV	31.0	0.229	0.65
<u>1979</u>			
I	27.0	0.175	0.52
II	27.0	0.169	0.51
III	25.0	0.149	0.30
IV	20.0	0.183	0.75
<u>1980</u>			
I	13.2	0.157	0.66
II	11.3	0.174	0.91
III	12.5	0.162	0.51
IV	10.3	0.204	1.13
<u>1981</u>			
I	12.0	0.157	0.16
II	16.0	0.160	0.35
III	18.0	0.133	0.29
IV	15.5	0.183	0.90
<u>1982</u>			
I	16.5	0.127	2.21
II	13.5	0.162	13.65
III	100.0	0.160	11.84
IV	100.0	0.205	5.14

Fuente: BCRA, Boletín Estadístico, varias ediciones; Gaba (1981); y FMI, International Financial Statistics.

1/ La serie comienza con la reintroducción del sistema de reservas bancarias fraccionarias en junio de 1977.

2/ Promedio del período.

3/ Datos a fin del período.

Cuadro 6. Argentina: Tasas de interés nominales 1974-I a 1982-IV
(% mensual)

Período	Promedios trimestrales				Estadísticas anuales correspondientes a tasas de interés mensuales							
	Tasas pasivas	Tasas activas	Media	Rango	Media	Desviación típica	Coefficiente de variación	Media	Panda	Mediana	Desviación típica	Coefficiente de variación
1974												
I	1,30	1,72	1,30	0,00	1,72	0,00	0,00	1,72	0,00	1,72	0,00	0,00
II	1,30	1,72	1,30	0,00	1,72	0,00	0,00	1,72	0,00	1,72	0,00	0,00
III	1,30	1,72	1,30	0,00	1,72	0,00	0,00	1,72	0,00	1,72	0,00	0,00
IV	1,30	1,72	1,30	0,00	1,72	0,00	0,00	1,72	0,00	1,72	0,00	0,00
1975 1/												
I	1,55	2,90	1,55	0,00	2,90	0,00	0,00	2,90	0,00	2,90	0,00	0,00
II	1,55	2,90	1,55	0,00	2,90	0,00	0,00	2,90	0,00	2,90	0,00	0,00
III	1,55	2,90	1,55	0,00	2,90	0,00	0,00	2,90	0,00	2,90	0,00	0,00
IV	1,55	2,90	1,55	0,00	2,90	0,00	0,00	2,90	0,00	2,90	0,00	0,00
1976												
I	3,78	4,52	3,78	0,00	4,52	0,00	0,00	4,52	0,00	4,52	0,00	0,00
II	3,78	4,52	3,78	0,00	4,52	0,00	0,00	4,52	0,00	4,52	0,00	0,00
III	3,78	4,52	3,78	0,00	4,52	0,00	0,00	4,52	0,00	4,52	0,00	0,00
IV	3,78	4,52	3,78	0,00	4,52	0,00	0,00	4,52	0,00	4,52	0,00	0,00
1977												
1er-Sem.	4,20	4,98	8,70 1/	3,90 1/	10,57 1/	1,61 1/	0,18 1/	10,57 1/	6,49 1/1	10,70 1/	2,84 1/	0,27 1/
III	7,34	8,18	7,21	4,09	8,72	1,10	0,15	8,72	6,07	8,10	1,81	0,21
IV	10,07	13,15	7,21	4,09	8,72	1,10	0,15	8,72	6,07	8,10	1,81	0,21
1978												
I	8,55	11,27	6,77	1,46	7,36	0,46	0,07	7,36	1,26	7,20	0,43	0,06
II	6,93	8,27	6,77	1,46	7,36	0,46	0,07	7,36	1,26	7,20	0,43	0,06
III	6,65	7,72	6,77	1,46	7,36	0,46	0,07	7,36	1,26	7,20	0,43	0,06
IV	6,72	7,61	6,77	1,46	7,36	0,46	0,07	7,36	1,26	7,20	0,43	0,06
1979												
I	6,50	7,23	4,99	1,71	5,87	0,57	0,11	5,87	1,80	5,76	0,60	0,10
II	6,53	7,15	4,99	1,71	5,87	0,57	0,11	5,87	1,80	5,76	0,60	0,10
III	7,22	7,86	4,99	1,71	5,87	0,57	0,11	5,87	1,80	5,76	0,60	0,10
IV	6,43	7,22	4,99	1,71	5,87	0,57	0,11	5,87	1,80	5,76	0,60	0,10
1980												
I	5,26	6,07	8,06	5,19	9,83	1,60	0,20	9,83	6,61	9,52	2,03	0,21
II	4,78	5,65	8,06	5,19	9,83	1,60	0,20	9,83	6,61	9,52	2,03	0,21
III	5,11	6,15	8,06	5,19	9,83	1,60	0,20	9,83	6,61	9,52	2,03	0,21
IV	4,79	5,62	8,06	5,19	9,83	1,60	0,20	9,83	6,61	9,52	2,03	0,21
1981												
I	6,79	8,62	6,99	3,40	7,98	1,15	0,17	7,98	4,07	8,11	1,20	0,15
II	8,54	10,58	6,99	3,40	7,98	1,15	0,17	7,98	4,07	8,11	1,20	0,15
III	9,81	11,65	6,99	3,40	7,98	1,15	0,17	7,98	4,07	8,11	1,20	0,15
IV	7,09	8,44	6,99	3,40	7,98	1,15	0,17	7,98	4,07	8,11	1,20	0,15
1982												
I	7,08	8,21	6,99	3,40	7,98	1,15	0,17	7,98	4,07	8,11	1,20	0,15
II	7,15	8,65	6,99	3,40	7,98	1,15	0,17	7,98	4,07	8,11	1,20	0,15
III	5,72	6,60	6,99	3,40	7,98	1,15	0,17	7,98	4,07	8,11	1,20	0,15
IV	7,98	8,47	6,99	3,40	7,98	1,15	0,17	7,98	4,07	8,11	1,20	0,15

Fuente: EGRA y Gaba (1981).

1/ - Para el segundo semestre de 1977.

NOTA: a. Los datos correspondientes a la media de 1974, 1975, 1976 y primer semestre de 1977 son los que figuran en Gaba.
b. Desde julio de 1982 en adelante, las tasas de interés presentadas son tasas reguladas.

Cuadro 7. Argentina : Tasas de interés en términos reales, 1974-82

(% mensual)

Período	Tasa pasiva deflacionada por: (1)		Tasa activa deflacionada por:(1)	
	IPC	IPM	IPC	IPM
1974	-1.51	-1.27	-1.58	-0.86
1975	-10.16	-10.38	-8.97	-9.19
1976	-8.40	-9.04	-7.75	-8.38
Promedio 1977	-1.86	-1.42	-0.61	0.01
I Semestre	-3.08	-2.96	-2.19	-2.06
III Trimestre	-1.68	-1.22	-0.83	-0.38
IV Trimestre	0.42	1.44	3.51	4.52
Promedio 1978	-1.45	-0.51	0.06	0.99
I Trimestre	-1.16	0.34	1.57	3.06
II Trimestre	-1.84	-0.71	-0.50	0.63
III Trimestre	-0.31	-0.13	0.78	0.96
IV Trimestre	-2.48	-1.56	-1.59	-0.68
Promedio 1979	-0.93	-0.56	-0.24	0.13
I Trimestre	-2.85	-2.19	-2.12	-1.46
II Trimestre	-1.35	-2.13	-0.73	-1.51
III Trimestre	-1.28	-2.00	-0.64	-1.36
IV Trimestre	1.76	4.08	2.54	4.87
Promedio 1980	-0.41	1.11	0.48	1.99
I Trimestre	-0.86	1.16	-0.05	1.97
II Trimestre	-1.12	-0.74	-0.25	0.12
III Trimestre	0.93	2.20	1.97	3.23
IV Trimestre	-0.60	1.81	0.23	2.65
Promedio 1981	0.81	-1.01	2.57	0.76
I Trimestre	1.77	2.64	3.60	4.48
II Trimestre	0.29	-4.54	2.32	-2.49
III Trimestre	1.38	0.05	3.22	1.90
IV Trimestre	-0.19	-2.19	1.15	-0.84
Promedio 1982	-3.02	-5.79	-2.02	-4.80
I Trimestre	-0.28	-1.06	0.85	0.07
II Trimestre	2.06	-3.21	3.56	-1.72
III Trimestre	-10.28	-15.50	-9.41	-14.63
IV Trimestre	-3.58	-3.39	-3.09	-2.91

Fuente: BCRA

(1) - La fórmula utilizada para deflacionar fue: Tasa real = (tasa de interés nominal - tasa de inflación) / (1 + Tasa de inflación).

Cuadro 8

Argentina: Costos administrativos de las entidades financieras, 1981-82 ^{1/}

Entidad	Dic.1981	Jun.1982	Dic.1982	May.1982
Bancos públicos nacionales	6,0	2,8	4,0	5,8
Bancos públicos de provincias y municipalidades	12,8	9,4	13,3	12,3
Bancos comerciales privados de capital nacional	7,7	7,9	9,9	9,8
Bancos comerciales privados de capital extranjero	9,2	8,8	9,6	8,9
Bancos de inversión	13,4	8,5	13,0	13,5
Compañías financieras	9,0	9,5	14,8	15,8
Cajas de crédito	11,9	12,6	21,6	22,7
Sociedades de ahorro y préstamo	7,4	10,1	12,9	12,7
Promedio ponderado ^{2/}	8,0	7,0	8,8	8,7

Fuente: Banco Mundial (1984) y estimaciones propias.

^{1/} Costos administrativos anuales como porcentajes del total de préstamos.^{2/} Las ponderaciones son las participaciones en el total de préstamos a fin de diciembre de 1982.

Cuadro 9. Argentina: Diferenciales de tasa de interés entre las tasas Interna y Externa
(Promedios trimestrales, en porcentaje por mes)

Período	Tasas en Dls.EE.UU 1/		Diferenciales de tasas de interés	
	Tasa "Prime"	Tasa letras del Tesoro	Con tasa de interés activa argentina	Con tasa de interés pasiva argentina
<u>1977</u>				
III	6.41	6.29	1.77	1.05
IV	8.58	8.45	4.58	1.62
<u>1978</u>				
I	7.19	7.06	4.10	1.50
II	4.45	4.30	3.82	2.63
III	3.37	3.22	4.35	3.40
IV	5.62	5.45	1.99	1.27
<u>1979</u>				
I	5.97	5.77	1.26	0.73
II	5.24	5.05	1.91	1.48
III	4.84	4.64	3.02	2.58
IV	4.44	4.19	2.78	2.24
<u>1980</u>				
I	3.90	3.68	2.17	1.58
II	3.41	2.93	2.24	1.85
III	2.41	2.23	3.74	2.89
IV	2.33	2.11	3.29	2.68
<u>1981</u>				
I	6.89	6.52	1.75	0.27
II	25.91	25.55	-15.32	-17.00
III	5.29	4.90	6.37	4.92
IV	9.07	8.68	-0.63	-1.59
<u>1982.</u>				
I	15.08	14.80	-6.87	-7.72
II	12.53	12.20	-3.87	-4.70

Fuentes: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales; y el Banco Central de la República Argentina.

1/ Ajustadas por la depreciación real del peso.

Cuadro 10. Argentina: Evolución del tipo de Cambio, 1976-82

Período	Tipo de Cambio (Austres por U\$S 100 promedio del período)		Indices del tipo de cambio real <u>1/</u>	
			Exportación-pon derado (Dic. 1969=100)	Importación-pon derado (Dic. 1969=100)
1977				
Dic.	0.00599		106.1	109.4
1978				
Dic.	0.01007		91.6	88.4
1979				
Dic.	0.01662		75.3	72.0
1980				
Mar.	0.01751		72.8	71.5
Jun.	0.01858		70.3	69.2
Set.	0.01937		68.7	67.7
Dic.	0.01996		63.1	62.9
1981				
Mar.	0.02339		67.5	66.5
	Financiero	Comercial <u>2/</u>		
Jun.	0.04396	0.04974	75.6	77.0
Set.	0.05578	0.07455	80.9	80.0
Dic.	0.07679	0.10725	79.7	78.5
1982				
Mar.	0.10872		94.3	93.4
Jun.	0.15163		97.3	96.6
Set.	0.26816		99.9	99.4
Dic.	0.46021		111.5	111.0

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

1/ Basados en los promedios mensuales del tipo de cambio nominal ajustados por precio (índice de precios al por mayor) y en los movimientos del tipo de cambio de la mayoría de los socios comerciales de la Argentina.

2/ Desde el 22 de junio de 1981 hasta el 24 de diciembre de 1981 y desde el 5 de julio de 1982 hasta el 1 de noviembre de 1982, el mercado de cambios se dividió en un mercado comercial y otro financiero. Para calcular los tipos de cambio efectivos, se utilizaron los tipos que efectivamente se aplicaron a las transacciones comerciales (tipo comercial o mixto).

Cuadro 11. Argentina: Evolución
de los salarios reales

(Base: enero de 1978 = 1)

Período	WAG.CPI	WAG.WPI	WAG.EXR
1977			
Marzo	1.545	1.417	1.223
Junio	1.271	1.182	1.074
Septiembre	1.139	1.074	1.037
Diciembre	0.890	0.866	0.834
1978			
Marzo	0.860	0.871	0.887
Junio	0.870	0.910	1.057
Septiembre	0.712	0.748	0.961
Diciembre	0.932	1.006	1.416
1979			
Marzo	0.802	0.880	1.378
Junio	0.887	0.953	1.681
Septiembre	0.829	0.875	1.794
Diciembre	0.813	0.919	1.833
1980			
Marzo	0.857	1.026	2.132
Junio	0.812	0.983	2.257
Septiembre	1.194	1.499	3.600
Diciembre	1.148	1.546	3.918
1981			
Marzo	1.067	1.474	3.391
Junio	1.193	1.451	1.695
Septiembre	1.135	1.332	1.910
Diciembre	1.269	1.411	1.924
1982			
Marzo	1.029	1.121	1.688
Junio	0.888	0.838	0.785
Septiembre	1.389	1.156	1.028
Diciembre	1.557	1.303	1.118
1983			
Marzo	1.468	1.246	1.120
Junio	1.874	1.643	1.617
Septiembre	1.645	1.411	1.008
Diciembre	1.687	1.476	1.714
1984			
Marzo	1.695	1.537	1.323
Junio	1.750	1.566	1.710
Septiembre	1.946	1.837	2.147
Diciembre	1.683	1.600	1.915

Fuente: Banco Central de la República Argentina

Cuadro 12. Argentina: Precios relativos de ciertos activos

Período	PCARWPI	PCARUS	PAPTWPI	PAPTUS	PCATWPI	PCATUS
1977						
Marzo	1.052	0.908	0.846	0.730	1.149	0.991
Junio	0.917	0.833	1.041	0.946	1.089	0.990
Septiembre	1.032	0.997	1.040	1.004	1.195	1.154
Diciembre	1.011	0.973	1.024	0.986	1.054	1.015
1978						
Marzo	1.077	1.097	0.866	0.882	0.874	0.890
Junio	1.085	1.261	1.137	1.321	0.836	0.971
Septiembre	1.174	1.509	1.055	1.356	1.023	1.315
Diciembre	1.179	1.659	1.144	1.610	1.270	1.788
1979						
Marzo	1.077	1.686	0.755	1.183	1.217	1.906
Junio	0.899	1.586	1.133	1.999	1.319	2.326
Septiembre	0.863	1.769	1.441	2.954	1.648	3.377
Diciembre	1.073	2.140	1.233	2.460	1.434	2.860
1980						
Marzo	1.081	2.246	1.397	2.901	1.308	2.718
Junio	1.065	2.445	1.221	2.805	1.412	3.244
Septiembre	1.088	2.613	1.493	3.586	1.258	3.023
Diciembre	1.098	2.784	1.520	3.852	1.100	2.789
1981						
Marzo	1.138	2.618	1.490	3.428	1.018	2.342
Junio	1.128	1.318	1.210	1.414	1.059	1.237
Septiembre	1.202	1.724	1.078	1.545	0.928	1.330
Diciembre	1.093	1.491	0.976	1.330	1.277	1.742
1982						
Marzo	1.267	1.908	0.754	1.136	1.113	1.677
Junio	1.132	1.060	0.713	0.668	1.226	1.148
Septiembre	1.134	1.009	1.103	0.981	1.496	1.331
Diciembre	1.212	1.039	0.884	0.758	1.422	1.220
1983						
Marzo	1.189	1.069	0.985	0.886	1.307	1.175
Junio	...	...	0.940	0.925	1.307	1.286
Septiembre	...	...	0.866	0.619	1.322	0.945
Diciembre	...	...	0.773	0.898	1.203	1.397
1984						
Marzo	...	...	1.082	0.931	1.273	1.096
Junio	...	...	1.007	1.099	1.056	1.153
Septiembre	...	...	0.884	1.034	1.516	1.773
Diciembre	...	...	0.975	1.167	1.018	1.219

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Cuadro 13. Argentina: Comportamiento del mercado accionario

(Base: enero de 1978 = 1)

Período	Índice del valor de las acciones		
	Valor nominal	Deflactado por el IPM	Deflactado por el tipo de cambio
1977			
Marzo	0.853	1.837	1.586
Junio	0.712	1.279	1.162
Septiembre	0.528	0.742	0.717
Diciembre	0.565	0.622	0.599
1978			
Marzo	1.786	1.555	1.584
Junio	1.667	1.165	1.354
Septiembre	3.195	1.837	2.360
Diciembre	3.177	1.439	2.026
1979			
Marzo	6.416	2.265	3.547
Junio	13.493	3.715	6.554
Septiembre	11.320	2.402	4.923
Diciembre	12.139	2.403	4.795
1980			
Marzo	21.488	3.772	7.836
Junio	14.578	2.179	5.003
Septiembre	15.382	2.109	5.066
Diciembre	12.477	1.569	3.976
1981			
Marzo	15.198	1.692	3.892
Junio	13.035	1.007	1.177
Septiembre	14.578	0.853	1.222
Diciembre	22.918	1.028	1.403
1982			
Marzo	19.809	0.706	1.064
Junio	34.384	0.917	0.858
Septiembre	57.926	0.872	0.776
Diciembre	61.150	0.667	0.572
1983			
Marzo	98.127	0.744	0.669
Junio	181.043	1.018	1.002
Septiembre	287.462	0.988	0.706
Diciembre	468.200	1.001	1.162
1984			
Marzo	1,184.650	1.658	1.427
Junio	1,323.600	1.117	1.220
Septiembre	1,487.820	0.715	0.836
Diciembre	2,345.670	0.691	0.827

Fuentes: Indicadores de Coyuntura, varios números y Boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, varios números.

Cuadro 14. Argentina: Tasas de interés reales correspondientes a índices de precios seleccionados

(Base: Enero de 1978 = 1)

Período	Índice deflactor 1/						
	Salarios	IPM	Tipo de cambio	Automóviles	Departamentos usados	Ganado	Precios de las acciones
1977							
Mar.	0.631	0.895	0.772	0.851	1.058	0.779	0.487
Jun.	0.730	0.864	0.785	0.942	0.829	0.793	0.675
Sep.	0.797	0.856	0.827	0.829	0.823	0.717	1.154
Dic.	1.122	0.972	0.936	0.962	0.950	0.922	1.562
1978							
Mar.	1.215	1.058	1.078	0.982	1.221	1.211	0.680
Jun.	1.185	1.078	1.252	0.993	0.948	1.290	0.925
Sep.	1.481	1.108	1.424	0.944	1.050	1.083	0.603
Dic.	1.082	1.088	1.532	0.923	0.951	0.856	0.756
1979							
Mar.	1.188	1.045	1.636	0.970	1.383	0.859	0.461
Jun.	1.053	1.003	1.769	1.116	0.885	0.760	0.270
Sep.	1.108	0.970	1.988	1.124	0.673	0.589	0.404
Dic.	1.214	1.115	2.225	1.040	0.904	0.778	0.464
1980							
Mar.	1.150	1.180	2.451	1.091	0.845	0.902	0.313
Jun.	1.205	1.185	2.720	1.113	0.970	0.839	0.544
Sep.	0.867	1.300	3.122	1.195	0.871	1.033	0.616
Dic.	0.908	1.404	3.559	1.278	0.924	1.276	0.895
1981							
Mar.	1.081	1.594	3.666	1.400	1.069	1.565	0.942
Jun.	1.031	1.496	1.747	1.326	1.236	1.413	1.485
Sep.	1.183	1.576	2.259	1.310	1.462	1.698	1.848
Dic.	1.093	1.541	2.102	1.410	1.580	1.207	1.499
1982							
Mar.	1.384	1.552	2.338	1.225	2.059	1.394	2.197
Jun.	1.776	1.488	1.393	1.314	2.087	1.214	1.623
Sep.	0.881	1.018	0.906	0.898	0.923	0.681	1.167
Dic.	0.722	0.941	0.808	0.777	1.065	0.662	1.411
1983							
Mar.	0.717	0.893	0.803	0.752	0.907	0.684	1.200
Jun.	0.546	0.897	0.883	...	0.955	0.686	0.881
Sep.	0.548	0.774	0.553	...	0.893	0.585	0.783
Dic.	0.502	0.741	0.860	...	0.958	0.616	0.740
1984							
Mar.	0.437	0.673	0.579	...	0.621	0.528	0.406
Jun.	0.384	0.601	0.656	...	0.597	0.569	0.538
Sep.	0.298	0.548	0.640	...	0.620	0.361	0.766
Dic.	0.354	0.566	0.678	...	0.581	0.556	0.819

Fuentes: Los datos básicos fueron provistos por el Banco Central de la República Argentina y extraídos de los Cuadros 12 y 13.

1/ Valor del préstamo deflactado según diferentes índices de precios. El préstamo asume un valor nominal de uno en enero de 1978 y su variación trimestral obedece a los intereses acumulados (a la tasa activa promedio de mercado). Los deflatores son los índices de precios incluidos en los Cuadros 12 y 13.

Cuadro 15. Argentina: Coeficientes Financieros Seleccionados de Firms Industriales

Concepto		1977	1980 III	1981 IV
Coeficientes de Liquidez: (Activos corrientes-Inventarios/ Pasivos corrientes)	X	0.619	0.545	0.919
	M	0.759	0.693	0.698
	NT	0.756	0.651	0.650
Coeficiente de la Deuda-capital: (Deuda total/activos totales)	X	0.406	0.443	0.440
	M	0.455	0.503	0.531
	NT	0.440	0.543	0.579
Coeficiente de activos ext.netos: (Activos externos netos/activos totales)	X	-0.007	-0.028	0.015
	M	-0.046	-0.081	-0.112
	NT	-0.021	-0.090	-0.118

Fuente: Petrei y Tybout (1985)

Nota: X: productores de bienes exportables
M: productores de bienes importables
NT: productores de bienes no comerciables

Cuadro 16. Argentina: Indice de fragilidad de las Firms Industriales

Período	Coeficientes de Fragilidad por Tipo de Firma			Coeficiente Deuda/Capital por Tipo de Firma	
	Normal	Bajo veeduría judicial	Total	Normal	En quiebra y bajo veeduría judicial
1977	307	272	313	0.85	1.41
1978	394	365	375	0.90	1.41
1979	304	337	293	0.85	1.78
1980	298	7,407	335	1.11	3.45
1981	297	11,105	330	1.97	3.04

Fuentes: Dreizzen (1984); y Banco Mundial (1984).

Cuadro 17. Argentina: Pasivos Totales de las Firms en Quiebra

(En australes)

Período	Pasivos de firmas declaradas en quiebra a lo largo del Trimestre 1/		
	En términos nominales	Deflación por índice de precio mayorista	Deflación por crédito bancario para el Sector Privado
1977	3.404	3.985	4.693
I	7	16	48
II	66	121	76
III	248	380	913
IV	3.083	3.468	3.656
1978	17.499	10.099	16.057
I	2.293	2.143	7.615
II	2.151	1.639	3.302
III	1.768	1.094	2.155
IV	11.287	5.223	2.985
1979	73.693	16.452	28.788
I	2.854	1.033	8.123
II	3.387	1.055	2.975
III	25.201	5.720	9.469
IV	42.251	8.644	8.221
1980	209.485	29.024	22.517
I	25.583	4.249	7.969
II	22.195	3.509	4.072
III	39.969	5.639	4.870
IV	123.758	15.627	5.606
1981	440.127	35.799	41.854
I	102.124	11.768	19.118
II	171.723	15.059	11.556
III	58.260	3.776	8.013
IV	108.020	5.196	3.167
1982	1.382.678	39.151	43.733
I	758.210	28.021	27.960
II	170.760	5.105	9.013
III	112.261	2.062	4.522
IV	341.447	3.963	2.238
1983	2.049.399	7.781	12.695
I	187.910	1.553	4.955
II	168.024	1.078	1.533
III	688.781	2.851	3.464
IV	1.044.684	2.299	2.743
1984	15.317.202	10.741	18.956
I	1.810.683	2.879	5.841
II	2.238.114	2.145	3.026
III	5.527.367	3.874	8.671
IV	5.741.038	1.843	1.418

Fuentes: Indicadores de Coyuntura, diversas ediciones; y Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales.

1/ Comprende datos de firmas que se presentaron en quiebra o solicitaron convocatoria de acreedores ante los Tribunales de Capital Federal en cada trimestre.

Cuadro 18. República Argentina: Participaciones Sectoriales en los Pasivos Totales de las empresas en Quiebra

(En %)

Año	Agricultura	Minería	Industria	Construcción	Comercio	Otros
1977	0.3		66.2	22.3	8.2	3.0
1978	1.7		29.7	0.5	13.3	53.8
1979	1.8	0.6	53.7	0.2	4.9	38.9
1980	1.9	2.4	83.9	3.2	6.4	2.1
1981	8.5	2.4	55.9	15.8	11.1	6.1
1982	2.3	0.0	58.6	2.7	14.5	22.1
1983	2.4		52.8	19.3	7.8	17.7
1984	0.2	0.0	72.4	7.0	6.5	13.6

Fuente: Indicadores de Coyuntura, números varios.

Cuadro 19. Argentina: Número y Tipos de Instituciones Financieras 1976-1983

(Número de instituciones a fin de año)

Concepto	1976		1977		1978		1979		1980		1981		1982		Marzo 1983	
	Casa Central	Sucursales	Casa Central	Sucursales	Casa Central	Sucursales	Casa Central	Sucursales	Casa Central	Sucursales	Casa Central	Sucursales	Casa Central	Sucursales	Casa Central	Sucursales
Bancos Comerciales	111	2.906	112	2.951	150	3.101	211	3.720	207	3.714	199	3.787	197	3.957	203	4.336
Públicos de la Nación	1	553	1	561	1	556	1	573	1	570	1	572	2	553	2	553
Públicos de Provincias	24	976	24	1.025	24	1.025	24	1.056	24	1.085	24	1.104	24	1.112	24	1.133
Públicos de Municipalidades	4	51	5	51	5	56	5	59	5	62	5	65	5	67	5	69
Privados de capital nacional	64	1.100	65	1.132	102	1.290	161	1.814	151	1.784	137	1.705	133	1.868	140	2.140
Privados extranjeros	18	226	17	202	18	204	20	218	26	215	32	341	33	346	32	341
Bancos de Desarrollo	2	33	2	33	2	33	2	33	2	33	2	33	2	33	2	33
Públicos de la Nación	1	33	1	33	1	33	1	33	1	33	1	33	1	33	1	33
Públicos de Provincias	1	-	1	-	1	-	1	-	1	-	1	-	1	-	1	-
Bancos de Inversión	4	-	4	-	2	-	4	-	2	-	2	-	2	-	2	-
Públicos de Provincias	-	-	1	-	1	-	1	-	1	-	1	-	1	-	1	-
Privados de capital nacional	4	-	3	-	2	-	2	-	1	-	1	-	1	-	1	-
Privados extranjeros	-	-	-	-	-	-	1	-	1	-	1	-	1	-	1	-
Bancos Hipotecarios	1	51	1	52	1	52	1	52	1	52	1	52	1	52	1	52
Públicos de la Nación	1	40	1	40	1	40	1	40	1	40	1	40	1	40	1	40
Cajas de Ahorro	1	40	1	40	1	40	1	40	1	40	1	40	1	40	1	40
Públicas de la Nación	1	40	1	40	1	40	1	40	1	40	1	40	1	40	1	40
Cajas de Crédito 1/	424	43	423	34	377	173	104	15	92	24	92	26	76	23	71	24
Compañías financieras 1/	60	40	60	56	136	147	142	205	135	216	126	218	111	214	102	209
Sociedades de Ahorro y Préstamo 1/	-	-	35	52	35	56	31	43	28	40	25	33	22	35	19	36
Sociedades de Crédito para el Consumo 1/	69	88	65	78	14	20	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL	692	3.171	723	3.298	721	3.621	496	4.106	469	4.119	449	4.199	413	4.364	402	4.641

Fuente: Banco Mundial (1984).

1/ Privadas nacionales.

Cuadro 20. Argentina: Inspecciones de Instituciones Financieras

Concepto	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
<u>Bancos (incluyendo Cajas de Ahorro)</u>							
Inspeccionados	...	41 <u>1/</u>	30 <u>1/</u>	...	...	...	...
Número total de bancos	...	...	...	...	...	...	...
Porcentaje inspeccionado	120	139	188	217	210	205	207
	...	30	16	...	...	...	...
<u>Instituciones financieras no bancarias</u>							
Inspeccionados	...	...	...	...	...	...	...
Número total de instituciones financieras no bancarias	305	123	77	...	...	...	...
Porcentaje inspeccionado	588	583	421	266	249	226	200
	52	21	18	...	...	...	...
<u>Total de Instituciones Financieras</u>							
Inspeccionadas	...	164	107	...	60	78	80
Número total de instituciones financieras	708	722	609	483	459	431	407
Porcentaje inspeccionado	...	23	18	...	13	18	20

Fuentes: Cuadro 18; y Banco Central de la República Argentina, Memoria Anual, varios números.

1/ Incluye 38 inspecciones parciales en 1978 y 4 en 1979.

Nota: El número total de instituciones financieras de cada tipo corresponde al promedio de aquellas existentes a fin de año y aquellas existentes a fin del año anterior.

Cuadro 21. República Argentina: Participación de los Préstamos con Problemas en el total de Préstamos bancarios por Sector de la Economía
(Según porcentual a fin de período)

Participación de préstamos con problemas según sector de la economía ^{1/}	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Sector primario	1.71	1.71	0.35	2.15	2.73	3.52	11.71
Manufacturas	2.80	3.00	0.70	1.07	1.95	3.43	12.83
Electricidad, gas y agua	0.02	1.08	0.47	0.02	0.37	0.17	0.33
Construcción	4.93	2.44	1.43	1.85	1.74	2.32	6.28
Comercio, Servicios	4.93 0.51	1.26 0.27	0.60 0.19	3.47 0.85	3.72 1.23	3.18 0.71	10.61 3.45
Total ^{2/}	1.95	1.79	0.53	1.52	2.22	2.62	9.13

Fuente: Banco Central de la República Argentina, Boletín Estadístico, varias ediciones.

^{1/} Esta categoría incluye todos los préstamos actualmente en mora durante más de diez días y los que en el pasado se encontraron en mora por más de diez días y respecto de los que se llegó a acuerdos de regularización de pagos.

^{2/} Excluye los préstamos personales y los préstamos para actividades no clasificadas.

Cuadro 22. República Argentina: Distribución de los depósitos entre Grupos de Entidades en determinadas fechas

(En %)

Período	Bancos Estatales	Bancos Extranjeros	Restantes Instituciones Financieras
<u>A fines de:</u>			
Marzo de 1980	35.7	8.6	55.7
Abril de 1980	40.9	10.2	48.9
Mayo de 1980	43.6	10.6	45.8
Junio de 1980	42.7	10.4	46.9
Septiembre de 1981	38.9	12.2	48.9
Junio de 1982	40.0	12.7	47.3
Junio de 1983	48.0	12.0	40.0
Marzo de 1984	44.7	15.1	40.2

Fuente: Banco Central de la República Argentina, Boletín Estadístico, varios números.

Cuadro 23. República Argentina. Evolución del Sistema Bancario

(En miles de Australes)

Período	Créditos del Sistema Bancario en términos reales 1/		Participación financiada por depósitos	
	Del Sector Privado	Total	De créditos en pesos al Sector Privado	Total de Créditos
<u>1977</u>				
I	329	407	0,497	0,403
II	410	508	0,609	0,491
III	465	560	0,635	0,528
IV	478	584	0,672	0,550
<u>1978</u>				
I	471	642	0,742	0,544
II	485	677	0,789	0,565
III	518	684	0,825	0,624
IV	552	703	0,713	0,559
<u>1979</u>				
I	542	716	0,784	0,593
II	581	744	0,782	0,611
III	604	753	0,791	0,635
IV	792	989	0,728	0,584
<u>1980</u>				
I	875	1.086	0,716	0,575
II	910	1.122	0,634	0,514
III	989	1.215	0,662	0,539
IV	1.049	1.261	0,633	0,527
<u>1981</u>				
I	1.148	1.396	0,611	0,502
II	1.099	1.333	0,520	0,429
III	1.021	1.317	0,578	0,448
IV	996	1.285	0,534	0,414
<u>1982</u>				
I	936	1.259	0,592	0,440
II	881	1.216	0,535	0,388
III	798	1.109	0,366	0,264
IV	752	999	0,383	0,288
<u>1983</u>				
I	694	929	0,466	0,348
II	692	918	0,467	0,352
III	600	785	0,473	0,362
IV	621	785	0,505	0,400
<u>1984</u>				
I	597	757	0,548	0,432
II	550	701	0,557	0,437
III	501	650	0,562	0,433
IV	556	731	0,543	0,413

Fuente: Fondo Monetario Internacional, "International Financial Statistics".

1/ Deflactado según el índice de Precios Mayoristas.

Cuadro 24. República Argentina: Agregados monetarios en términos reales

(En miles de australes)

Período	M1	Quasi-dinero	M2
<u>1977</u>			
I	23.480	17.831	41.354
II	25.023	24.293	49.510
III	23.339	28.644	51.767
IV	19.699	30.468	50.303
<u>1978</u>			
I	19.214	33.158	52.317
II	19.254	34.758	53.856
III	19.839	37.710	57.660
IV	19.215	36.809	56.142
<u>1979</u>			
I	19.068	37.188	56.288
II	18.930	40.332	58.909
III	18.542	41.867	60.680
IV	19.897	49.629	69.539
<u>1980</u>			
I	21.147	51.642	72.928
II	21.020	48.607	69.132
III	21.633	51.435	73.441
IV	21.360	50.127	71.446
<u>1981</u>			
I	18.539	46.499	65.266
II	15.259	42.855	57.663
III	14.670	44.589	59.697
IV	14.870	45.686	60.308
<u>1982</u>			
I	14.033	44.305	58.581
II	17.329	44.652	61.587
III	16.155	33.801	50.172
IV	15.216	30.005	45.232
<u>1983</u>			
I	13.784	29.072	42.967
II	13.487	28.811	42.050
III	12.794	27.144	40.123
IV	12.822	27.354	40.128
<u>1984</u>			
I	13.740	27.902	41.732
II	12.986	26.085	38.850
III	11.344	23.488	34.996
IV	10.464	23.045	33.440

Fuente: Banco Central de la República Argentina, Boletín Estadístico (varios números).

Notas: Promedio trimestral de saldos a fin de mes.

M1 = Circulante en poder del público más depósitos a la vista del sector privado.

Quasi-dinero: Depósitos en caja de ahorro y a plazo y "otros depósitos" del sector privado (los intereses acumulados constituyen un elemento muy importante de "otros depósitos").

M2 = M1 más quasi dinero.

1/ Deflactado por IPC.

Cuadro 25. República Argentina: Variaciones en las Fuentes de Creación de la Base Monetaria

Período	Préstamos del Banco Central a Instituciones Financieras como proporción de la Base Monetaria (Porcentual)
29 de febrero de 1980	1.87
31 de marzo de 1980	2.76
30 de abril de 1980	30.82
30 de junio de 1980	32.24
30 de diciembre de 1980	50.12
30 de diciembre de 1981	81.61
30 de diciembre de 1982	110.11
30 de diciembre de 1983	69.03

Fuente: Banco Central de la República Argentina, Boletín Estadístico y Memoria Anual, varios números.

Cuadro 26. República Argentina: Participación de las Diversas Fuentes en la Expansión de los Pasivos del Banco Central

(En %)

Concepto	Datos a fin de año							
	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
a. <u>En Fondos de Reserva</u>								
Activos Externos Netos	48.33	87.08	129.74	65.71	61.39	36.91	14.59	30.65
Créditos Netos contra el Gobierno	37.22	41.85	31.94	53.62	94.06	26.49	79.76	78.93
Créditos contra Instituciones Financieras	17.22	8.85	7.44	50.11	81.61	110.42	70.53	89.78
b. <u>Total de Pasivos del Banco Central</u>								
Activos Externos Netos	47.28	63.27	76.72	38.78	25.89	21.24	8.85	15.38
Créditos Netos contra el Gobierno	36.41	30.41	18.89	31.65	39.67	15.24	48.38	39.60
Créditos contra Instituciones Financieras	16.85	6.43	4.40	29.57	34.42	63.52	42.78	45.04

Fuente: Fondo Monetario Internacional, "International Financial Statistics Yearbook," 1985.

Cuadro 27. República Argentina: Efectos Iniciales de la Redistribución de la Riqueza debido a la Regulación de las Tasas de Interés de 1982 1/

Período	Subsidio a Prestatarios con respecto a:		Costo para el Depositante		
	Inflación	Tasa Activa	Depósitos a Plazo y en Caja de Ahorro		Depósitos en Cuenta Cte.
	IPM	Real 1977-82	IPM	Tasa Pasiva Real 1977-82	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
(Como porcentaje del PBI)					
1982					
III	6.80	7.34	4.87	4.76	1.13
IV	<u>1.13</u>	<u>1.56</u>	<u>0.84</u>	<u>0.76</u>	<u>0.48</u>
Total	7.93	8.90	5.71	5.52	1.61
1983					
I	0.70	1.12	0.77	0.68	0.63
II	-0.04	0.38	0.25	0.15	0.55
III	1.68	2.07	1.51	1.41	0.85
IV	<u>0.58</u>	<u>0.94</u>	<u>0.65</u>	<u>0.57</u>	<u>0.72</u>
Total	2.92	4.51	3.18	2.81	2.75
Total para 1982/83	10.85	13.41	8.39	8.33	4.36

Fuentes: Banco Central de la República Argentina, Boletín Estadístico (varios números); datos suministrados por el Banco Central de la República Argentina y estimaciones propias.

(1): Incluye solamente los bancos comerciales y de ahorro.

Nota: (a) Las cifras correspondientes a préstamos incluyen a los depósitos indexados.

(b) En las columnas (3) y (4) las cuentas en caja de ahorro se supone que devengan una idéntica tasa de interés a los depósitos a plazo.

I N D I C E

	<u>Página</u>
Resumen	2
I. Introducción y Panorama General de la Bibliografía	3
1. Introducción	3
2. Panorama General de la Bibliografía sobre las crisis financieras	3
II. El Contexto Económico	6
1. La evolución del PBI y sus componentes	7
2. El comportamiento de los agregados monetarios y crediticios	7
3. El comportamiento de las tasas de interés	8
4. Liberalización del Sector Externo	10
5. Política salarial	12
6. Variación en los precios de los activos	12
7. El efecto combinado de las variaciones en las tasas de interés y en los precios relativos	14
8. Deuda de las empresas	15
9. Quiebras comerciales	16
III. La Crisis Financiera	16
1. El sistema financiero antes de la crisis	16
2. La Crisis	21
IV. Conclusiones	29

**COMENTARIO DE GUILLERMO
ROZENWURCEL AL TRABAJO DE
TOMAS J. BALIÑO ***

Rozenwurcel, Guillermo:

Egresado de la Universidad de Buenos Aires y de la Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro. Fue profesor Adjunto de la Universidad de Buenos Aires e Investigador del Centro de Estudios de Estado y Sociedad.

* Trabajo presentado en las X Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo 28 y 29 de abril de 1988 - ORGANIZADAS POR EL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA.

El trabajo se propone estudiar las causas y consecuencias de la crisis financiera desencadenada en marzo de 1980, analizando para ello tanto los factores externos como los factores internos al sistema financiero que pudieran estar vinculados con el origen y desarrollo de dicha crisis.

Lo que primero salta a la vista es su carácter sumamente completo y detallado. En tal sentido, puede decirse que el trabajo toma en cuenta prácticamente toda la literatura relevante, cubre la mayor parte de los aspectos asociados a dicha crisis y sustenta todos sus argumentos con las cifras y datos estadísticos pertinentes.

En síntesis, el trabajo logra reunir, sistematizar y analizar prácticamente todos los argumentos presentados hasta el momento sobre la crisis financiera iniciada en 1980 y, desde ese punto de vista, constituye un muy valioso aporte al debate del tema en cuestión.

A partir de esta apreciación, expondré a continuación algunas de las reflexiones y comentarios que me suscita el trabajo.

1. En relación a la revisión de la literatura teórica que se desarrolla en la primera parte y que sirve de marco para el análisis posterior, tal vez sería conveniente explicitar las siguientes cuestiones:

a. las teorías que pretenden explicar las crisis en un plano de análisis muy general o sistémico (tanto las de cuño monetarista como las que asocian las crisis a la evolución del ciclo económico), pueden, a lo sumo, demostrar la posibilidad de las crisis, pero de ninguna manera su inevitabilidad. Esto es de obvia importancia si uno está preocupado, como lo está el autor, por extraer del análisis enseñanzas útiles para la prevención de futuras crisis.

b. siguiendo con esta línea de razonamiento, el desencadenamiento efectivo de una crisis está estrechamente asociado a dos factores: i) el grado de reversibilidad de las decisiones tomadas por los agentes económicos y, ii) la frustración y el cambio brusco de las expectativas de dichos agentes. El primer punto alude a la extrema dificultad y elevado costo de revertir cierto tipo de decisiones (por ejemplo las inversiones en activos fijos) ante cambios imprevistos; el segundo a la incertidumbre inherente al funcionamiento de la economía cuyas raíces están en el carácter no-recurrente de dicho funcionamiento. Evidentemente, no es mucho lo que la política económica puede hacer para enfrentar el problema de la irreversibilidad de las decisiones de inversión, pero, en cambio, es mucha la influencia que la misma puede tener sobre la mayor o menos previsibilidad de la economía.

c. lo dicho hasta aquí destaca, por otra parte, el carácter históricamente condicionado de las crisis y la importancia del contexto institucional prevaleciente en cada caso. No es casual, en este sentido, que no exista nada parecido a una "teoría general" de las crisis y que los mejores análisis de este fenómeno, incluso

desde el punto vista de la formulación de recomendaciones de política, sean análisis basados en el estudio de casos concretos que, por otra parte, es la perspectiva adoptada por Baliño.

2. En cuanto al análisis de la crisis del '80 propiamente dicha, mi primer comentario se refiere a la clasificación que el autor realiza entre factores exógenos y endógenos al sistema financiero. Toda clasificación tiene, necesariamente, cierta dosis de arbitrariedad pero a mi juicio, tal vez sería más pertinente dividir los factores vinculados a la crisis entre los de carácter macroeconómico y aquéllos asociados al diseño institucional y al funcionamiento del sistema financiero. En esta clasificación sería posible, en principio, separar el impacto que tuvieron sobre la evolución de las tasas de interés (uno de los aspectos fundamentales de la crisis) la política cambiaria por un lado y la reforma financiera de 1977 por el otro.

3. El segundo comentario referido al análisis de la crisis propiamente dicho tiene que ver con el hecho de que si bien Baliño describe y explica prácticamente todos los fenómenos vinculados con la crisis, del texto es muy difícil concluir cuáles fueron, en opinión del autor, los factores causales fundamentales, que elementos operaron como causas secundarias y cuáles actuaron, finalmente, como mecanismos de propagación de la crisis. Esta distinción no sólo es importante para tener una mejor comprensión del fenómeno analizado, sino también desde el punto vista de las enseñanzas para el futuro, sobre todo si se tiene en cuenta que también en la formulación e implementación de políticas los recursos disponibles son escasos.

Aunque no es éste el lugar indicado para explayarme sobre la cuestión, en mi opinión la causa fundamental de la crisis fue la equivocada política de pautas cambiarias aplicada entre diciembre de 1978 y marzo de 1980 y la creciente incertidumbre asociada a su continuidad en función de sus negativos efectos sobre la cuenta corriente del balance de pagos. A mi juicio, en cambio, el diseño institucional del sistema financiero resultante de la reforma de 1977 (en particular la combinación de tasas libres, garantía de depósitos e insuficiente supervisión por parte del Banco Central) operó, más bien, como mecanismo propagador de la crisis. Al respecto, la comparación de la crisis argentina con los episodios ocurridos en Chile y Uruguay más o menos en el mismo período sería una vía interesante de testar esta hipótesis.

4. En lo que se refiere específicamente a los mecanismos de transmisión de las causas macroeconómicas, Baliño enfatiza el sobreendeudamiento que tuvo lugar durante el período de tasas reales negativas de interés y expansión del nivel de actividad entre la segunda mitad de 1978 y fines de 1979, sobreendeudamiento que pasó a afectar primero la solvencia y luego la liquidez de las empresas a medida que las tasas reales se volvían cada vez más positivas, *pari passu* con el aumento de la incertidumbre sobre la continuidad de la política cambiaria.

Sin duda este fue uno de los canales a través de los cuales la política macroeconómica incidió en el desencadenamiento de la crisis. Pero a mi juicio existió otro, tanto o más importante que éste, que el autor no destaca convenientemente. Me refiero a los cambios en los portafolios de activos y pasivos del sector privado inducidos por el atraso cambiario y que se manifestaron en una intensa fuga de capitales a partir del segundo semestre de 1980. Dicho sea de paso, el comienzo de la fuga de capitales marca, a mi juicio, el momento de profundización de la crisis y de pérdida de control de la situación por parte de la conducción económica, motivo por el cual concentrarse excesivamente en la liquidación del BIR como instante culminante de la crisis (postura que parece asumir el trabajo) en vez de concebir a ésta como un proceso que se extiende en el tiempo tiende a confundir en alguna medida el análisis.

La magnitud de la recomposición de los portafolios privados iniciada en la segunda mitad del '80, y su importancia en la profundización de la crisis se manifiestan, por otra parte, en la evolución de algunas series, como por ejemplo la de inversión que comienza a caer fuertemente a partir del III.1980, y las de composición del endeudamiento total del sector privado y de composición del endeudamiento externo total, que también experimentan cambios significativos consistentes con la recomposición de los portafolios privados arriba mencionada a partir de dicho trimestre. Por otra parte, la evolución de los balances de una muestra de grandes empresas analizada en Damill-Fanelli (1987)^{1/} sugiere que, al menos en dichas empresas, el nivel de endeudamiento no fue un problema demasiado serio (muchas de ellas eran, en realidad, acreedores netas del sistema financiero) y, en cambio, los ajustes de portafolio fueron de dimensiones muy significativas.

5. Mi último comentario se refiere al papel del sector público. Ya destacué más arriba la importancia que, a mi juicio, tienen las políticas macroeconómicas en el desencadenamiento de una crisis. No es menos decisiva su intervención como mecanismo explícito de coordinación de las decisiones privadas, prestamista de última instancia y socializador de pérdidas, en la forma en que se produce el desenlace y la superación de las crisis.

En el caso de la crisis de 1980, el autor señala con acierto varias de las consecuencias de la intervención del estado. Al menos tres de ellas son, a mi juicio, de singular importancia para entender la evolución reciente de la economía argentina: a) la combinación del salvataje generalizado de entidades financieras instrumentado a través de la política de redescuentos con posterioridad a la liquidación del BIR fue efectiva, como destaca Baliño, para contener el pánico de los depositantes, pero su combinación con el régimen de libertad cambiaria vigente en ese entonces (que sólo se modificó al desencadenarse el conflicto del Atlántico Sur) facilitó enormemente la fuga de capitales por parte del sector privado, b) la política de endeudamiento externo del sector público que paralelamente siguió el gobierno para sostener su política cambiaria en medio de la crisis financiera, culminó con la estatización prácticamente total de la deuda externa del país, hecho que está en la raíz del agravamiento de los desequilibrios fiscales posteriores a la crisis y, c) la licuación indiscriminada de pasivos domésticos propiciada en 1982 para solucionar el problema del sobreendeudamiento empresario generó, como correctamente puntualiza Baliño, una enorme transferencia de riqueza de acreedores a deudores y ocasionó un acelerado proceso de desmonetización que aún hoy sufre la economía argentina.

NOTAS

^{1/} Damill, M. y Fanelli, J.M. (1987), "Decisiones de cartera y transferencias de riqueza en un período de inestabilidad macroeconómica", Serie Seminarios N° 12/1987, ITDT.

**UNA EVIDENCIA EMPIRICA SOBRE
LA ESTABILIDAD DEL PROCESO
INFLACIONARIO ARGENTINO
(1979-1987) ***

por Hugo R. Balacco

* Trabajo presentado en las XI Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo
22 y 23 de junio de 1989 - ORGANIZADAS POR EL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA
ARGENTINA.

I. INTRODUCCION

El objetivo de este estudio es el de realizar un análisis empírico del modelo de hiperinflación de Cagan (1956) en la experiencia inflacionaria argentina 1978-1986. El trabajo está organizado de la siguiente forma:

En la segunda sección se presenta un resumen teórico del modelo de referencia bajo la hipótesis de expectativas adaptativas y sobre la base de los desarrollos posteriores a la presentación de Cagan, principalmente los debidos a Sargent y Wallace (1973), Dornbusch y Fischer (1985) y Bruno Fischer (1987).

La tercera sección contiene un análisis empírico orientado a fundamentar el esquema adaptativo de expectativas, especificar y estimar una demanda de saldos monetarios reales y obtener las condiciones de estabilidad del modelo. Se exponen los resultados y se comparan con los obtenidos por otros autores que siguieron una línea similar de investigación.

Por último, la cuarta sección contiene las conclusiones.

II. MARCO TEORICO

Las características del modelo teórico (The Money-Only Model) han sido bien analizadas en la literatura indicada precedentemente. Básicamente, se supone economía cerrada y ausencia de sistema bancario-financiero (dinero que no genera interés). El modelo puede también ser compatible con el ingreso real constante o cambios reales no significativos. El sector público enfrenta un déficit totalmente financiado con dinero de alto poder:

$$g = \theta \frac{M}{P} - \theta m \quad (1)$$

donde g es el nivel de déficit real, θ la tasa de expansión monetaria, M la cantidad nominal de dinero y P el nivel general de precios. Así, los cambios en la oferta de dinero están completamente determinados por requerimientos fiscales; un incremento en el nivel de precios conduce a un incremento proporcional en la oferta de dinero (dinero endógeno). (1)

La demanda de saldos monetarios reales depende de la tasa esperada de inflación (Cagan (1956)):

$$\left[\frac{M}{P}\right]^d = m^d = e^{-\alpha \pi^*} \quad [2]$$

siendo α (> 0), la semi-elasticidad de la demanda de saldos monetarios reales respecto de la tasa esperada de inflación (π^*). Bajo el supuesto de equilibrio en el mercado monetario, la tasa de crecimiento en la oferta de saldos monetarios reales debe igualar a la tasa de crecimiento de la demanda:

$$[\theta - \pi] = -\alpha [d\pi/dt] \quad [3]$$

donde π es la tasa actual de inflación. Dado un nivel de gastos constantes (\bar{g}), el cambio en la oferta real de dinero es cero:

$$\dot{m} = [\theta - \pi] = 0. \quad \text{por lo tanto} \quad [4]$$

$$\theta = \pi \quad [5]$$

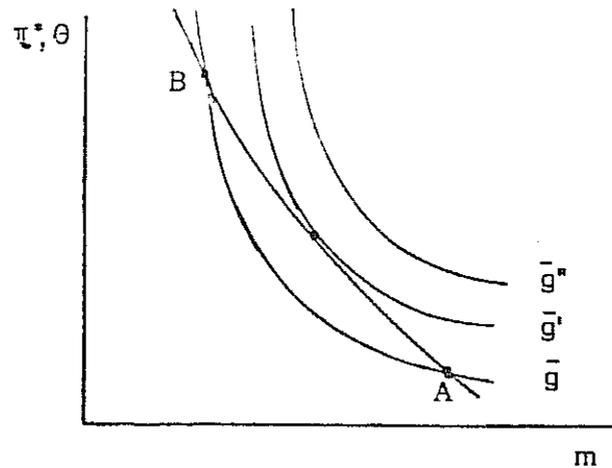
Por otra parte, resolviendo (2) para la tasa esperada de inflación, se obtiene:

$$\pi^* = -\frac{1}{\alpha} \log m \quad [6]$$

Si el proceso de formación de expectativas es del tipo "predicción perfecta", (6) representa una solución para la tasa actual de inflación, Sargent y Wallace (1973).

Las ecuaciones (1), y (5) pueden ser llevadas a un gráfico a los efectos de investigar el equilibrio de la tasa de inflación.

Gráfico N° 1: Equilibrio de la tasa de inflación



Dornbusch y Fischer (1985), entre otros, analizan los dos puntos de equilibrio para un nivel de requerimientos del gobierno constante [$g = \bar{g} (\dot{m} = 0)$] (2). La estabilidad de estos dos puntos depende básicamente del proceso de formación de expectativas. Como se indicó en la primera sección (Introducción), el proceso de formación de expectativas seleccionado a los fines del modelo teórico es el adaptativo convencional:

$$\left[\frac{d\pi^*}{dt} \right] = \beta [\pi - \pi^*] \quad [7]$$

siendo β [$0 \leq \beta \leq 1$], el coeficiente de ajuste de expectativas. Relacionando [3] y [7] se obtiene:

$$\left[\frac{d\pi^*}{dt} \right] = \beta \frac{[\theta - \pi^*]}{[1 - \alpha\beta]} \quad [8]$$

La estabilidad de los puntos A y B depende si $[1 - \alpha\beta]$ es positivo o negativo. Si $\alpha\beta < 1$, A es estable y B inestable. Ocurre lo contrario si $\alpha\beta > 1$; es decir, A es inestable y B es estable. Una segunda situación de inestabilidad se presenta cuando se incrementan las necesidades reales de financiamiento del sector público. En este caso no se alcanzaría un punto de equilibrio estacionario (p.e. \bar{g}''). En ambos casos, la idea central es que un exceso de oferta en el mercado de dinero implica un exceso de demanda en el mercado de bienes. (3)

Por último, cabe destacar que el análisis realizado no ha considerado el efecto Olivera-Tanzi, que consiste en la pérdida de valor real de la recaudación fiscal por rezagos fiscales. Este aspecto puede convertirse en una fuente adicional de inestabilidad, sobre todo, si los rezagos fiscales originan una parte importante de los requerimientos fiscales, Kieguel (1987).

III. INVESTIGACION EMPIRICA

Como se indicó en la introducción, la investigación empírica comprende los siguientes aspectos, un análisis sobre el grado de realismo del supuesto de expectativas adaptables, la demanda de saldos monetarios reales y las condiciones de estabilidad del modelo. Los datos utilizados, en todos los casos, son de frecuencia mensual.

1. LA HIPOTESIS DE LAS EXPECTATIVAS ADAPTABLES

El primer intento de modelar en forma sistemática la revisión de las expectativas en presencia de nueva información, ha sido la hipótesis de las expectativas adaptables introducidas por Cagan (1956) y Nerlove (1958). La idea central del modelo es que los agentes económicos usan la información contenida en los errores de pronóstico pasados a los efectos de revisar las expectativas corrientes.

A pesar del auge que el enfoque de las expectativas racionales, Muth (1961), ha tenido en los últimos veinte años, el modelo adaptativo aún conserva su vigencia. Bruno y Fischer (1987) han señalado que el uso de este esquema está más justificado en condiciones en las cuales no existen datos muy confiables sobre crecimiento de la oferta monetaria y déficit presupuestario, lo cual no es difícil que ocurra en países en vías de desarrollo. Por otra parte, propio de estos países es el problema de la escasa credibilidad en los anuncios oficiales sobre programas y planes de estabilización. Por último, cabe señalar que el uso de un esquema racional requiere algún tipo de conocimiento sobre las relaciones entre las variables; p.e., tasa de inflación y déficit fiscal o componentes del déficit.

El procedimiento utilizado para investigar si la hipótesis adaptativa puede resultar un esquema más adecuado se basa en modelos de series de tiempo de tipo ARIMA (p, d, q) sugerido por Box-Jenkins:

$$\phi(B) \Delta^d Y_t = \delta + \theta(B) \varepsilon_t \quad (9)$$

Siendo $\phi(B)$ y $\theta(B)$ polinomios autorregresivos y de media móvil en el operador de rezagos B , respectivamente, d el número de veces que es necesario rebajar la serie para convertirla en estacionaria y δ una constante.

Holanda Barbosa (1987) ha señalado que la expectativa de la tasa de inflación en un modelo del tipo ARIMA (0,1,1) para la tasa actual de inflación, es consistente con el modelo de Cagan. En efecto:

$$\pi_t = \pi^* + \varepsilon_t = \frac{1-\theta}{1-\theta B} \pi_{t-1} + \varepsilon_t \quad (10)$$

en donde

$$\pi_t^* = E[\pi_t] = \pi_{t-1} - \theta \varepsilon_{t-1} \quad (11)$$

Si se admite que la constante, δ , vale cero, y se reemplaza ε_{t-1} en [11], se obtiene:

$$\pi_t^* = \pi_{t-1} - \theta(\pi_{t-1} - \pi_{t-1}^*) \quad (12)$$

o sea

$$\pi_t^* = (1-\theta) \pi_{t-1} + \theta \pi_{t-1}^* = \frac{1-\theta}{1-\theta B} \pi_{t-1} \quad (13)$$

La estimación del modelo ARIMA (0,1,1) para tasa de inflación en el período 1978:7 - 1985:5 resultó:

$$\Delta \pi_t = 0.00235 - 0.51320 \epsilon_{t-1} \quad (14)$$

[1.41] [-5.37]

SSR = 0.07714 DW = 1.68 y

Q (26) = 33.24 con nivel de significación = 0.19

donde SSR es la suma de residuos al cuadrado y DW y Q son los estadísticos de Durbin-Watson y Ljung-Box respectivamente. Este último con el nivel de significación correspondiente. Los valores entre paréntesis de la ecuación (14) corresponden al cociente t convencional. Por lo tanto, esta evidencia muestra que el proceso ARIMA (0,1,1) no puede ser rechazado para la tasa de inflación en el período analizado.

Sin embargo, en la estimación de este modelo para el período 1978:7-1986:11, el coeficiente estimado de ϵ_{t-1} no resultó significativo. Por esta razón, se optó por un modelo ARIMA (0,1,0), cuya estimación para este período es la siguiente:

$$\pi_t = 0.01684 + 0.83708 \pi_{t-1} \quad R^2 = 0.70 \quad (15)$$

(2.46) [15.15]

SSR = 0.13874 DW = 2.13

Q (30) = 29.09 con nivel de significación = 0.51

Por lo tanto, los resultados sugieren la posibilidad de aproximar el modelo adaptativo por la versión simplista, expectativas estáticas, en donde se espera que se mantengan las condiciones del período anterior. Esta aproximación se utilizará en el punto siguiente a los efectos de simplificar la especificación y estimación de la demanda de saldos monetarios reales. El gráfico N°2 del Anexo contiene los valores observados de la tasa de inflación y los estimados por el modelo ARIMA (0,1,0) en el período 1978:7 y 1986:11, mientras que en gráfico N°3 figuran los residuos estimados de los modelos ARIMA (0,1,1) y ARIMA (0,1,0) para el mismo período.

2. LA DEMANDA DE SALDOS MONETARIOS REALES

Sobre la base del modelo de Cagan, la demanda de largo plazo de saldos monetarios reales puede especificarse de la forma siguiente:

$$\log m_t^d = \alpha_0 + \alpha_1 \log y_t - \alpha_2 \pi_t^* \quad [16]$$

Siendo m^d la demanda por saldos monetarios reales, y es el nivel de ingreso real y π^* la tasa esperada de inflación. Sin embargo, es difícil admitir el ajuste total de los saldos monetarios reales a su nivel deseado en el período corriente. Como señala Corbo (1981), debido a costos de ajuste o cambios inesperados en la cantidad nominal de dinero, en el corto plazo, los saldos monetarios reales no se ajustan instantáneamente. Este desfase puede representarse como la suma de un ajuste parcial logarítmico de tipo Chow (1966) y una medida del desequilibrio de flujos entre los saldos nominales actuales de dinero y los esperados:

$$\Delta \log m_t = \lambda [\log m_t^d - \log m_{t-1}] + (1-\gamma) [\Delta \log M_t - \Delta \log M_t^*] \quad [17]$$

donde M es la oferta nominal de dinero, M^* y $[\Delta \log M_t - \Delta \log M_t^*]$ representan los cambios esperados y no esperados en el crecimiento de la cantidad nominal de dinero y λ, γ son coeficientes de ajuste comprendidos entre cero y uno ($0 \leq \lambda, \gamma \leq 1$). Si γ es igual a uno, [17] se reduce al modelo dinámico estándar de ajuste parcial. Los fundamentos y características del modelo [17] han sido expuestas en Khan (1980).

Sustituyendo la ecuación [16] en [17] se obtiene:

$$\begin{aligned} \log m_t = & \lambda \alpha_0 + \lambda \alpha_1 \log y_t - \lambda \alpha_2 \pi_t^* + (1-\lambda) \log m_{t-1} \\ & + (1-\gamma) [\Delta \log M_t - \Delta \log M_t^*] \end{aligned} \quad [18]$$

Por otra parte, si se supone procesos adaptativos para π^* y M^* del tipo:

$$\Delta \pi_t^* = \beta_1 [\pi_{t-1} - \pi_{t-1}^*], \text{ y} \quad [19]$$

$$\Delta^2 \log M_t^* = \beta_2 [\Delta \log M_t - \Delta \log M_{t-1}^*] \quad [20]$$

se llega, utilizando [18] [19] y [20] e imponiendo la restricción $\beta_1 = \beta_2 = \beta$, al modelo propuesto por Khan and Knight (1982):

$$\begin{aligned} [1 - (1 - \beta)B] \log m_t &= \alpha^* + [1 - (1 - \beta)B] \lambda \alpha_1 \log y_t \\ &\quad - \beta \lambda \alpha_2 \pi_{t-1} + [1 - (1 - \beta)B] (1 - \lambda) \log m_{t-1} \\ &\quad + [1 - \gamma] [\Delta \log M_t - \Delta \log M_{t-1}] \end{aligned} \quad [21]$$

donde B es operador de rezagos, $B^i x_t = x_{t-i}$. La expresión [21] puede simplificarse aproximando el proceso adaptativo por la versión simplista, es decir, utilizando la restricción $\beta = 1$ como se anticipó en el apartado 3.1, se obtiene la siguiente forma reducida restringida (FRR):

$$\begin{aligned} \log m_t &= \alpha^* + \lambda \alpha_1 \log Y_t - \lambda \alpha_2 \pi_{t-1} + (1 - \lambda) \log m_{t-1} \\ &\quad + [1 - \gamma] [\Delta \log M_t - \Delta \log M_{t-1}] \end{aligned} \quad [22]$$

cuya forma reducida irrestricta (FRI) es:

$$\log m_t = a_0 + a_1 \log Y_t + a_2 \pi_{t-1} + a_3 \log m_{t-1} + a_4 [\Delta \log M_t - \Delta \log M_{t-1}] \quad [23]$$

La estimación de la ecuación (23) puede efectuarse por Mínimos Cuadrados Ordinarios y dado que los coeficientes de la FRR están identificados es posible estimarlos a través del modelo irrestricto (FRI). Sin embargo, este procedimiento no permite obtener los errores estimados de algunos coeficientes de la FRR, p.e. de $\hat{\alpha}_1$, $\hat{\alpha}_2$ y $\hat{\lambda}$. Por ello, se optó por estimar la ecuación (22) por el método de los Mínimos Cuadrados No Lineales (MCNL). Esta metodología no sólo posibilita la estimación puntual de los coeficiente de la FRR sino también los correspondientes valores de t convencionales. La estimación de la ecuación (22), bajo la restricción $\beta_1 = 1$, se llevó a cabo para dos períodos diferentes, 1978:8 - 1985:5 y 1978:8 - 1986:11. Los resultados fueron los siguientes:

Período 1978:8 - 1985:5

	$\hat{\alpha}_0$	$\hat{\alpha}_1$	$\hat{\alpha}_2$	$\hat{\lambda}$	$(1 - \hat{\gamma})$
	-0.82138	2.64522	-4.95427	0.08179	0.47661
(t=)	(-1.78)	(1.39)	(-2.33)	(1.51)	(8.11)

$$R^2 = 0.93$$

$$SSE = 0.05853$$

$$RHO = 0.37482$$

Período 1978:8 - 1986:11

	$\hat{\alpha}_0$	$\hat{\alpha}_1$	$\hat{\alpha}_2$	$\hat{\lambda}$	$(1 - \hat{\gamma})$
	-0.57006	0.74713	-2.92441	0.10942	0.42478
(t=)	(-1.23)	(0.59)	(-2.79)	(2.18)	(7.11)

$$R^2 = 0.91$$

$$SSE = 0.058527$$

$$RHO = 0.47205$$

siendo SSE el error standard de estimación y RHO el coeficiente de autocorrelación estimado de primer orden. Dentro de un criterio convencional los ajustes pueden considerarse satisfactorios y los parámetros estimados resultaron con los signos esperados, aunque los valores estimados de RHO ($\hat{\rho}$) son relativamente altos, sobre todo el correspondiente al período 1978:8 - 1986:11. El test de Chow-Fischer no reveló cambios significativos para el conjunto de parámetros estimados entre ambos períodos. Los gráficos N° 4 y N° 5 contienen los valores observados de $\log m_t$ y estimados según ecuación [22] en los períodos de referencia. (4)

Las estimaciones para la semielasticidad respecto de la tasa esperada de inflación ($\hat{\alpha}_2$) están dentro de los valores señalados en Khan and Knight (1982) (5), aunque en el período 1978:8 - 1986:11 dicha semielasticidad presenta una disminución importante. Por otra, Khan (1980), utilizando un modelo econométrico ligeramente diferente (6), obtuvo un valor estimado para α_2 igual a 1.261, para la Argentina entre 1962 y 1976; período este, caracterizado por una tasa de inflación anual promedio inferior, 67 por ciento, a la que prevaleció entre 1978 y 1987, ver Gráficos N° 6 y N° 7. Estos resultados estarían indicando una relación positiva entre el valor absoluto de α_2 y la tasa de inflación. Este aspecto ya fue observado por Khan en su trabajo de 1980.

Los valores de $\hat{\lambda}$, el coeficiente de ajuste parcial, son bastante bajos y similares a los obtenidos por Khan (1980) (7). Este hecho puede deberse en gran medida a un sesgo por error de especificación dinámica en la demanda de saldos monetarios reales.

En ninguno de los períodos analizados la elasticidad respecto del "ingreso", $\hat{\alpha}_1$, resultó significativa. En gran parte, este resultado quizás se origina en la escasa variabilidad que la variable representativa del ingreso, PBI, tuvo entre 1978 y 1987. Aspecto éste que se agudiza al considerar logaritmos de estimaciones mensuales.

Por último, el coeficiente que mide el impacto del desequilibrio de flujos, $(1-\hat{\gamma})$, resultó significativo en ambos períodos y similares a los obtenidos por Khan (1980) para la Argentina ($(1-\hat{\gamma}) = 0,527$).

3. ANALISIS DE ESTABILIDAD

Los Modelos de Series de Tiempo de tipo ARIMA, para la tasa de inflación, estimados en la sección 3.1, estarían, en general, poniendo de manifiesto la no estacionariedad de los procesos. Esta falta de estacionariedad es más evidente en el período 1978:7 - 1985:5, en el cual, un proceso ARIMA (0,1,1), de varianza infinita, no puede ser rechazado. Para el período 1978:7 - 1986:11, los datos se ajustan mejor a un ARIMA (0,1,0). Sin embargo, testar la hipótesis de camino aleatorio, de varianza también infinita, requiere un procedimiento econométrico adecuado (8). Por otra parte, una simple observación del gráfico N° 7, pone de manifiesto como el proceso, luego del plan Austral, comienza nuevamente a tener características de no estacionariedad.

El modelo desarrollado en la Segunda Sección de este trabajo y el análisis empírico de la demanda de saldos monetarios reales de la sección 3.2., aportarían ciertos elementos necesarios para la interpretación y explicación del comportamiento temporal de la tasa de inflación en los períodos analizados. Todo esto, por supuesto, dentro de las limitaciones impuestas por dicho modelo y la metodología econométrica utilizada.

Como surge de la segunda sección, marco teórico, para un nivel de requerimientos reales constantes del sector público (\bar{g}), existen dos puntos de equilibrio para la tasa de inflación. Si $\alpha\beta < 1$, A es estable y B inestable. Si $\alpha\beta > 1$, A es inestable y B estable. Por lo tanto, utilizando los parámetros estimados de la ecuación (22) es posible hacer algunas consideraciones en términos de estabilidad. Resulta útil también, exponer los resultados de Khan (1980) a los efectos de establecer comparaciones:

Modelo	Período de Tiempo	$\hat{\alpha}_2$	$\hat{\beta}$	$\hat{\alpha}_2 \hat{\beta}$
Khan (1980)	1962-1976	1.261	0.7	0.8827
Ecuación (22)	1978:8-1985:5	4.954	1.0*	4.954
Ecuación (22)	1978:8-1986:6	2.924	1.0*	2.924

(*) Por restricción.

Estos resultados estarían indicando la posible inestabilidad del proceso inflacionario argentino para bajas tasas de inflación. Si bien es cierto que el hecho de estimar la ecuación (22) con la restricción $\beta=1$, implica obtener conclusiones de estabilidad sólo en términos de $\hat{\alpha}_2$, es de esperar que una estimación del modelo sin esta restricción, hubiera arrojado un coeficiente de ajuste de expectativas superior a 0.7, el obtenido por Khan en su estudio de referencia. En efecto, el período 1978:8 - 1986:11 está caracterizado por tasas de inflación promedio superiores a las prevalecientes en el período 1962-1976. Bruno y Fischer (1987), entre otros autores, destacan la asociación positiva entre el coeficiente de ajuste de expectativas β y la tasa de inflación (9). Es decir, una relación en la misma dirección que la existente entre la semielasticidad α_2 y la tasa de inflación. Por todo ello, la evidencia empírica respaldaría la probabilidad de $\alpha_2 \beta > 1$, en el período analizado (1978:7 - 1986:11).

Por último, cabe hacer una reflexión sobre el punto de equilibrio estable de alta inflación cuando $\alpha \beta > 1$: es decir, el punto B del gráfico N° 1, que sugiere la posibilidad de estabilizar el proceso a altas tasas de inflación. La experiencia previa al plan Austral, de características hiperinflacionarias, descartaría esta posibilidad. Al respecto, sería posible ensayar por lo menos una explicación intuitiva. Cuando se acelera el proceso inflacionario aumentarían las necesidades reales de financiamiento del sector público, básicamente debido al efecto Olivera-Tanzi. La curva \bar{g} se trasladaría hacia la derecha de tal forma que no cortaría a la demanda de saldos monetarios reales en ningún punto, p.e., \bar{g}'' (10). Es la segunda situación de inestabilidad a la que se hizo referencia en el modelo teórico. Este hecho, podría verse agravado por un traslado de la curva de saldos monetarios reales hacia el eje de coordenadas en respuesta al proceso de alta inflación. Por ejemplo, debido a un incremento en los costos de mantener saldos monetarios reales en términos de rentabilidad de activos externos, cambios en el coeficiente de ajuste de expectativas, etc. En el futuro, sería interesante profundizar la investigación en esta dirección.

IV. RESUMEN Y CONCLUSIONES

Las conclusiones que surgen de este trabajo están limitadas por el modelo teórico y por el procedimiento econométrico seguido.

El modelo teórico plantea el problema inflacionario originado en el déficit fiscal y su forma de financiamiento a través de emisión monetaria (The Money - Only Model). Dicho modelo ha sido expuesto por varios autores, entre los que se destacan por sus antecedentes, Bruno, M., Dornbusch, R. y Fischer, S., con la finalidad de ofrecer un marco conceptual para la interpretación de procesos de alta inflación y de hiperinflación.

Las expectativas adaptativas puede cuestionarse sobre la base de que los agentes económicos no cometen errores sistemáticos de pronóstico. Sin embargo, un esquema racional de expectativas, de acuerdo al modelo teórico de desarrollo, implica una solución inestable de disminución en la tasa de inflación cuando se incrementan en forma indefinida las necesidades reales de financiamiento del sector público (Kiegel (1987)). Es difícil imaginar una solución de este tipo en la historia económica.

La especificación de la demanda de saldos monetarios reales ha seguido los lineamientos de los modelos de Khan (1980) y de Khan y Knight (1982). También este caso, se trata de modelos específicos para países en vías de desarrollo con altas tasas de inflación.

Por último, cabe señalar que las conclusiones derivadas en términos de inestabilidad a tasas bajas de inflación merece una observación. El proceso inflacionario argentino, en la década del ochenta, no se ha caracterizado, precisamente, por bajas tasas de inflación. Más aún, los planes de estabilización han intentado, básicamente a través del control de precios, sin mayor éxito, la reducción de la tasa de inflación, la cual ha tendido, por lo menos luego de cierto tiempo, a responder primordialmente al desequilibrio fiscal. Tal vez por esta razón, desde un punto de vista práctico sea conveniente concluir afirmando la inestabilidad del proceso sin hacer demasiado incapié en el punto de baja inflación. Por supuesto, esto implica alejarse un poco del marco teórico de referencia (segunda sección) y acercarse a las condiciones originarias de estabilidad de Cagan (1956).

Variables y Fuente de Datos

$$M = M_T$$

Fuente: Banco Central de la República Argentina

π = Tasa de inflación según Índice de Precios al Consumidor
Fuente: INDEC

y = PBI mensualizado
Fuente: Datos originarios trimestrales, FIEL y BCRA.

P = Índice de Precios al Consumidor
Fuente: INDEC

NOTAS

(1) KIEGUEL, M.A., Stability, Budget déficit, and Monetary dynamics of hiperinflation, World Bank, mimeo, 1987, pág. 4-5.

(2) BRUNO, M. and FISCHER, Stanley, Seigniorage, operating rules and the high inflation trap, mimeo, 1987:

"...there may be two equilibria when a government finances its deficit by printing money. The dual equilibrio -a reflection of the laffer curve - imply that an economy may be stuck in a high inflation equilibrium when, whit the some fiscal policy, it can be at a lower inflation rate".

(3) KIEGUEL, M.A., op. cit., pág. 9-10 y footnote 2/.

(4) Un resultado similar en términos de permanencia de parámetros se puede ver en: AHUMADA, H., Econometría Dinámica: Una aplicación a la demanda de billetes y monedas en poder del público, IX Encontro Brasileiro de Econometría, Salvador BA, dezembro 1987.

(5) Ver: KHAN, M.S. y KNIGHT, M., D., Unanticipated Monetary Growth and Inflationary Finance, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 14, N° 3 (August 1982), pág. 348, cita de pie de página N° 6.

(6) KHAN, M. S., Monetary Shocks and the Dynamics of Inflation, Staff Papers, IMF, Vol. 27 N° 2, June 1980, pág. 251-284.

- (7) El valor de $\hat{\lambda}$, para la Argentina fue de 0.238, pero en el experimento de simulación Khan, M.S., consideró un coeficiente promedio igual a 0.1.
- (8) AHUMADA, H., Comentario al trabajo: El proceso inflacionario argentino 1978-1986: un estudio econométrico, XXII reunión de la AAEP, Vol. 4, pág. 51-54. Córdoba, 1987. (Autores del trabajo: H. Balacco y A. Navarro).
- (9) BRUNO, M. and FISCHER S., op. cit., pág. 7 cita de pie de página:
 "... Interpreting β as a measure of the speed of the economy's response to inflation, β is likely to be low when the inflation rate is low and high when inflation is high..."
- (10) DOMPER, J.H. y STREB, Influencia de la estabilización de precios sobre la recaudación tributaria, Mimeo, Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo, BCRA, 1987.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- (1) AHUMADA, H., Econometría dinámica: una aplicación a la demanda de billetes y monedas en poder del público, IX encuentro Brasileiro de Econometría, Salvador BA, dezembro 1987.
- (2) BRUNO, M. and FISCHER, Stanley, Seigniorage, operating rules and the high inflation trap, mimeo 1987.
- (3) CAGAN, P., The Monetary Dynamics of Hiperinflation, in Studies in the Quantity Theory of Money, ed. by M. Friedman (University of Chicago Press, 1956), p.p. 25-117.
- (4) DOMPER, J.H. y STREB, J.M., Influencia de la estabilización de precios sobre la recaudación tributaria, Mimeo, Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo BCRA, Bs.As. 1987.
- (5) DORNBUSCH, R. and FISCHER, S., Stopping Hyperinflations Past and Present, mimeo, 1985.
- (6) HOLANDA BARBOSA, F., de, Indexacao e Realimentacao: A Hipótese do Camino Aleatorio, en Ensaio sobre Inflacao e indexacao (Fundacao Getulio Vargas, 1987), p.p. 43-61.
- (7) KHAN, M., S., Monetary Shocks and the Dynamics of Inflation, Staff papers, IMF, Vol. 27 N° 2, June 1980, pág. 251-284.
- (8) KHAN, M., S. and KNIGHT, Unanticipated Monetary Growth and Inflationary Finance, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 14 N° 3 (August 1982), pág. 347-364.
- (9) KIEGUEL, M.A., Stability, Budget déficit, and monetary dynamics of hiperinflation, World Bank, mimeo, 1987.
- (10) SARGENT, T., and WALLACE, N., Rational Expectations and the Dynamics of Hyperinflation, International Economic Review, Vol. 64 (March 1974), p.p. 102-114.

ANEXO

Gráfico N°2: Valores observados de la tasa de inflación (Tasang) y estimados (EST5) con el modelo ARIMA (0,1,0), período 1978:9 - 1986:11

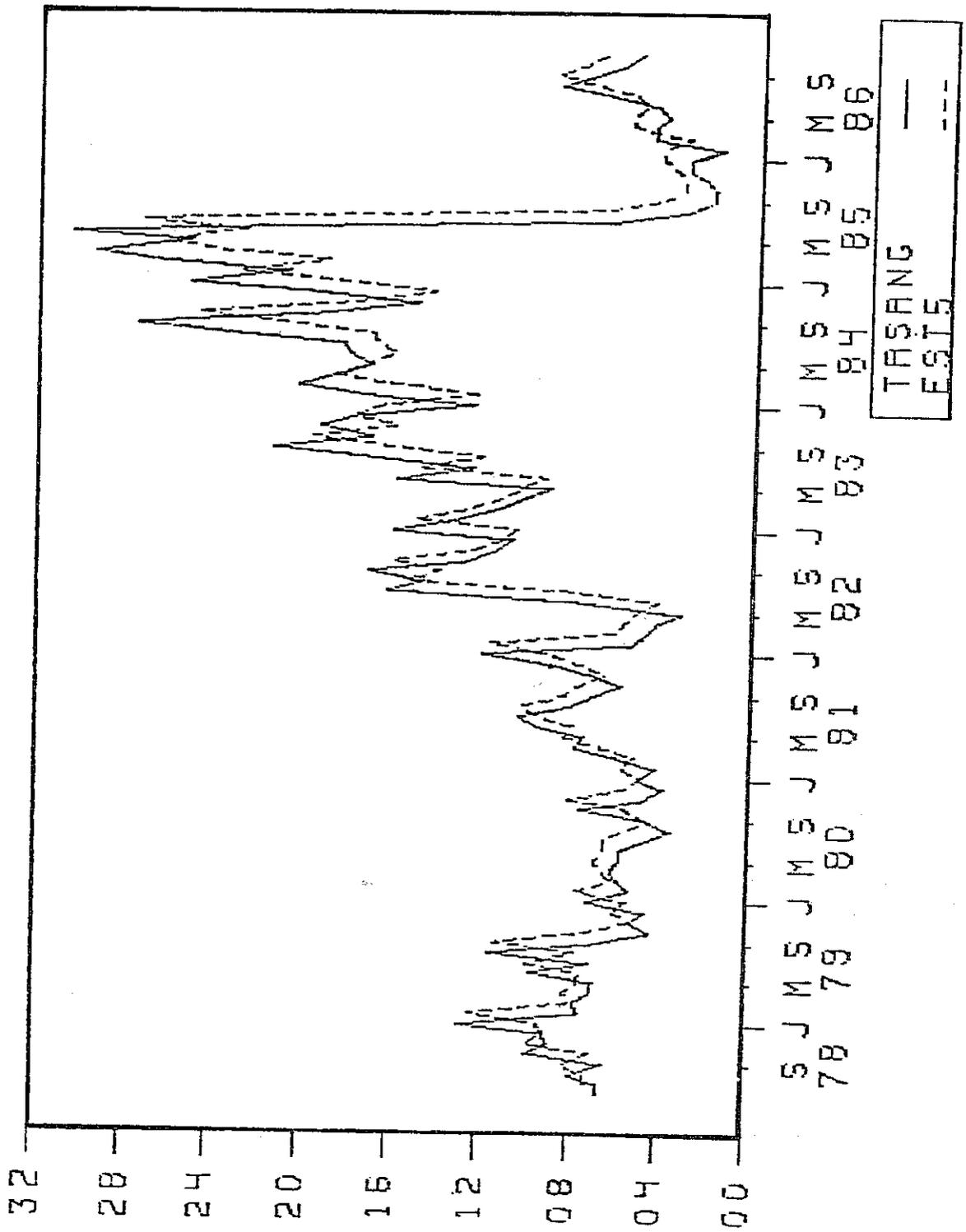


Gráfico N° 3: Residuos correspondientes a los Modelos para la tasa de inflación, ARIMA (0,1,0) (resi4) y ARIMA (0,1,0) (resi6), período 1978:9 - 1986:11

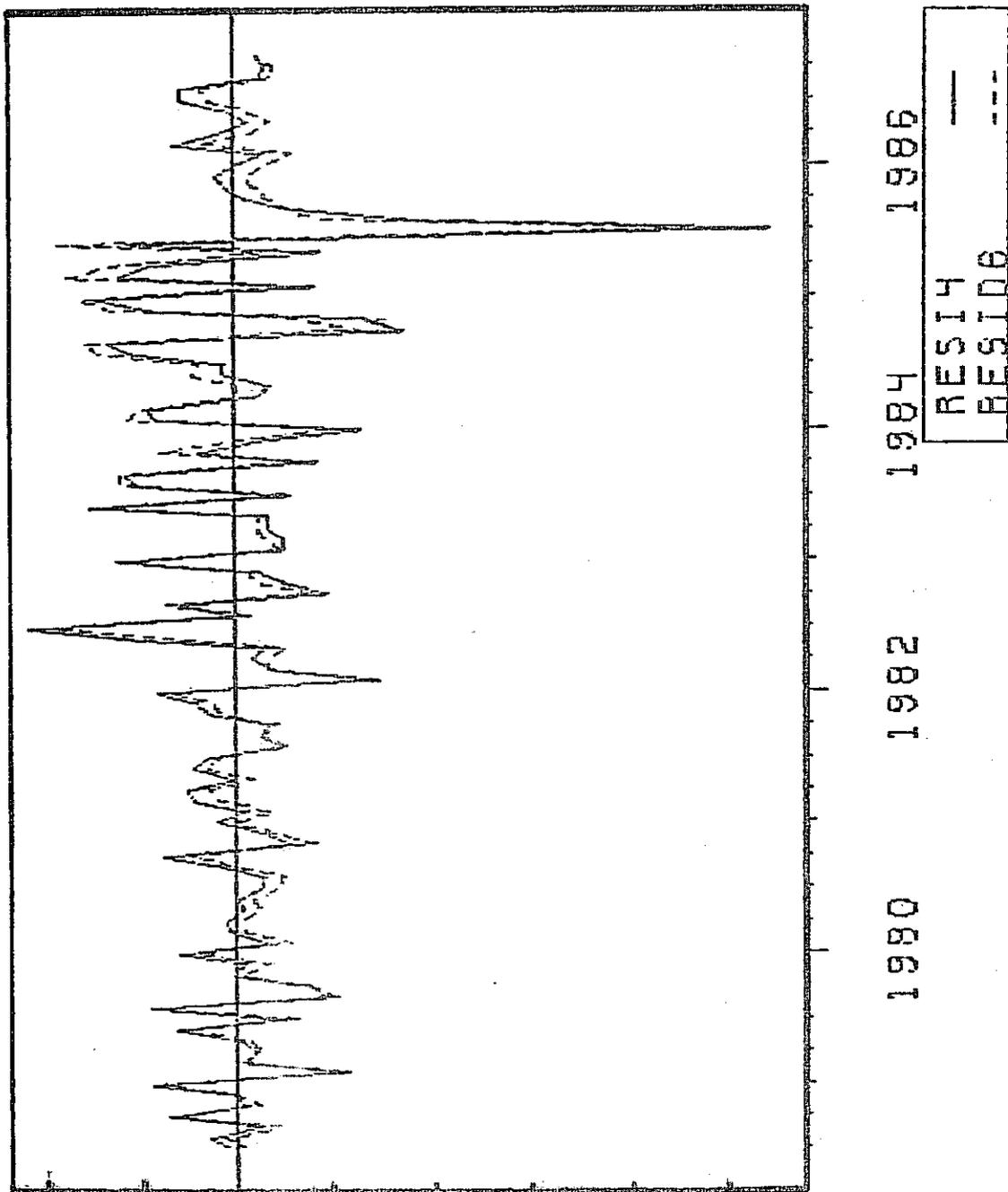


Gráfico N° 4 : Valores observados de $\log m_t$ (LOGM11) y estimados (EST3) con la ecuación (22), período 1978:8 - 1985:5

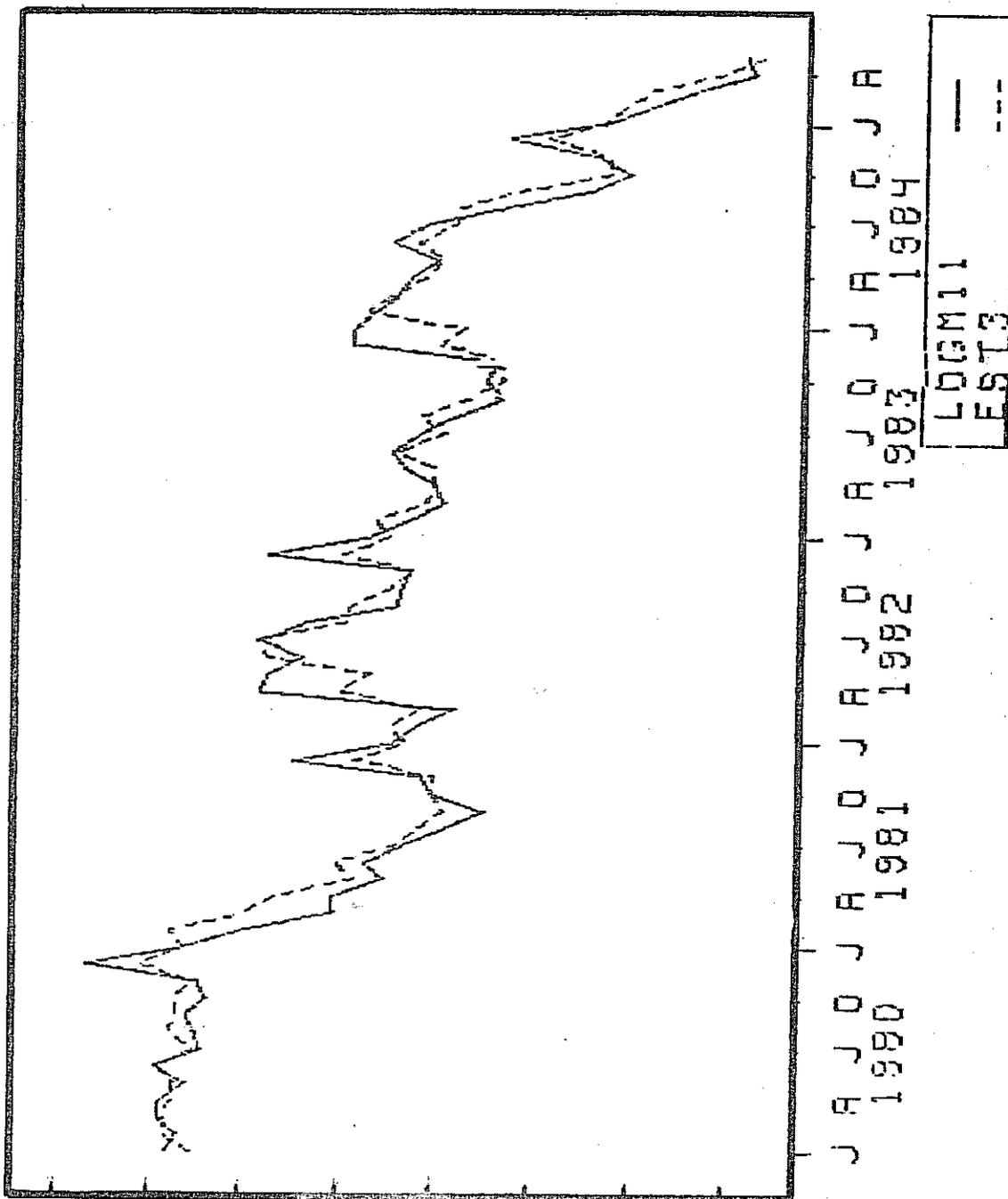


Gráfico N° 5: Valores observados de $\log m_t$ (LOGM11) y estimados (EST1)
con la ecuación (22), período 1978:8 - 1986:11

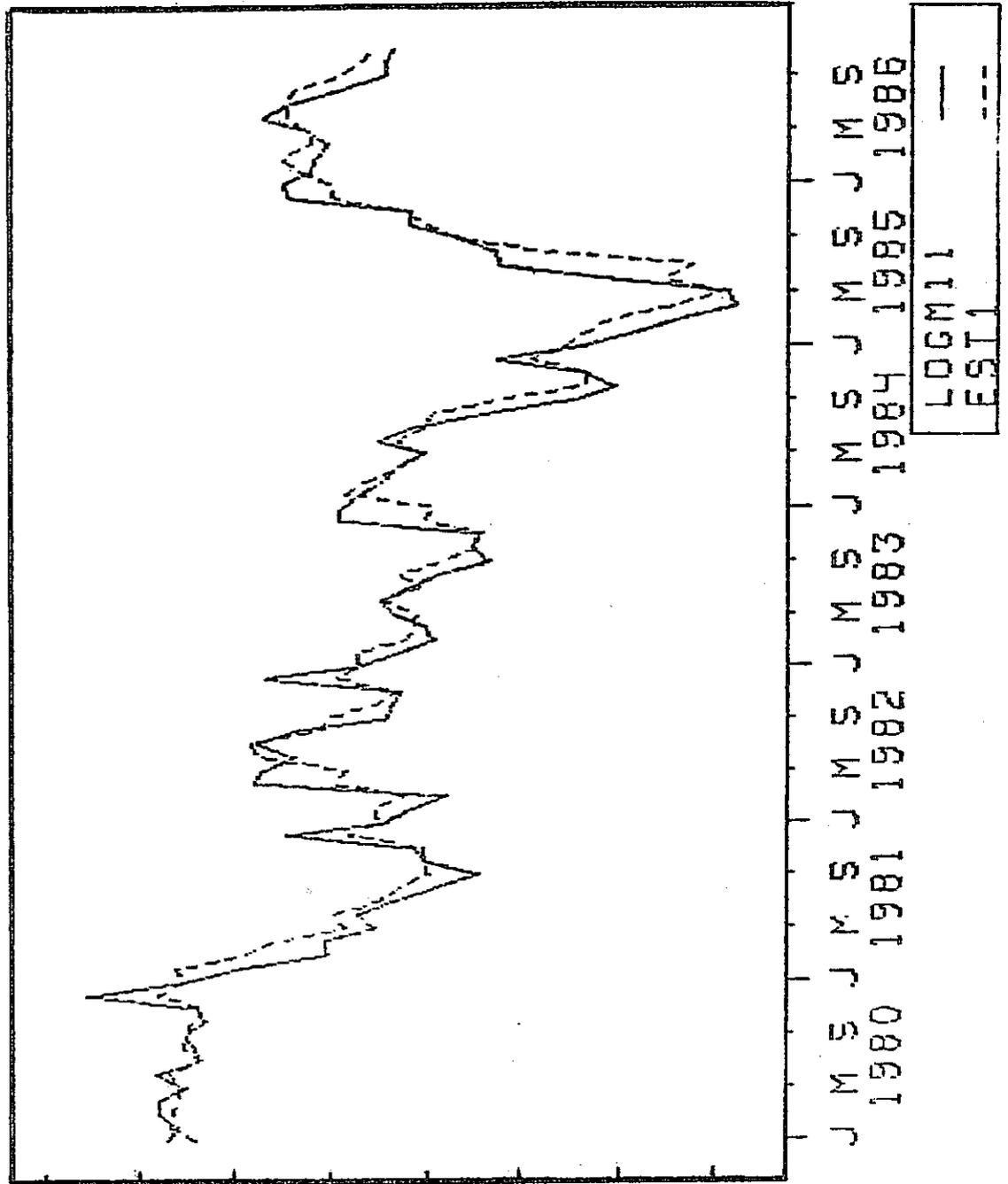


Gráfico N° 6: Tasa de inflación mensual observada (TASANG) en el período 1962 - 1975

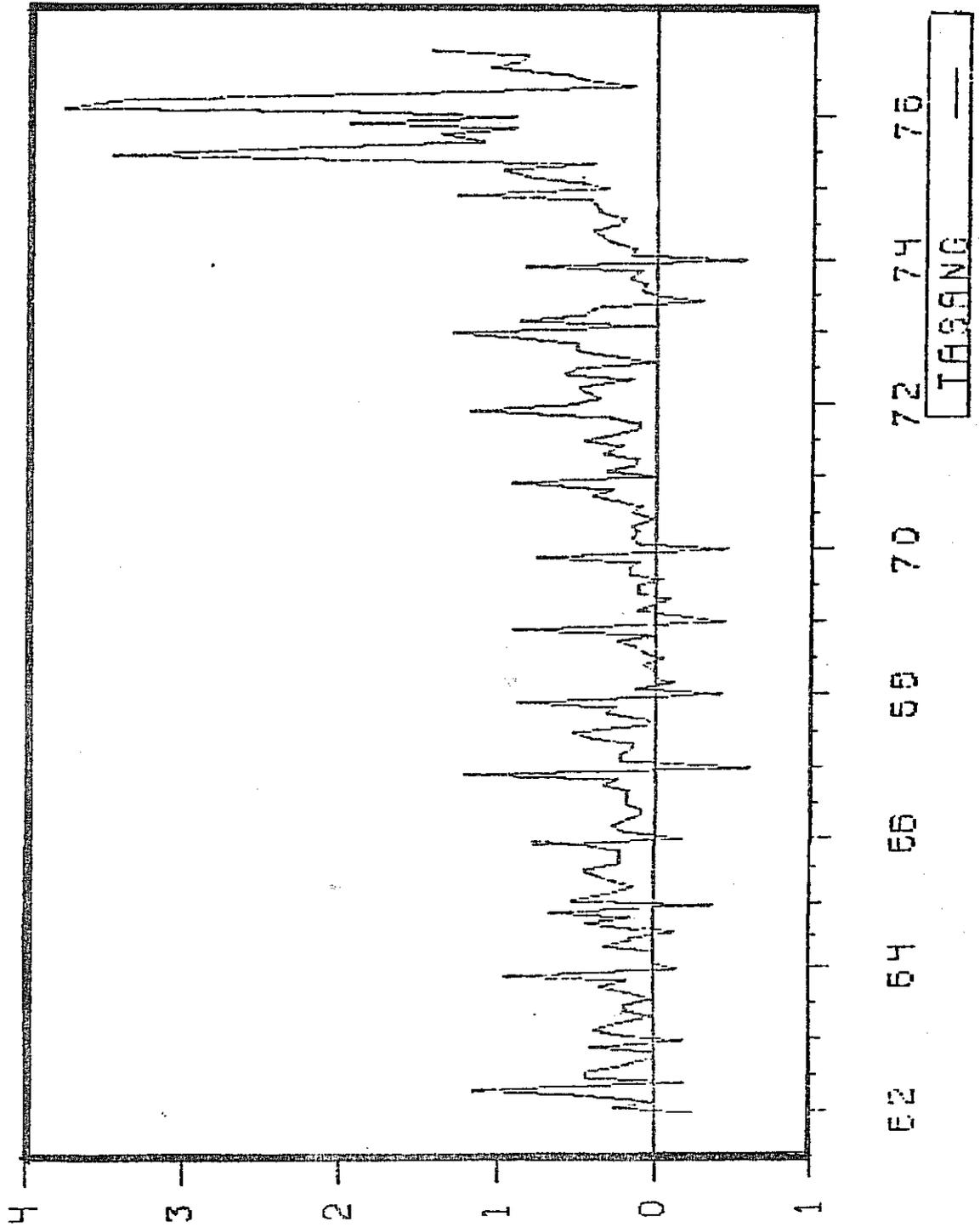
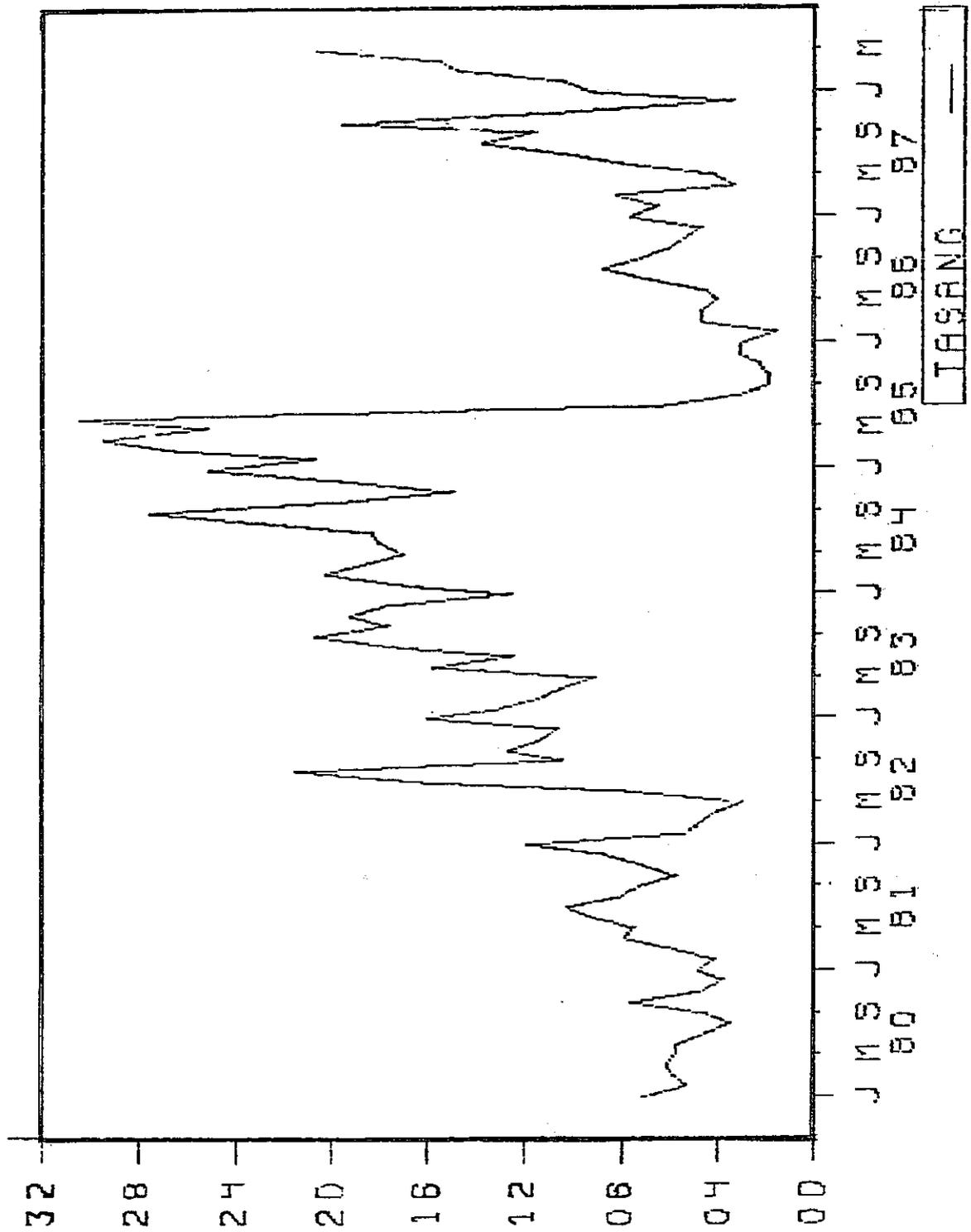


Gráfico N° 7: Tasa de inflación mensual observada (TASANG) en el período 1980:1 - 1988:5



**COMENTARIO DE
ALFREDO M. NAVARRO AL TRABAJO
DE HUGO R. BALACCO ***

Navarro, Alfredo M:

Egresado de la Universidad Nacional de Buenos Aires. Es profesor de la Universidad Nacional del Mar del Plata y Director del Instituto de Estudios Económicos de la Fundación de la Bolsa de Comercio de Mar del Plata. Autor de publicaciones sobre temas de Economía Monetaria.

* Trabajo presentado en las XI Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo 22 y 23 de junio de 1989 - ORGANIZADAS POR EL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA.

1. La estimación de la demanda de dinero que realiza en la ecuación [18]

$$[18] \quad \log m_t = \lambda a_0 + \lambda a_1 \log y_t - \lambda a_2 \Pi^*_t + (1 - \lambda) \log m_{t-1} + (1 - \gamma) [\Delta \log M_t - \Delta \log M^*_t]$$

introduce como restricción que tanto Π^* como M^*_t siguen procesos adaptativos con coeficientes de ajuste unitarios. Analizaremos estos y algunos otros supuestos adoptados.

2. La variable m_t es el logaritmo natural del agregado monetario M1 deflactado con el índice de precios al consumidor. La conveniencia de usar M1 o una definición más amplia podría testearse siguiendo la metodología propuesta por Belongia y Chalfant (1989), quienes después de intentar la inclusión de cuentas que se mueven mediante cheque y que generan interés, mediante simple suma, o agregados tipo Divisa, se inclinan por la versión más restrictiva de M1. En nuestro país el uso por las empresas de las cuentas de caja de ahorro y los depósitos a cortísimo plazo deberían ser estudiados desde una perspectiva similar.

2.1. El deflactor utilizado también puede ser testeado, siguiendo la metodología propuesta por Frenkel (1977), pues es posible que el deflactor adecuado sea

$$[1] \quad \tilde{P} = P_w^\theta P_c^{1-\theta}$$

donde P_c son, por ejemplo, los precios al consumidor y P_w , precios mayoristas.

En ese caso, una ecuación tipo Cagan sería:

$$[2] \quad \log \left(\frac{M}{P_w^\theta P_c^{1-\theta}} \right)_t = \gamma - \alpha \Pi^*_t$$

o sea que

$$[3] \quad \log \left(\frac{M}{P_c} \right)_t = \gamma + \theta \log \left(\frac{P_w}{P_c} \right)_t - \alpha \Pi^*_t$$

y si $\theta = 0$, el deflactor adecuado es P_c , y el coeficiente de $\frac{P_w}{P_c}$ en [3] no debe ser significativamente distinto de cero.

Sugiero la aplicación de este test.

2.2. En el trabajo comentado, para llegar a la ecuación [22], que es la que se estima, se supone que $B_1 = B_2 = 1$.

Si bien se trata de un supuesto razonable y bien fundado, parece interesante estudiar otras alternativas.

2.2.1. Para calcular la inflación esperada podría suponerse un modelo posible, como sería el que se estimaría mediante la regresión de la tasa de inflación sobre los valores rezagados de la propia endógena y las tasas rezagadas de cambio, de los salarios nominales, de la cantidad de dinero y del tipo de cambio, permitiendo el cambio en los coeficientes. Dado el peso de la endógena rezagada no es de esperar resultados muy diferentes de los obtenidos con expectativas adaptativas.

2.2.2. Dado que el último término de la ecuación [18] es la diferencia entre la tasa de cambio del dinero observado y la tasa de cambio en el esperado, podría utilizarse un procedimiento similar para calcular este último.

2.2.3. Con las variables inflación esperada, Π_t^* y dinero no planeado, $(\Delta \log M_t - \Delta \log M_t^*)$ construidos en la forma precedentemente descripta, realicé las mismas estimaciones que hace el autor y obtuve los resultados obtenidos en el cuadro III.

El valor de α_2 es superior en ambos períodos, pero en nuestras estimaciones la diferencia entre el primero y el segundo período no es tan marcada. El valor de λ es similar, pero el de γ se reduce notoriamente, lo que indica la significatividad del "Shock - absorber".

Estos resultados son simplemente alternativas a ser estudiadas, formas diferentes de abordar al problema, pero no podemos afirmar que un procedimiento sea superior a otro. Simplemente señalamos la necesidad de seguir estudiando este tema.

2.3. Con estos cambios propuestos y suponiendo que los coeficientes cambian en el tiempo, para cuyo tratamiento apliqué el método de Kalman, obtuve para el período 73:6 a 89:2 cambios muy importantes en los coeficientes, así como problemas de autocorrelación de primer orden.

Los valores de B_1 , sobre todo, oscilan fuertemente, entre valores de 2.0 (74:6) y 24:5 (84:6). El valor del coeficiente crece en períodos de alta inflación y cae durante los programas de estabilización, lo que confirma los resultados de Balacco. Pareciera ser que cuando la economía entra en inflación la reacción de los agentes económicos es muy rápida, pero tal vez debido a la desconfianza en los planes, resulta más difícil volver a remonetizar la economía cuando la tasa de inflación disminuye. Los valores se estimaron para el período anterior a los planes de estabilización de mediados de 1985. Esto es sin duda muy digno de ser tenido en cuenta en todo nuevo plan de estabilización.

3. Con respecto al carácter explosivo de nuestro proceso inflacionario, es decir que sea $\alpha\beta > 1$, hemos verificado y confirmado los resultados del autor.

Para hacerlo estimé la ecuación [11] del artículo de Cagan, para obtener valores de α y β exactamente compatibles, para Argentina e Israel⁽¹⁾ y obtuve los datos que aparecen en el cuadro II. Si tenemos presente que los valores obtenidos por Cagan para el primero de los coeficientes oscila entre 8.70 para Hungría I y 2.30 para Polonia, vemos que en nuestro caso la reacción es muy rápida. Si a eso se le suma el hecho de que β sea próximo a 0.40 (1), llegamos, igual que el autor a la conclusión de que $\alpha\beta > 1$.

4. Por último, a modo de conclusión, es interesante señalar que es difícil estimar una función de demanda en nuestro país, a pesar de ser de la necesidad el contar con ella para diseñar un programa de estabilización, hasta el punto de hacernos dudar sobre su estabilidad, definida de acuerdo al supuesto de Judd y Scadding (1982). Además subsisten problemas en la especificación del modelo, en la forma de construir las series de los valores esperados y en los procedimientos de estimación empleados. A pesar de todas estas dificultades este tema es de importancia crucial a la hora de diseñar un programa de estabilización y el aporte de Hugo Balacco es una importante contribución en este campo.

Mar del Plata, junio 21 de 1989.

NOTAS

(1) Esto confirma el supuesto del autor de 1, porque hemos trabajado, para lograr resultados comparables a los de Cagan, con logaritmos decimales, y reduciendo a logaritmos naturales, obtendríamos ese valor.

Cuadro I: Valores de ecuación (2) del trabajo para distintos procesos hiperinflacionarios.

País	Período	MCO	MCO/O-C (1)	MCO/OC Ajuste (2) parcial
Austria	21:1-22:8	8.55		
Alemania	20:9-23:7	5.46		
Grecia	43:1-44:8	4.09		
Hungría	22:7-24:2	8.70		
Polonia	22:4-23:11	2.30		
Rusia	21:12-24:1	3.06		
Argentina	83:1-85:5	5.20*	4.73*	4.37*
Israel	83:1-85:5	2.24*	1.43*	3.43*

Nota: Las estimaciones con asterisco fueron realizadas por el autor de este comentario. Las demás son las efectuadas por Cagan (1956).

(1) Mínimos Cuadrados Ordinarios con corrección de autocorrelación de primer orden mediante el método de Orcutt-Cochrane.

Cuadro II: Comparación de las estimaciones del autor y del comentarista, utilizando en estas últimas la tasa de inflación esperada y la tasa de dinero no esperado descriptas en este comentario.

	78:8-85:5					78:8-86:1				
	α_0	α_1	α_2	λ	$1-\gamma$	α_0	α_1	α_2	λ	$1-\gamma$
Autor	-0.82	2.65	-4.95	0.082	0.477	-0.57	0.747	-2.92	0.109	0.425
Comentarista	2.24	3.54	-5.79	0.073	1.10	9.19	0.761	-4.43	0.117	0.987

Nota: Las estimaciones realizadas difieren en el método de estimación, ya que el autor utiliza Mínimos Cuadrados No lineales y el comentarista, Mínimos Cuadrados Ordinarios.

Se incluyeron además un término constante, el logaritmo del Producto Bruto Interno y variables ficticias estacionales.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

BELONGIA, M. y CHALFANT, J.: "The Changing Empirical Definition of Money: Some Estimates from a Model of the Demand for Money Substitutes". Journal of Political Economy. Vol. 97, n° 2, Abril 1989.

CAGAN, Ph.: "The Monetary Dynamics of Hiperinflation" en Studies in The Quantity Theory of Money, M. Friedman, (ed.), The University of Chicago Press, 1956.

FRENKEL, J.: "The Farward Exchange Rate, Expectations and the Demand for Money: The German Hyperinflation", American Economic Review, volúmen 67, n° 4, Setiembre 1977.

JUDD, J. y SCADDING, J.: "The Search for a Stable Money Demand Function: A Survey of Post-1973 Literature" Journal of Economic Literature. Vol. XX, n° 3, Setiembre 1982.

COMENTARIO DE VICTOR J. ELIAS AL TRABAJO DE HUGO R. BALACCO *

Elías, Víctor J.:

Egresado de la Universidad de Chicago (Ph.D. en Economía, 1969) y de la Universidad Nacional de Tucumán (Dr. en C. Económicas, 1972). Es Profesor Titular Full-time de Econometría en la Facultad de C. Económicas de la Universidad Nacional de Tucumán y Director del Magister en Economía de dicha Universidad. Ha sido Investigador visitante en las Universidades de Harvard, Stanford, y Bahía, y en los Institutos: International Food Policy Research en Washington, D.C., Torcuato DI Tella en Buenos Aires, y CICOM (OEA) en Río de Janeiro. Fue Presidente de la Asociación Argentina de Economía Política y del Comité Permanente Latinoamericano de la Sociedad Económica.

* Trabajo presentado en las XI Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo 22 y 23 de Junio de 1989 - ORGANIZADAS POR EL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA.

I. INTRODUCCION

El tema tratado por Balacco en este trabajo es de triple interés para los economistas argentinos. El primero es porque está referido a un tema de evidente actualidad en la Argentina. El segundo es porque está estrechamente relacionado con las exposiciones que los profesores Stanley Fisher (en Mendoza) y Michael Bruno (en Córdoba) hicieron como conferencistas invitados en las reuniones anuales de la Asociación Argentina de Economía Política. Y el tercero es porque crea la necesidad de releer detenidamente el clásico trabajo de Philip Cagan sobre la dinámica de los procesos hiperinflacionarios.

En nuestro comentario haremos primeramente un breve resumen de las contribuciones de Cagan, Mundell, Bruno, Dornbusch y Fisher. Este resumen nos servirá de marco para encarar los aspectos específicos del trabajo de Balacco.

II. BREVE REFERENCIA A LA LITERATURA

El artículo clásico de Cagan sobre la hiperinflación fue su tesis doctoral en el Departamento de Economía de la Universidad de Chicago, y ocupa casi el 40 por ciento del también clásico libro editado por Milton Friedman, Studies in the Quantity Theory of Money (producto de su Workshop en Moneda). Como todos los artículos clásicos uno sólo lee parte de él, y en general sólo la primera parte. Esa primera parte se refiere a su conocido modelo de expectativas adaptativas y su rol en la demanda de dinero. En la segunda parte, menos discutida en los sesenta, trata específicamente la estabilidad de los procesos hiperinflacionarios. En otra sección se refiere al tema del impuesto inflacionario analizando el nivel de inflación que maximiza la recaudación de este impuesto.

Cagan comenta inicialmente que el fenómeno de la hiperinflación brinda el marco adecuado para analizar los fenómenos monetarios, ya que los cambios reales no son importantes, por lo menos en las hiperinflaciones por él analizadas. Nos llama un poco la atención del poco efecto real en las hiperinflaciones (salvo que se lo esté considerando en términos relativos con respecto a los movimientos nominales). Luego brinda un resumen de la información estadística relevante para las hiperinflaciones de Austria, Alemania, Grecia, Hungría en dos oportunidades, Polonia y Rusia. Define como estado hiperinflacionario el período que comienza con el mes con una inflación mensual del 50 por ciento, y el mes que finaliza con una tasa menor del 50 por ciento seguido por un período prolongado de tasas bajas. Los casos por él estudiados, observaron una inflación mensual promedio que fluctuó del 46 al 19.800 por ciento (Hungría segundo período).

En todas las hiperinflaciones estudiadas la razón precio-dinero creció sustancialmente; el cociente tasa promedio de inflación-tasa promedio de variación de la cantidad de dinero fue más o menos constante (varió de 1.03 a 1.66); y se observó una conducta mes a mes errática de la cantidad real de dinero. Su objetivo fue buscar entonces una teoría de esa supuesta conducta mensual errática de la cantidad real de dinero.

En su estimación de la demanda de dinero y del coeficiente de expectativas adaptativas surgen valores para la semielasticidad de la demanda de dinero que varía de 2.30 a 8.70, y del coeficiente de expectativas de 0.05 a 0.35 (con datos mensuales). El producto de ambos parámetros varía de 0.43 a 1.09. Realiza también una estimación con datos combinados de países y serie de tiempo, surgiendo un valor de 4.68 para la semielasticidad y de 0.20 para el coeficiente de expectativas, con un producto de ambas estimaciones del orden de 0.936, difiriendo sustancialmente de los valores obtenidos para cada país por separado. La estimación se realizó utilizando estrictamente los meses durante el período hiperinflacionario. Cagan luego destaca algunos errores de especificación que pudieron haber afectado a las estimaciones por él obtenidas, como ser: exclusión de los depósitos bancarios en la definición de dinero (sólo utiliza circulante), la no incorporación de la variable ingreso (debido a su poco cambio en el período estudiado), y la presencia de algunos "outliers" cerca del final de la hiperinflación. También destaca que el coeficiente de expectativas va subiendo a medida que aumenta la inflación.

En la segunda sección de su trabajo, Cagan estudia las condiciones de estabilidad de un equilibrio hiperinflacionario. Con ello se buscan las condiciones bajo las cuales la inflación no es del tipo autogenerada. Esta definición de estabilidad para el equilibrio la pone en forma explícita como el requerimiento de que la derivada parcial de la tasa de inflación con respecto al nivel de precios sea menor que cero. Ello quiere decir que presenta una desaceleración. Para que ello ocurra el producto de la velocidad en la revisión de las expectativas por el cambio de la cantidad real de dinero para una dada expectativa de inflación (lo cual lo define como reacción total) sea menor que uno. Si este producto es mayor que uno el equilibrio es inestable, existiendo entonces sólo dos posibilidades (independiente del nivel de inflación).

Luego presenta la solución para la trayectoria del logaritmo del nivel de precios, analizando el caso en que la cantidad de dinero crece a una tasa constante.

El caso de inestabilidad implica que una vez que la cantidad de dinero aumenta, el nivel de precios no tiene ninguna relación con la cantidad de dinero, o sea que cambios en M no se relacionan con cambios en P . Los casos por él estudiados indican que ninguna hiperinflación fue autogenerada, pero destaca que ello no descarta que pueda ocurrir.

Robert Mundell (1971) desarrolló posteriormente las condiciones de estabilidad de un equilibrio hiperinflacionario para el caso en que la cantidad de demanda real de dinero no se ajustase instantáneamente, y que no fuera tenido en cuenta por Cagan. En este caso la condición de estabilidad incluye al coeficiente de ajuste de la demanda además de los otros dos parámetros α y β .

Fisher-Dornbusch (1985), en un trabajo presentado en la reunión de la A.A.E.P. en Mendoza, primero presentan las condiciones de estabilidad bajo el modelo adaptativo de Cagan, y luego presentan el caso de expectativas racionales. En este último caso la estabilidad depende del proceso al que responde la cantidad de dinero M .

Bruno-Fisher (1985) deducen dos equilibrios posibles. En el caso de expectativas racionales existen más chance de producirse un equilibrio con tasas de inflación elevadas. Con expectativas adaptativas las mayores chances son de un equilibrio con tasa de inflación baja. De ello resulta que el tipo de expectativas es de gran relevancia para los resultados a obtenerse.

Bruno (1986) en su conferencia invitada en la reunión de la A.A.E.P. en Córdoba, presenta ciertas evidencias empíricas sobre la relación básica del análisis de la estabilidad y sobre las posibilidades de equilibrios con alta o baja inflación.

En la discusión sobre los criterios de estabilidad y el tipo de ajuste o formación de expectativas, pensamos que es interesante reingresar la discusión de Samuelson-Metzler sobre criterios de estabilidad independiente del tipo de ajuste.

III. PLANTEO Y RESULTADOS DE BALACCO

Balacco plantea inicialmente el problema como de estimación del proceso a que responde la tasa de inflación y por ende inferir de allí sobre el tipo de expectativas.

Para el análisis empírico del caso argentino considera dos períodos: 1979-1987, y 1978-8 al 1985-5. Ambos períodos no son de hiperinflación. O sea que al contrario de Cagan, que solo considera períodos hiperinflacionarios para el estudio empírico, Balacco utiliza un período no hiperinflacionario.

En el ajuste utiliza modelos de primeras diferencias con procesos de promedios móviles de orden uno que se deriva del modelo de expectativas de Cagan. Pero luego en las otras estimaciones relevantes a su objetivo utiliza un proceso autorregresivo de orden uno, apartándose de su planteo inicial del modelo de Cagan para el análisis de estabilidad.

Estima la demanda de dinero con datos mensuales, utilizando una definición M_1 para el dinero, y como variables independientes la tasa de inflación y el ingreso nacional. Analiza ajustes parciales de la demanda, y estima el modelo bajo el supuesto de que β es igual a uno. Esta forma de encarar la estimación lo aparta totalmente de su objetivo inicial de análisis de estabilidad y del esquema utilizado por Cagan en el estudio de las hiperinflaciones europeas. Primero el análisis de estabilidad es diferente en el caso de ajustes parciales en la demanda; segundo se elimina de la estimación el parámetro crucial β para el análisis de la estabilidad; tercero la definición de dinero incluye depósitos cuando sería más conveniente considerar sólo circulante por los problemas señalados por Cagan (dificultad en obtener estimaciones confiables de los otros componentes de M_1); y cuarto incorpora la variable ingreso (factor real), también quizás innecesaria para períodos cortos hiperinflacionarios, y por la falta de estimaciones mensuales del PBI.

Consideramos necesario que el trabajo se ajuste a su planteo inicial, y en la parte de estimación considere un período más corto que se encuadre como de muy alta inflación.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

CAGAN, Philip, "Monetary Dynamics of Hyperinflation", in Studies in the Quantity Theory of Money, Ed. M. Friedman (Chicago, University of Chicago Press. 1956).

BRUNO, Michael y PITERMAN, Sylvia; "Israel's Stabilization: A Two Year Review", Conferencias Plenarias, A.A.E.P. Córdoba 1987.

FISHER, Stanley y DORNBUSCH, R., "Frenando las hiperinflaciones del pasado y presente" Conferencia 1985, XX° Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política, Buenos Aires: ADEBA, 1985.

BRUNO, Michael y FISHER, S., "Expectations and the High Inflation Trap", no publicado, MIT, 1985.

MUNDELL, Robert, Monetary Theory, (Pacific Palisades: Goodyear Publising Co. 1971).

COLABORACIONES

Los trabajos propuestos para su publicación en "Ensayos Económicos" deben ser originales y no haberse publicado a la fecha de su entrega al Comité Editorial. Irán acompañados de un resumen de no más de 150 palabras. Estarán redactados en idioma castellano, presentándose original y una copia en hojas tamaño carta tipeadas de un solo lado. Todo el trabajo, incluidos gráficos, dibujos y cuadros estadísticos, estarán en perfectas condiciones de claridad para su reproducción fotográfica. Las referencias bibliográficas se incluirán al final. Los autores acompañarán un 'currículum' dentro de la extensión y estilo habituales en la revista. Todo manuscrito que no se adapte a las presentes instrucciones podrá ser devuelto para su revisión. Los trabajos serán enviados a la dirección indicada al pie o entregados a cualquier integrante del Comité Editorial, el que se reserva el derecho de publicarlos y de sugerir modificaciones, informando la decisión que adopte dentro de los 60 días de su recepción. En caso afirmativo, se les enviarán sin cargo 20 separatas de los trabajos y un ejemplar de la revista.

BANCO CENTRAL DE LA
REPUBLICA ARGENTINA
Revista "Ensayos Económicos"
Reconquista 266
1003 CAPITAL FEDERAL

ALGUNOS TITULOS INCORPORADOS A LA BIBLIOTECA DR. RAUL PREBISCH

AGENCIA DE COOPERACION INTERNACIONAL DEL JAPON - Estudio sobre el desarrollo económico de la República Argentina. Informe final. Buenos Aires, 1987. 7 v.

ARGENTINA. INSTITUTO NACIONAL DE ESTADISTICA Y CENSOS - La pobreza en el conurbano bonaerense. Buenos Aires, 1989. 59 p.

ARGENTINA. SINDICATURA GENERAL DE EMPRESAS PUBLICAS - Catálogo de proyectos de inversión real. Buenos Aires, 1989. 173 p.

BALZE, Felipe A. M. de la (Coord.) - El financiamiento externo argentino durante la década de 1990. Agenda y cursos de acción, julio de 1989. Buenos Aires, Sudamericana, 1989. 299 p.

BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO - Guía de servicios de información relacionados con el comercio exterior. Buenos Aires, Instituto para la Integración de América Latina, 1989. 130 p.

BECCARIA, Luis A. - Industrialización, mercado de trabajo y distribución del ingreso. Buenos Aires, Comisión Económica para América Latina, 1989. 40 p.

BOLIVIA. BANCO CENTRAL - Ley orgánica del Banco Central de Bolivia. D.L. N° 14.791 del 1° de agosto de 1977. La Paz, 1987. 28 p.

BOUZAS, Roberto (Comp.) - De espaldas a la prosperidad, América Latina y la economía internacional a fines de los ochenta. Buenos Aires, Grupo Editor Latinoamericano, 1989. 224 p.

BOUZAS, Roberto (Comp.) - Estados Unidos y la transición argentina, compilada por Roberto Bouzas y Roberto Russell. Buenos Aires, Legasa, 1989. 368 p.

BRUNNER, Karl (Ed.) - Policy Advice, market volatility, commodity price rules and other essays. Edited by Karl Brunner and Allan H. Meltzer. Amsterdam, North-Holland, 1989. 351 p.

CAMARA DE LA INDUSTRIA DEL TABACO - Compendio estadístico de la Cámara de la Industria del Tabaco, 1960-1985. Buenos Aires, 1988. 87 p.

CERVANTES ISLAS, Joel - Impacto de los términos de intercambio externo (con y sin petróleo) en Argentina, Brasil y México. México, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1989. 171 p.

CONFERENCIA MONETARIA DE MELVIN VILLAGE. NEW HAMPSHIRE, 8-10.10.1969. - El mecanismo de ajuste internacional. Washington, Fondo Monetario Internacional, 1973. 260 p.

CONGRESO DE LA FEDERACION IBEROAMERICANA DE ASOCIACIONES FINANCIERAS. 5 Río de Janeiro, 26-28.4.1989 - Discursos y trabajos presentados al V° Congreso de FIBAFIN de Río de Janeiro. Buenos Aires, FIBAFIN, 1989. 253 p.

CORTES CONDE, Roberto - Dinero, deuda y crisis; evolución fiscal y monetaria en la Argentina, 1862-1890. Buenos Aires, Sudamericana, 1989. 293 p.

DI TELLA, Guido - Economía del largo plazo, por Guido Di Tella y Charles P. Kindleberger. Buenos Aires, Tesis, 1989. 316 p.

DI TELLA, Torcuato S. (Superv.) - Diccionario de ciencias sociales y políticas. Buenos Aires, Puntosur, 1989. 659 p.

FOIGUEL LOPEZ, Héctor Jorge - La responsabilidad del síndico concursal. El actuar debido en casos específicos. Buenos Aires, Macchi, 1989. 77 p.

FRANCIA. BANQUE DE FRANCE - Plan 1989/1993 d'entreprise. París, s/f. 114 p.

GUESTRIN, Sergio Gustavo - El rol del Banco Central de la República Argentina dentro de la normatividad jurídica de la Ley de Entidades Financieras. s.n.t. 141 p.

HEY, John D. - data in doubt; an introduction to Bayesian statistical inference for economists. Oxford, Martin Robertson, 1983. 320 p.

HUICI, Néstor - Primeros pasos de la integración Argentina-Brasil-Uruguay, por Néstor Huici y Eduardo Jacobs. Buenos Aires, Centro de Investigaciones Sociales sobre el Estado y la Administración, 1989. 229 p.

KATZ, Jorge - El proceso de industrialización en la Argentina: evolución, retroceso y prospectiva, por Jorge Katz y Bernardo Kosacoff. Buenos Aires, Centro Editor de Aca Latina/CEPAL, 1989. 108. p.

KUROKAWA, Tsuneo - Estudio comparativo de "análisis de flujos de fondos" en Estados Unidos, Alemania Occidental y Japón. México, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1971. 63 p.

LOPEZ, Jorge Arnaldo - Las concentraciones de créditos, particularmente referidas a sociedades o empresas vinculadas, por Jorge A. López, Héctor O. González y Juan Carlos Sola. Buenos Aires, Banco Central de la República Argentina, 1988. 51 p.

- LOPEZ SANTISO, Horacio - Estados contables en moneda constante, por Horacio López Santiso, Hugo Alberto Luppi y Alberto Adolfo Allemand. 2. ed. Buenos Aires, Macchi, 1989. 349 p.
- MANTEL, Rolf. R. - Apertura comercial y crecimiento económico. Buenos Aires, Academia Nacional de Ciencias Económicas, 1988. 32 p.
- MANUELLI, Rodolfo E. - A general equilibrium model of international credit markets. Evanston, Northwestern University, 1985. 55 p.
- MARI, Enrique E. - La interpretación de la Ley (1ra. Parte). Buenos Aires, Banco Central de la República Argentina, 1988. 57 p.
- MOSSET ITURRASPE, Jorge - Contratos en dólares. Revisión judicial. Teoría de la imprevisión. Hiperinflación. Moneda extranjera. Buenos Aires, Ediciones La Rocca, 1989. 216 p.
- MOSSET ITURRASPE, Jorge - Derecho monetario, por Jorge Mosset Iturraspe y Ricardo Luis Lorenzetti. Santa Fe, Rubinzal-Culzoni, 1989. 493 p.
- NACIONES UNIDAS - National accounts statistics: study of input-output tables, 1970-80. New York, 1987. 321 p.
- NACIONES UNIDAS. COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE - La distribución personal del ingreso en el Gran Buenos Aires en el período 1974-1983. Buenos Aires, 1987. 105 p.
- NACIONES UNIDAS. COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE - Exportaciones latinoamericanas de productos básicos: situación y perspectivas. Santiago de Chile, 1989. 164 p.
- NEWTON, Enrique Fowler - Cuestiones fundamentales de auditoría. Buenos Aires, Tesis, 1989. 667 p.
- NÖEL, Emile - Las instituciones de la Comunidad Europea. Luxemburgo, Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas, 1988. 47 p.
- PERU. BANCO CENTRAL DE RESERVA - Cuentas nacionales del Perú; cuentas financieras de los sectores institucionales, 1979-1983. Lima, Instituto Nacional de Estadística, 1989. 122 p.
- PROYECCION de las ciencias económicas en la República Argentina para los próximos 25 años. Buenos Aires, Spilzinger y Asociados, 1986. 123 p.
- RANIS, Gustav (Ed.) - The State of development economics: progress and perspectives. Edited by Gustav Ranis and T. Paul Schultz. New York, Basil Blackwell, 1988. 635 p.
- RECIO, José N. - El Banco Central y la intermediación financiera; límites de su competencia, por José N. Recio y Julio A. Viller. Buenos Aires, Depalma, 1989. 188 p.
- REPETTO, Robert - Wasting assets: natural resources in the national income accounts by Robert Repetto y otros. Washington, World Resources Institute, 1989. 68 p.
- ROTH, Alvin (Ed.) - Game theoretic models of bargaining. Cambridge, Cambridge University Press, 1985. 390 p.

REUNION ANUAL DE LA ASOCIACION ARGENTINA DE ECONOMIA POLITICA. 22. CORDOBA, 11/13. 11.1987. - Anales de la Asociación Argentina de Economía Política. Córdoba, Universidad Nacional. Facultad de Ciencias Económicas. 1987. 4 v.

REUNION DE SISTEMATIZACION DE BANCOS CENTRALES AMERICANOS E IBERICOS. XVIII. Brasilia. Octubre 1989 - XVIII Reunión de sistematización de bancos centrales americanos e ibéricos. Brasilia, 1989. 2 v.

REUNIÃO DE SISTEMATIZAÇÃO DE BANCOS CENTRAIS AMERICANOS E IBERICOS. XVIII. BRASILIA. OUTUBRO 1989 (Ficha 2) - XVIII Reunião de sistematização ...1989.

REUNIÃO DE SISTEMATIZAÇÃO DE BANCOS CENTRAIS AMERICANOS E IBERICOS. XVIII. BRASILIA. OUTUBRO 1989 (Ficha 3) - XVIII Reunião de sistematização de bancos ... 1989.

SEMINARIO SOBRE POLITICAS DE AJUSTE PARA EL CRECIMIENTO ECONOMICO DE AMERICA LATINA. BUENOS AIRES, 12-14.4.1989 - Ponencias. Buenos Aires, Banco Central de la República Argentina, 1989. 2. v.

VENEZUELA. BANCO CENTRAL - Compilación de normas legales del Banco Central de Venezuela. Caracas, 1987. 374 p.

VILASECA, Héctor J. - Banco Central. Evolución, misión y funciones. Buenos Aires, Banco Central de la República Argentina, 1988. 25 p.

WHARTON ECONOMETRIC FORECASTING ASSOCIATES - Latin America economic outlook. Overview: Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, Uruguay, Venezuela, Central America. Pennsylvania, The Wefa Group, 1988. 176 p.

WILLIAMS, John H. - El comercio internacional argentino en un régimen de papel moneda inconvertible, 1880-1900. Buenos Aires, Imprenta Mercatali, 1922. 110 p.

integración latinoamericana

revista mensual
del intal

septiembre-octubre 1989
año 14, n° 149-150

Instituto para la
Integración de América
Látina (INTAL), Esmeralda 130,
1035 Buenos Aires,
República Argentina

editorial	La integración de América Latina en su dimensión cultural	1
estudios	Los estilos del pensar, por José Luis de Imaz	3
	La integración cultural de América Latina, por Hernán Godoy Urzúa	13
	Los idearios de la integración regional, por Augusto Aninat del Solar	25
	La integración cultural latinoamericana: entre el mito y la utopía, por Gregorio Recondo	36
	Cultura e integración: un proyecto de historia literaria, por Ana Pizarro	53
	La literatura en la integración cultural Argentina-Brasil, por Haydeé Jofre Barroso	64
información américa latina	Cronología	81
	ALADI	92
	Grupo Andino	93
	SELA	94
	Organismos	95
	Países	96
	Hacia la unidad latinoamericana, extractos de una entrevista efectuada a Mario Vargas Llosa por Antonio Rodríguez Villar	98
	Programa de operaciones de desvío del brazo principal del río Paraná	99
actividades del intal		103
documentación	Convención Latinoamericana sobre Fomento y Propagación de Publicaciones Útiles	105
	Acta del Primer Programa de Intercambio Cultural y Educativo entre la República Oriental del Uruguay y los Estados Unidos Mexicanos	106
	Memorándum de Entendimiento Teatro Colón de Buenos Aires-Fundación Teatro Municipal de Río de Janeiro	110
	Resoluciones, recomendaciones y declaraciones aprobadas por la XXVII Conferencia Federación Interamericana de Abogados	111
estadísticas	ALADI: Comercio de manufacturas	
	I. Exportaciones de manufacturas de los países de ALADI por principales destinos	118
	II. Exportaciones por tipo de manufacturas y mercado	119
	III. Importaciones de manufacturas de los países de ALADI por principales orígenes	119
	IV. Importaciones por tipo de manufacturas y mercado	120

revista mensual
del intal

noviembre 1989
año 14, n° 151

integración latinoamericana

Instituto para la
Integración de América
Latina (INTAL), Esmeralda 130,
1035 Buenos Aires,
República Argentina

editorial	Algunos temas cruciales en la Ronda "Uruguay" del GATT	1
estudios	Comercio internacional de servicios: perspectivas para los países en desarrollo, por Carlos M. Correa	3
	La agricultura en el GATT: alcances de las actuales negociaciones, por Ruy de Villalobos	13
	La propiedad intelectual y el comercio internacional: las negociaciones multilaterales en el GATT, por Pedro Roffe	24
	Participación de Colombia en la Ronda Uruguay, por Gustavo Tobón Londoño	32
comentarios	Acerca de la necesidad de instituir una zona latinoamericana de preferencias para las transacciones de servicios, por Marcelo Halperin	41
	SELA: sector de servicios en las negociaciones multilaterales	45
información américa latina	Grupo Andino	47
	Comunidad del Caribe	47
	Organismos	48
	Países	49
	Noticias breves	52
actividades del intal		53
documentación	Seminario "El papel de los parlamentos regionales en los procesos de integración de América Latina" Palabras del director del INTAL, Eduardo A. Zalduendo, en la sesión inaugural	55
	Los servicios como elemento de la cooperación económica y la integración entre los países en desarrollo Documento para debate preparado por la Secretaría de la UNCTAD	56
estadísticas	I. Concentración de las exportaciones	61
	II. Comercio intralatinoamericano	61
	III. Producto bruto interno	63

integración latinoamericana

revista mensual
del intal

diciembre 1989
año 14, n° 152

Instituto para la
Integración de América
Latina (INTAL), Esmeralda 130,
1035 Buenos Aires,
República Argentina

editorial	Consolidación del proceso de integración entre Argentina y Brasil	1
estudios	Los bienes de capital y la integración entre Brasil y Argentina, por Renato Baumann	3
	La integración intramundial: el caso del Acuerdo Argentino Brasileño en el sector de bienes de capital, por Fernando Porta y Jorge Fontanaís	14
comentarios	Los acuerdos entre Brasil y Argentina: comentario de un encuentro entre industriales, por Salvador Lluch	25
	La integración entre Argentina y Brasil y la teoría económica, por Guillermo Raúl Ondarits	29
	La Cuenca del Amazonas y la Cuenca del Plata: zonas clave para la integración económica de América Latina, por Mario Antonio García Picanco	33
información américa latina	ALADI	41
	Grupo Andino	41
	Mercado Común Centroamericano	42
	Comunidad del Caribe	42
	Organismos	43
	Asociaciones	45
	Países	45
	Noticias breves	46
actividades del intal		48
documentación	Acta de canje de instrumentos de ratificación del Tratado de Integración, Cooperación y Desarrollo entre Argentina y Brasil	50
	Decreto N° 98.177 del 22 de septiembre de 1989 Promulga el Tratado de Integración, Cooperación y Desarrollo entre la República Federativa de Brasil y la República Argentina	50
	Ley N° 23.695 Apruébase el Tratado de Integración, Cooperación y Desarrollo suscripto con la República Federativa del Brasil	50
	Programa de Integración y Cooperación Económica entre la República Argentina y la República Federativa del Brasil. Informe de la Comisión de Ejecución	52
	Declaración Conjunta Argentina-Brasileña sobre Cooperación Bilateral en los Usos Pacíficos del Espacio Ultraterrestre	60

(viene de la retracción tapa)

Declaración de Uruguayana	60
Comunicado conjunto de los Presidentes de la República Argentina y de la República Federativa del Brasil, doctores Carlos Saúl Menem y José Sarney, en oportunidad de la primera visita oficial del Presidente de la Nación Argentina al Brasil	60
Acta de Inauguración de los Comités de Frontera	61
Acuerdo entre el Gobierno de la República Argentina y el Gobierno de la República Federativa del Brasil para la Construcción de un Puente sobre el río Uruguay, entre las ciudades de Santo Tomé y São Borja	61
Acta sobre la Venta de Gas Argentino al Brasil	62
Argentina-Brasil-Uruguay. Decisión Tripartita N° 4	62
Conclusiones de ALABIC en la reunión "Equipos pesados y bienes de capital a pedido y Programa de Integración Argentina-Brasil"	62
Resolución de la III Reunión de Ministros de Relaciones Exteriores del Tratado de Cooperación Amazónica para la Creación de la Comisión Especial de Asuntos Indígenas	63
XIX Reunión de Ministros de la Organización Latinoamericana de Energía (OLADE) La integración del sector energético: aporte fundamental para la transformación de América Latina y el Caribe	63
<hr/>	
estadísticas	
Intercambio Argentina-Brasil	
I. Mercado potencial para productos argentinos en Brasil, año 1987	70
II. Mercado potencial para productos brasileños, en Argentina, año 1987	72
III. Mercado potencial por grupo de productos argentinos en Brasil, año 1987	74
IV. Mercado potencial por grupo de productos brasileños en Argentina, año 1987	75

integración latinoamericana

revista mensual
del intal

enero-febrero 1990
año 15, n° 153

Instituto para la
Integración de América
Latina (INTAL), Esmeralda 130,
1035 Buenos Aires,
República Argentina

editorial	Consideraciones sobre algunas tendencias en el proceso de integración	1
estudios	Aspectos políticos de la integración latinoamericana, por Osvaldo Hurtado	3
	La integración como vía para reactivar la economía latinoamericana, por Felipe Pazos	9
	El proceso de urbanización en América Latina: integración e identidades nacionales, por José Matos Mar	15
	El Acuerdo de Libre Comercio entre Canadá y Estados Unidos: lecciones para América Latina, por Morris Miller	24
	La nueva situación económica japonesa y América Latina y el Caribe, por Kotaro Horioka	35
información		
américa latina	ALADI	55
	Grupo Andino	55
	Mercado Común Centroamericano	56
	Organismos	56
	Asociaciones	56
	Países	58
	Noticias breves	61
actividades del intal		62
documentación		
	Declaración de Ica	64
	Tercera Reunión Presidencial del Mecanismo Permanente de Consulta y Concertación Política Comunicado	67
estadísticas	I. Indicadores básicos	70
	II. Indicadores económicos y de endeudamiento de América Latina	71
	III. Endeudamiento externo	71

integración latinoamericana

revista mensual
del Intal

marzo 1990
año 15, nº 154

Instituto para la
Integración de América
Latina (INTAL), Esmeralda 130
1035 Buenos Aires,
República Argentina

editorial	Las telecomunicaciones latinoamericanas y la Integración regional	1
estudios	La reestructuración de la industria productora de equipos de telecomunicaciones a escala mundial, por Alejandra Herrera	3
	La industria de equipos de telecomunicaciones en Brasil, por Salomão Wajnberg	11
	Integración regional por productos: el caso de la leche y sus derivados, por Jaime Quijandria Salmón	30
	Situación del transporte ferroviario Buenos Aires-Matarani, por Mario Alejandro Weitz	44
comentarios	¿Están la Comunidad Europea y América Latina construyendo un futuro común?, por Abel Matutes	50
Información		
américa latina	Cronología	54
	ALADI	67
	Grupo Andino	68
	Organismos	69
	Países	70
	Noticias breves	72
actividades del Intal		73
documentación		
	El destino manifiesto de América Latina, por Belisario Betancur	74
	Telecomunicaciones: las nuevas autopistas del gran mercado europeo	76
estadísticas		
	Comercio intraesquemas	80
	Cuadro 1. Exportaciones intra-ALADI, año 1989	80
	Cuadro 2. Exportaciones intraandinas, año 1989	82
	Cuadro 3. Exportaciones intracentroamericanas, año 1989	83
	Cuadro 4. Importaciones de los países de CARICOM	84

integración latinoamericana

revista mensual
del Intal

abril 1990
año 15, nº 155

Instituto para la
Integración de América
Latina (INTAL), Esmeralda 130,
1035 Buenos Aires,
República Argentina

editorial	La identidad cultural singular y universal de América Latina y el Caribe	1
estudios	Reflexiones generales sobre desarrollo, cultura e integración en América Latina, por Claudio Herrera Alamos	3
	Una propuesta para convertir la radialidad en un espacio circular, por Lucila Pegliai	19
	A propósito de la herencia colonial y su injerto en América Latina: España en Santiago, por Santiago Kovadloff	24
información		
américa latina	ALADI	39
	SELA	40
	Grupo Andino	40
	Organismos	41
	Países	42
	Noticias breves	44
actividades del Intal		45
documentación	ALADI: Acuerdo de Alcance Parcial de Cooperación e Intercambio de Bienes en las Areas Cultural, Educacional y Científica	46
	Declaración de Brasilia (Síntesis)	
	Primera Reunión de Ministros de Cultura de América Latina y el Caribe	48
	I Reunión de Ministros de Cultura y del Mecanismo Permanente de Consulta y Concertación Política: Documento Final	49
	II Encuentro de Ministros de Cultura de América Latina y el Caribe	
	Informe Final	52
	Declaración de los países de habla inglesa del Caribe representados en la Reunión de Ministros de Cultura de América Latina y el Caribe	55
	Acta de la III Reunión del Grupo de Trabajo de Integración Cultural, Brasil-Argentina	56
	Declaración de Galápagos: Compromiso Andino de Paz, Seguridad y Cooperación	59
	SELA: Segunda Reunión Preparatoria de Alto Nivel de la Conferencia Regional sobre Deuda Externa (Decisiones Nº 285 y 294)	
Bases para la elaboración de una propuesta de América Latina y el Caribe en materia de deuda externa	74	
estadísticas	Intercambio latinoamericano de impresos	
	Exportaciones	79
	Importaciones	82

EL TRIMESTRE ECONOMICO



Vol. LVI (4)

México, Octubre-Diciembre de 1989

Núm. 224

SUMARIO

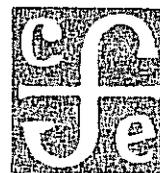
ARTÍCULOS:

- | | |
|---------------------------------|--|
| Victor Prochnik | <i>Cadenas y etapas en el complejo de la construcción civil</i> |
| Andrés Solimano | <i>La inflación y los costos de estabilizar</i> |
| Enrique Oteiza | <i>Recursos humanos en la América Latina</i> |
| Andrew Zimbalist | <i>La economía cubana al comienzo del cuarto decenio</i> |
| Gabriel Palma y Mario
Marcel | <i>Comentario de Nicholas Kaldor sobre el "discreto encanto" de la burguesía chilena</i> |
| Maurice Allais | <i>Las líneas generales de mi obra</i> |

RESEÑAS BIBLIOGRÁFICAS:

Roberto Reyes Mazzoni; Luiz Bresser Pereira y Yoshiaki Nakano, *La teoría de la inercia inflacionaria*. Nora Lustig: *Seis versiones sobre las causas de la crisis mexicana de 1982: Barker y Brailovsky (1983), Bazdresch (1983), Garcia A. y Serra P. (1984), Ize y Ortiz (1985), Ros (1986) y Taylor (1985)*. Vladimiro Brailovsky: *Comentario a la reseña de Nora Lustig*. Alain Ize: *Comentario a la reseña de Nora Lustig*. DOCUMENTOS: *Exhortación a una reducción de la deuda por 125 mil millones de dólares (WIDER)*.

EL TRIMESTRE ECONOMICO



Vol. LVII (1)

México, Enero-Marzo de 1990

Núm. 225

SUMARIO

ARTÍCULOS:

- | | |
|---|--|
| Michael A. Lebowitz | <i>¿Es marxismo el marxismo analítico?</i> |
| Carmelo Mesa-Lago, María A. Cruz-Saco y Lorena Zamalloa | <i>Determinantes de los costos y la cobertura del seguro-seguridad social. Una comparación internacional enfocada en la América Latina</i> |
| Roberto Frankel y Guillermo Hozanwurtal | <i>Restricción externa y generación de recursos para el crecimiento en América Latina</i> |
| Fernando Clavijo y Riccardo Faini | <i>Las elasticidades ingreso cíclicas y seculares de la demanda de importaciones en los países en desarrollo</i> |
| Luis Raúl Romero | <i>Relación de precios de intercambio en la América Latina, 1980-1986</i> |
| Rudiger Dornbusch y Sebastián Edwards | <i>La macroeconomía del populismo en la América Latina</i> |
| Andrés Velasco y Felipe Larraín | <i>La macroeconomía básica en los intercambios (swaps) de deuda</i> |
| Ricardo Martner Fanta y Daniel Titelman Kardonsky | <i>Inflación y nivel de actividad en Chile: Una aplicación del modelo de corrección de errores</i> |
| E. J. Amadoo y T. Banuri | <i>La política económica y manejo del conflicto</i> |

RESEÑA BIBLIOGRÁFICA:

Adalberto Savión. "Servicios y restructuración industrial en Italia"

Fondo de Cultura Económica - Av. de la Universidad 975
Apartado Postal 44975, México, D. F.

DESARROLLO ECONOMICO

Revista de Ciencias Sociales

Vol. 29

Julio-setiembre 1989

Nº 114

ROBERTO FRENKEL y MARIO DAMILL: Negociaciones salariales e inflación en el Uruguay democrático.

HILDA HERZER y PEDRO PIREZ: Municipio y participación popular en América Latina.

GUILLERMO NEIMAN: Reproducción y expansión en la agricultura familiar. Un estudio de caso en el noroeste argentino.

GUILLERMO ESCUDE: Gasto público, rezagos fiscales e inflación bajo previsión perfecta.

ANA M. GARCIA DE FANELLI: Patrones de desigualdad social en la sociedad moderna: una revisión de la literatura sobre discriminación ocupacional y salarial por género.

JOSE LUIS MORENO: Población y sociedad en el Buenos Aires rural a mediados del siglo XVIII.

Crítica de Libros - Información de Biblioteca

INSTITUTO DE DESARROLLO ECONOMICO Y SOCIAL

Aráoz 2838 / 1425 Buenos Aires / República Argentina.

PENSAMIENTO IBEROAMERICANO

Revista de Economía Política

Número 16

Julio-Diciembre 1989

SUMARIO

EL TEMA CENTRAL: "REESTRUCTURACION INDUSTRIAL. EXPERIENCIAS INTERNACIONALES"

ENFOQUES GLOBALES

- Geri Rosenthal: Presentación.

BASES DE LA COMPETITIVIDAD

- Dieter Ernst: Tecnología y competencia global. El desafío para las economías de reciente industrialización.
- Cristiano Antonelli: La difusión internacional de innovaciones. Pautas, determinantes y efectos.

DESARROLLO E INDUSTRIALIZACION

- Aníbal Pinto: Notas sobre industrialización y progreso técnico en la perspectiva Prebisch-CEPAL.
- Fernando Fajnzylber: Sobre la impostergradable transformación productiva de América Latina.
- Daniel M. Schydlovsky: La eficiencia industrial en América Latina: Mito y realidad.

COMPARACIONES INTERNACIONALES

- Pitou Van Dijk: Análisis comparativo entre América Latina y el Este Asiático. Estructura, política y resultados económicos.
- Gary Gereffi: Los nuevos desafíos de la industrialización. Observaciones sobre el Sudeste Asiático y Latinoamérica.
- Ignacy Sachs: Desarrollo sustentable, bio-industrialización descentralizada y nuevas configuraciones rural-urbanas. El caso de la India y el Brasil.

FIGURAS Y PENSAMIENTO

- José Antonio Gimbernat: En recuerdo de Ignacio Ellacuría.

Agencia Española de Cooperación Internacional

Revista Pensamiento Iberoamericano

Avenida de los Reyes Católicos, 4

28040 Madrid

Teléfono: 583 83 91

Télex: 412 134 CIBCE

Fax: 583 83 10

PENSAMIENTO IBEROAMERICANO

Revista de Economía Política

Número 17

Enero - Junio 1990

SUMARIO

EL TEMA CENTRAL: <<ESTRATEGIAS Y POLITICAS INDUSTRIALES>>

POLITICAS INDUSTRIALES NACIONALES

Casos latinoamericanos

- * José Tavares de Araujo Jr: Lia Haguenuer y João Bosco M. Machado, *Pratexão*, competitividade e desempenho exportador da economia brasileira nos anos 80.
- * Alejandro Jadresic: Transformación productiva, crecimiento y competitividad internacional. Consideraciones sobre la experiencia chilena.
- * José Manuel Salazar y Eduardo Doryan: La reconversión industrial y el Estado concertador en Costa Rica.
- * Jacques Marcovitch: Política industrial e tecnológica no Brasil: Uma avaliação preliminar.

Casos europeos

- * Mikel Buesa y José Molero: Crisis y transformación de la industria española: base productiva y comportamiento tecnológico.
- * Rafael Myro: La política industrial y la recuperación de la industria española.
- * Jaime Andrez: A política industrial em Portugal.
- * Paolo Guerrieri: Patrones de especialización comercial y competitividad internacional: el caso italiano.

Análisis de Procesos Sectoriales de Reconversión Industrial

- * Jorge Méndez: La industria metalmeccánica y la reestructuración industrial en Colombia.
- * Roberto Bisang: Transformación productiva y competitividad internacional. El caso de las exportaciones siderúrgicas argentinas.
- * Eduardo Arguedas: Reconversión de la industria química: una opción para el desarrollo de Costa Rica.
- * Jorge Beckel: Cooperación técnica industrial en el ámbito empresarial latinoamericano.

Agencia Española de Cooperación Internacional
Revista Pensamiento Iberoamericano
Avenida de los Reyes Católicos, 4
28040 Madrid
Teléfono: 583 83 91
Télex: 412 134 CIBCE
Fax: 583 83 10

ECONOMICA

LA PLATA - REPUBLICA ARGENTINA

AÑO XXXIV - Nro. 2

Julio-Diciembre 1988

SUMARIO

CRISTINI, Marcela
CHISARI, Omar O.

El impuesto a la tierra: una discusión de sus efectos económicos para el caso argentino.

ELIAS, Víctor J

Productividad en el sector industrial argentino: 1935-1985.

ESCUDE, Guillermo

Teoría de carteras y de la intermediación financiera.

SALAMA, Elías

Sobre el ingreso nominal como meta intermedia de la política monetaria.

SZYCHOWSKI, Mario L.

La protección efectiva (Tratamiento de los insumos de bienes domésticos) Argentina 1988.

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Calle 48 Nro. 555 - Piso 5º. Ofic. 522
1900 La Plata, Argentina

IMPRESO EN EL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA
