

I. Resumen, conclusiones y recomendaciones

El crédito es una institución antiquísima que antecede en mucho a la creación del dinero y que involucra la transferencia de poder de compra entre agentes económicos, por lo que permite eludir la necesaria coincidencia entre compras y ventas implícitas en el trueque. La tasa de interés es la retribución a la unidad económica que se abstiene de gastar.

Todos los días se realizan millones de operaciones crediticias, muchas de las cuales no son reconocidas como tales. Sólo una pequeñísima parte de las mismas es documentada en alguna forma, y sólo una ínfima parte es concretada mediante la ayuda de un intermediario financiero.

Las transacciones financieras entre particulares no influyen en forma directa en el nivel del gasto agregado (aunque sí lo pueden hacer, en forma indirecta, a través de los efectos de la tasa de interés sobre la propensión al gasto), puesto que el que otorga el crédito restringe su gasto en un monto exactamente idéntico al incremento en el poder de compra del que recibe el crédito. Sin embargo, una transacción financiera entre un particular y el estado - y/o el extranjero-, sí puede afectar el gasto agregado si el gasto de estos últimos - en bienes nacionales - no compensa la abstención de gasto del que otorga el crédito (o viceversa, si es el estado - o los extranjeros - el que otorga el crédito).

* 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

La intermediación financiera es muy antigua, y su principal función es la de servir de nexo entre las unidades superavitarias y las unidades deficitarias de fondos.

El rechazo hacia la intermediación financiera ha estado presente en numerosas culturas y se mantiene en la actualidad. En realidad, esta actitud proviene del rechazo hacia la figura del interés. En ese contexto, no debe extrañar la tendencia histórica hacia la regulación de la actividad financiera.

El sistema financiero argentino no ha escapado a esta tendencia, y ha estado sujeto a numerosas -y cambiantes- regulaciones a lo largo de su historia. A partir de 1940, esta tendencia toma un matiz ideológico, que culmina con la llamada "nacionalización" de los depósitos en 1947. Los sistemas vigentes entre 1956 y 1975, a pesar de la eliminación de dicha "nacionalización" de los depósitos, continuaron sujetos a numerosas regulaciones.

La crisis económica y financiera de 1975/1976, terminó con los últimos vestigios de "ilusión monetaria" (tendencia a guiarse por valores nominales en lugar de por valores ajustados por inflación), por lo que todo intento de fijar tasas de interés en valores negativos en términos reales termina siempre en serias crisis de inflación y de balanza de pagos.

Las regulaciones y los controles -en conjunción con una alta, variable y creciente inflación- son las causas de la práctica desaparición del sistema financiero institucionalizado, ejemplificado por la reducción de la captación de fondos del público (depósitos), los que a

principios de 1976 representaban sólo el 10% de los niveles de la década de 1940.

La desregulación de la actividad financiera en 1977 trajo como consecuencia el rápido crecimiento del sistema institucionalizado, tanto en lo que refiere al nivel de los depósitos como en los que se refiere a sus formas operativas. Sin embargo, la experiencia histórica en materia de regulaciones y de inflación probó haber afectado de una manera profunda las formas en que se efectúan las transacciones y las prácticas operativas, lo que se refleja en el bajo crecimiento de los depósitos a la vista.

La experiencia argentina en materia de regulaciones permite afirmar que no existe sector económico que haya estado sujeto a tantas regulaciones como el sector financiero. Su práctica desaparición es consecuencia directa de dichas regulaciones y de la inflación. El hecho de que el sistema financiero institucionalizado no haya desaparecido totalmente es un tributo a su capacidad de adaptación.

La Argentina no es el único país que se ha visto afectado por la tendencia a regular la actividad financiera. La inmensa mayoría de los países, en mayor o menor medida, ha sufrido las consecuencias de esta tendencia a la regulación. Sin embargo, pocos sistemas se han visto sujetos a tantas trabas, regulaciones e inflación, como el argentino.

Los efectos de las regulaciones han sido similares en todos los países. Es decir: disminución de la importancia del segmento institucionalizado y canalización de los recursos hacia mercados secundarios (legales e informales). Por ejemplo, en los EEUU la participación de los bancos

comerciales en el mercado de crédito se redujo de cerca del 71% en 1947 al 38% en 1985.

Esta tendencia, y la imposibilidad de lograr los objetivos que persiguen los controles, ha llevado a que -durante la década de 1980- la mayoría de los países industrializados implementaran amplias medidas de desregulación de sus mercados financieros.

La tendencia argentina ha sido muy similar a la descrita en el caso de los EE.UU. La fijación de tasas de interés en niveles inferiores a los de la inflación, y las regulaciones a la actividad financiera. Incentivaron las transferencias de fondos desde los mercados institucionalizados a otros destinos. En un principio, estas transferencias se canalizaron primordialmente a la compra de bienes (en particular bienes durables), pero gradualmente los fondos comenzaron a ser transferidos hacia nuevos mercados informales de crédito y hacia la compra de divisas.

Los mercados informales de crédito, en moneda nacional, tomaron a través del tiempo las siguientes formas operativas:

- a) Crédito Comercial Directo
- b) Pagos con cheques postdatados o incumplimiento al vencimiento
- c) Captación directa de fondos del público por parte de las empresas
- d) Intermediación Financiera Pura, no autorizada
- e) Mercado Interempresas Puro
- f) Mercado "Interempresario" contra cheques
- g) Mercado "Interempresario" con garantía de Bonex
- h) Operaciones de pase
- i) Operaciones de Alquiler y Venta de Bonex
- j) Ahorro Previo y Círculos Cerrados
- k) Tarjetas de Crédito
- l) Compra de viviendas mientras se construyen

La compra de activos en monedas extranjeras tomó las siguientes formas:

- a) Compra de billetes
- b) Depósitos en el Exterior
- c) Créditos "back to back"
- d) Compra de Bonex y otros títulos públicos en divisas
- e) Compra de Acciones y otros títulos en el exterior
- f) Compra de Activos Reales en el exterior (no financiera)

Esta tendencia está claramente reflejada en la evolución del sistema financiero institucionalizado. Si se analiza la evolución del dicho sistema entre 1940 y 1985, es posible observar que los depósitos privados se redujeron del 48,9% al 11% del PBI, al mismo tiempo que el crédito al sector privado, en moneda nacional, se reducía del 40% al 10% del PBI. Es fácil imaginar las consecuencias de esta reducción del crédito, y de sus plazos, sobre el proceso productivo, en particular el proceso de Inversión.

Esta tendencia está también claramente reflejada en la evolución de la estructura de depósitos, en la que se observa la desaparición de las obligaciones hipotecarias (las que en 1940 representaban el 14,9% del PBI), y la práctica desaparición de los depósitos a la vista (las que se redujeron de un máximo del 19,6% del PBI en 1945 a un mínimo del 0,8% del PBI en 1984). Es importante resaltar el hecho de que estas caídas están en realidad subestimadas si tomamos en cuenta el hecho de que las cifras oficiales del PBI subestiman los valores reales, tal como lo demuestra el estudio del IDEC, preparado por A. Guisarrí, acerca de la informalidad en los mercados de bienes y servicios.

La errática política crediticia y regulatoria del BCRA puede ser apreciada en toda su magnitud al examinar la

evolución del sistema financiero institucionalizado en los Cuadros 3 y 4. En dicha sección se describen en detalles los factores que determinaron dicho comportamiento.

Quizás el mejor ejemplo de los motivos de la gran preocupación argentina por los temas financieros y de la evolución del sistema financiero institucionalizado se encuentra en el Cuadro 6, el que muestra el resultado de la asignación alternativa de una cartera de 100 pesos (o de una deuda de 100 pesos) en 1970, medida en moneda constante a fines de 1983. Dicho cuadro muestra que una persona que no se hubiese preocupado por los resultados financieros de su asignación de cartera, habría perdido a fines de 1983 prácticamente todo su capital (o se encontraría debiendo cerca de 900 pesos si fuese un deudor que siempre se equivocó en sus decisiones de cartera). Este duro proceso de aprendizaje se encuentra reflejado en las tenencias privadas de activos monetarios que muestra el Cuadro 5.

La última parte del trabajo muestra una evaluación empírica de la evolución relativa de los distintos mercados informales de crédito. En ella puede apreciarse como el proceso gradual de desmonetización (o de reducción de tenencias de activos financieros institucionales nacionales) tuvo inicialmente como contrapartida la compra de bienes, pero desde principios de la década de 1980 el mismo tiene fundamentalmente como destino: en primer lugar la compra de divisas, y en segundo lugar la concreción de operaciones en activos mercados informales de crédito.

Es posible estimar que, a fines de 1983, las tenencias privadas de divisas alcanzaban los 17.300 millones

de dólares, valor que incluye la capitalización de los intereses de dichas tenencias (aunque menos precisamente, se puede estimar que a fines de 1986 esa cifra superaba los 20.000 millones de dólares). Esta cifra no incluye la compra de bienes reales en el exterior, ni la compra de acciones ni los depósitos realizados por argentinos a través de no residentes. A esa misma fecha (fines de 1986), los depósitos totales en el sistema financiero institucionalizado apenas superaban los 16.000 millones de australes (equivalentes a 12.700 millones de dólares oficiales, o a poco menos de 10.000 millones si la equivalencia se efectúa al tipo de cam bio pa ra le le o), y recordando que parte de esos depósitos provienen del sector público es posible estimar que los depósitos privados en el mercado institucional no alcanzaban los 11.000 millones de dólares oficiales (menos de 9.000 millones, medidos al tipo de cambio paralelo).

La medición del tamaño relativo del resto de los mercados informales de crédito plantea serios problemas de medición (en el texto se describen los mecanismos que se utilizaron para dicha evaluación). Una primera evaluación permite concluir que a fines de septiembre de 1986, los distintos mercados ~~representaban~~ representaban aproximadamente los siguientes montos: Mercado interempresas -contra cheques o con garantía de Bonex-: aproximadamente 1.200 millones de dólares; operaciones de alquiler y venta de Bonex: 1.200 millones de Bonex (750 millones de dólares); círculos cerrados y planes de ahorro previc: representaban un monto de financiamiento a las empresas de aproximadamente 700 mi llones de dólares (incluyendo el sobreprecio de venta como

financiamiento), y una cifra similar a los adjudicatarios; tarjetas de compra y de crédito: aproximadamente 200 millones de dólares de financiamiento neto de corto plazo. Con respecto a las restantes formas operativas, es posible concluir que, a dicha fecha, el volumen total de sus transacciones era realmente ínfimo.

En resumen, la totalidad de los mercados informales de crédito en moneda nacional representaban, a fines de septiembre de 1986, aproximadamente 3.500 millones de dólares (oficiales), monto equivalente a poco más del 30% de la operatoria del sistema institucionalizado de crédito, pero que solamente representaba el 10% del total (cerca de 35.000 millones de dólares) de las tenencias de activos financieros por parte de argentinos. El sector institucionalizado solo representaba el 32% de dicho total, mientras que las tenencias de divisas representaba el mayor porcentaje con cerca del 58% del total. Estos porcentajes son absolutamente coherentes con los resultados del Cuadro 6.

Todo lo anterior lleva a preguntarse el porqué de las regulaciones. Aunque podría debatirse desde un punto de vista filosófico y teórico el razonamiento que lleva a la adopción de las regulaciones sobre la operatoria del sistema financiero, las consecuencias prácticas de las centenares de regulaciones hacen innecesario entrar en dicho debate, puesto que los únicos resultados que se pueden mostrar como consecuencia de las regulaciones y de la inflación, es la práctica destrucción del sistema financiero institucionalizado, la exportación del ahorro nacional al

exterior, y la falta de crédito para financiar las actividades productivas nacionales. Siendo el dinero fungible, su control es prácticamente imposible.

Sin embargo, la mayor crítica a los resultados de los controles y regulaciones no surgen de los puntos anteriores, sino de los resultados que se muestran en el Cuadro 5. Qué consideración de orden económico puede justificar la verdadera estafa que significa la pérdida de la casi totalidad de los ahorros de alguien que decidió dejar sus acreencias financieras en el sistema financiero institucionalizado, para ser despojado de los mismos por la inflación y por tasas de interés reales negativas? Es importante resaltar que los sectores que trasladan sus recursos hacia otros mercados, con el objetivo de protegerse mejor de las regulaciones y de la inflación, son generalmente los que incluyen los segmentos de la población más sofisticados y mejor informados. Quiénes continúan dejando sus depósitos en el sistema financiero institucionalizado?: los sectores menos informados o con menor acceso a los mercados informales. Estos resultados muestran con claridad que la inflación es un impuesto absolutamente regresivo puesto que afecta a los sectores menos pudientes y sofisticados, y que las regulaciones sólo logran que sean dichos sectores los que no puedan eludir tales efectos.

No es el objetivo de este trabajo efectuar cuidadosas y detalladas recomendaciones en materia de política económica. Sin embargo, del análisis anterior se

pueden extraer algunas conclusiones que pueden ayudar a la formulación de tal política.

En primer lugar, es necesario reconocer que la operatoria crediticia concretada a través de un intermediario es sólo una más de las innumerables transacciones crediticias que se concertan cada día. Adicionalmente, es importante recordar que las transacciones financieras entre particulares no tienen influencia sobre el gasto agregado y, por el contrario, las mismas tienden a mejorar la eficiencia global del sistema económico.

En esas circunstancias, parecería razonable que la política monetaria y financiera se concentrara en lograr el equilibrio de las cuentas fiscales, en materializar el financiamiento -a la menor tasa de inflación posible- de cualquier desequilibrio marginal del sector público que subsista. La política monetaria del BCRA debería concentrarse exclusivamente en asegurar la liquidez y la solvencia de un sistema financiero basado en encajes fraccionarios, dejando total libertad para la concreción de transacciones crediticias entre particulares.

II. Introducción *

El objetivo de este trabajo es el examinar la evolución de los mercados institucionales e informales de crédito, durante las últimas décadas, y la asociación de dicha evolución con la existencia de regulaciones y controles a la operatoria de los distintos mercados institucionales de crédito, en particular las que afectan la operatoria del mercado financiero bajo el control del BCRA. En ese sentido, este trabajo forma parte de un conjunto de estudios que sobre los distintos mercados informales se realizan en la actualidad bajo el auspicio de IDEC.

* El autor agradece la colaboración de Alfredo Leone y de Alfonso Martínez, y los comentarios de Adolfo Diz, Enrique Blasco Garma, Marco Rebesev y Marcos Victorica. En este trabajo se hace extenso uso de otros trabajos del mismo autor, los que se encuentran listados en la bibliografía al final de este trabajo.

Este trabajo fue realizado bajo el patrocinio del Instituto de Estudios Contemporáneos (IDEC) como parte de los estudios que realiza acerca de la economía informal.

El estudio examina los aspectos conceptuales y los aspectos empíricos del tema en dos secciones claramente diferenciadas. El análisis se inicia con una evaluación cualitativa de la evolución del sistema financiero argentino -institucionalizado- durante las últimas décadas, asociando dicha evolución a las crecientes regulaciones y controles, y a la persistencia de una creciente e inestable tasa de inflación. Con posterioridad, se examina la evolución del sistema financiero de los EEUU, durante el mismo período, con el propósito de comparar la reacción de distintos sistemas financieros ante la imposición de controles y regulaciones. El último aspecto conceptual que se examina es el de la creación y difusión de distintos mercados informales de crédito como reacción ante la imposición de controles y regulaciones a la operatoria del segmento institucionalizado. En la segunda sección, se examinan estos mismos temas desde un punto de vista empírico, comenzando con el análisis de la evolución del sistema financiero institucionalizado, la evolución de las tenencias privadas de activos monetarios nacionales, y la evolución relativa de los distintos mercados informales de crédito.

Es importante destacar, que la definición precisa del concepto de mercado informal de crédito es prácticamente imposible, puesto que el mismo cubre no solamente operaciones que se encuentran prohibidas dentro de las actuales regulaciones, sino también operaciones absolutamente legales que normalmente se canalizarían a través del mercado institucional de crédito, pero que debido a la existencias de regulaciones limitativas en dichos

mercados, son desviadas hacia otros mercados. En este sentido, la definición de mercado informal de crédito que se utilizará en este estudio corresponde a un concepto impreciso que trató de abarcar todas aquellas operaciones que normalmente se canalizarían a través del mercado institucionalizado de crédito y que se dirigen hacia otros mercados como consecuencia de la existencia de controles y regulaciones.

III. Aspectos Conceptuales

El diccionario de la Real Academia de la Lengua Española define el crédito como "el derecho que uno tiene de recibir de otro alguna cosa, por lo común dinero" y también como la "opinión que goza una persona de que cumplirá puntualmente los compromisos que contraiga". También define como "carta de crédito" a "la situación económica o condiciones morales que facultan a una persona o entidad para obtener de otra fondos o mercancías".

Estas tres acepciones definen claramente las principales características de un mercado de crédito: el derecho a recibir algo en el futuro (generalmente como contrapartida de un entrega efectuada con anterioridad a dicho momento), el hecho de que no hace falta que exista dinero para que exista un mercado de crédito, y el hecho de que no puede existir un mercado de crédito sin que exista la confianza de que dicha obligación de entrega será puntualmente cumplida.

Económicamente, el crédito es una institución antiquísima que antecede en mucha a la creación del dinero. El crédito es una acción económica mediante la cual se rompe la necesaria coincidencia entre compras y ventas implícitas en las operaciones de trueque. El crédito permite separar ambas transacciones, desde que es posible recibir bienes hoy a cambios de una entrega recíproca en el futuro o, a la inversa, vender hoy sin recibir inmediatamente la correspondiente contrapartida de bienes o servicios. El crédito permite la transferencias de poder de compra - entre individuos o empresas- en un mismo momento del tiempo, al mismo tiempo que permite transferir a un mismo agente económico capacidad de compra entre el presente y el futuro. Para que exista crédito debe existir confianza. El dinero es solo otro instrumento que permite romper la necesaria coincidencia entre compras y ventas en una economía de trueque, con la fundamental diferencia de que mediante el uso del dinero no hace falta la confianza de repago por parte del que entrega el dinero. En el caso del dinero-credito (en contraposición con el dinero-mercancia), el problema de confianza se traslada al emisor del instrumento financiero utilizado como medio de pago.

La tasa de interés es la retribución a la unidad económica que se abstiene de ~~gastar~~, pudiéndose interpretar como el precio de la transferencia de consumo futuro al presente. En teoría no existe ningún impedimento para que la tasa de interés muestre valores negativos en términos nominales (por ejemplo, en el caso en que una persona adulta que piensa en sus necesidades de consumo en la vejez, cuando

ya no podrá percibir ingreso por su trabajo, la tasa de interés podría ser negativa en circunstancias en que ni las familias ni el estado proveen un sistema de seguridad social, y en el que el ahorrista obligado no encuentra a ningún joven que desee incrementar su consumo presente a cambio de un menor consumo futuro), pero la existencia de un activo -como el dinero- que permite dicha transferencia a un costo cero, impide que la tasa pueda ser negativa .

Todos los días se realizan millones de transacciones crediticias, mucha de las cuales no son reconocidas como tales, en parte porque muchas de ellas son de cortísima duración. Ejemplos de tales operaciones crediticias son: el valor del trabajo realizado hasta el momento de su cobro, los anticipos por trabajos a realizar, el pago por adelantado de un viaje en un transporte público (el taxímetro es el único caso en donde el crédito es otorgado por el propietario del vehículo y recibido por el pasajero), etc.. El monto individual de estas transacciones crediticias es por lo general muy pequeño, pero su valor agregado puede llegar a ser muy significativo, como en el caso de los salarios. La mayoría de estas operaciones no afectan el gasto total de la economía puesto que el prestamista otorga un crédito con poder de compra semejante a su abstención de gasto, sin embargo cuando en estas operaciones crediticias una de las partes en la transacción es el gobierno o un no residente, el nivel de gasto agregado en la economía puede verse afectado.

Solo una pequenísima parte de estas operaciones crediticias es documentada en alguna forma (eventos a pagar,

pagarés, cartas de crédito, etc), y solo una ínfima parte de éstas transacciones documentadas son realizadas a través de intermediarios financieros. En resumen, solo una porción insignificante del enorme número de transacciones crediticias realizadas diariamente, es concretada a través de intermediarios financieros.

La principal función de un intermediario financiero es la de servir de nexo entre las unidades superavitarias de fondos (ahorristas) y las unidades deficitarias de fondos (tomadores de créditos). Para lograrlo, el intermediario debe no solamente utilizar su propia capacidad de crédito (patrimonio líquido), sino que debe crear instrumentos de captación y de colocación que satisfagan las necesidades de ambas partes, corriendo el riesgo de descalce entre los distintos instrumentos. En este sentido, una de las principales funciones de la intermediación financiera es la de servir de arbitrador de plazos entre los -generalmente- plazos más cortos de sus pasivos y las necesidades de mayores plazos por parte de los tomadores de fondos (en particular, en lo que se refiere al financiamiento de la inversión).

La intermediación financiera es muy antigua, aunque no tan antigua como la institución del crédito. En sus inicios tomó la forma del "prestamista"- todavía común en sociedades primitivas, y en algunas no tan primitivas- el que se especializaba en prestar sus propios recursos y el de algunos allegados. Hacia principios de la era cristiana, se forman en China las primeras sociedades de ahorro y préstamo- con fines múltiples-, y con posterioridad aparecen

las formas primitivas de lo que hoy llamaríamos instituciones financieras.

Aunque el prestamista ha existido siempre, el rechazo al mismo ha estado presente en numerosas culturas. En realidad, el rechazo no ha sido hacia la figura del prestamista sino hacia la figura del interés, el que es considerado como poco solidario, y ha sido alentado tanto por la acumulación de riqueza por parte de algunos prestamistas como por la recurrencia de "estafas", en la que el intermediario desaparece con los recursos que le fueran confiados por los "depositantes" o su solvencia es ve afectada por haber prestado dichos fondos sin las suficientes garantías. En mucha ocasiones, el rechazo proviene del hecho de que el tomador de crédito requiere el mismo no en función de preferencias sino en función de necesidades imperiosas, lo que hace que su devolución se torne muy difícil. En la edad media, la mayoría de los países de religión católica discriminaron en contra de la intermediación financiera, actividad que se transformó en una actividad muy regulada y limitada a algunas nacionalidades.

En la actualidad, esta actitud se mantiene en numerosos sectores y se ha acentuado en algunos países de religión musulmana, en los que en la última década se ha retornado a lo que se denomina "sistema bancario islámico", en los que el interés ha sido prohibido y ha sido substituido por un sistema de "participación en las ganancias". En este sistema, el depositante es considerado como un inversor directo en los negocios del tomador de

crédito, y el intermediario cobra una comisión por sus servicios. En la práctica, la tasa de interés implícita en dichas operaciones ha tendido a ser superior a las vigentes con anterioridad al mismo, pero el sistema parece haber adecuado su funcionamiento a las nuevas normas, generando prácticas operativas que de hecho les permiten funcionar como si el interés siguiese vigente.

En este contexto, no debe extrañar que la experiencia histórica de la actividad haya sido dominada por la tendencia a la regulación, aunque existen períodos en donde la intermediación funcionó prácticamente sin ningún tipo de regulación, tal como en Escocia durante parte del siglo XIX.

La experiencia moderna ha sido dominada por la presencia de los Bancos Centrales, creados originalmente con el objetivo de garantizar la estabilidad de un sistema financiero basado en encajes fraccionarios (mediante la inyección de liquidez, para hacer frente a las frecuentes "corridas" de los depósitos), función ampliada en algunos países con la de vigilar la solvencia del sistema (supervisión bancaria). En la práctica, tales funciones fueron totalmente distorsionadas y la Banca Central se constituyó en: "propulsora del crecimiento" (otorgando capacidad de compra sin sustraerla de nadie); "orientadora del crédito" (partiendo de la premisa de que el mercado es un mal asignador de recursos y por lo tanto el Banco Central debe dirigir el crédito); "garantizando el carácter de servicio público del crédito" (sin especificar porque el crédito debe ser considerado un servicio público, y sin

percatarse que sólo una ínfima parte del crédito se canaliza a través de intermediarios, logrando como resultado que dicha intermediación sea cada vez mas pequeña): "sirviendo de agente financiero del sector público" (transformando al Banco Central en una verdadera Tesorería oculta, en donde se esconden déficits y superavits, y utilizando la política de encajes como un mecanismo de financiamiento del sector público).

IV. El sistema financiero argentino durante las últimas décadas

El sistema financiero argentino ha estado sujeto a numerosas y cambiantes regulaciones a lo largo de casi toda su existencia, aunque durante dicho período gozo de algunos lapsos en los que dichas regulaciones fueron relativamente moderadas, y similares a las vigentes en la mayoría de los países industrializados.

El período más prolongado de relativa desregulación, es el que se inicia con posterioridad a la crisis financiera de 1890 y que dura hasta la crisis de 1930. Durante dicho período, el sistema financiero (y el mercado de capitales) se expandió rápidamente y era considerado hacia fines de la década de 1920, en términos relativos, uno de los más desarrollados del mundo. Los depósitos del sistema financiero llegaron a superar niveles equivalentes al 50% del PBI, porcentaje superior al de la mayoría de los países industrializados y nunca más alcanzado en el país.

La crisis de la década de 1930 afectó profundamente la estructura productiva y financiera del país, tornando muchos créditos en incobrables y afectando la liquidez y solvencia del sistema financiero. La consecuente corrida de los depósitos hacia el circulante agravó estas dificultades y puso al sistema al borde de la quiebra, lo que obligó a la intervención del gobierno. La creación del BCRA es una consecuencia directa de dicha crisis. La compra de carteras de crédito por parte del sector público, como un modo de paliar la crisis de solvencia y liquidez del sistema, es el antecesor directo de la regulación gubernamental del accionar del mercado de crédito.

Con posterioridad, la regulación toma un carácter más ideológico que culmina en la década de 1940 con la llamada "nacionalización de los depósitos". Bajo este sistema, tanto los depósitos como los créditos eran captados, y otorgados, por cuenta y orden del Banco Central, y las entidades financieras actuaban como meros agentes de dicha entidad, cobrando por sus servicios. El Banco Central establecía las tasas de interés de los depósitos y de los créditos, las características de las transacciones, las actividades hacia las que se dirigía el crédito, etc. En realidad, si dejamos de lado la responsabilidad última por los riesgos de crédito, el sistema operaba en base a un encaje del 100% (es decir todos los depósitos captados eran prestados al BCRA), y a un sistema de reoscuientos (otorgados por la entidad rectora en forma totalmente discrecional). Como la tasa real de interés sobre préstamos fue persistentemente negativa, el riesgo de crédito era

prácticamente mínimo y los bancos se transformaron en simple administradores y distribuidores de subsidios. Una de las peores consecuencias de este sistema fue la desvinculación de la acción de captar depósitos de la del otorgamiento de los créditos. En algunos años, el monto de redescuentos llegó a duplicar el valor agregado de la totalidad de los depósitos, con lo que el volumen de crédito se mantuvo a pesar de la caída de los depósitos. Las obvias consecuencias fueron la inflación y la crisis de pagos externos.

Este sistema fue abandonado a mediados de la década de 1950, y reemplazado por el tradicional sistema de encajes fraccionarios, reestableciendo la vinculación entre la captación de depósitos y el otorgamiento de los créditos. Sin embargo, no solamente las tasas de interés continuaron sujetas a un fuerte control por parte del BCRA, sino que muchas de las características operativas del sistema anterior continuaron vigentes: encajes diferenciales, "cajones" de capacidad de crédito según el destino del mismo, crédito dirigido, rígida estructuración de las formas de captación y otorgamiento de fondos, etc. Con pequeñas variantes este sistema siguió vigente hasta 1973, en el que se volvió a restaurar el sistema de nacionalización de los depósitos.

Durante la vigencia de estos sistemas, dos fenómenos comenzaron a desarrollarse: por un lado la creación de numerosos mercados informales de crédito, y por el otro, prácticas - por parte de las entidades autorizadas - destinadas a burlar las regulaciones y el control del BCRA. Estas prácticas buscaban romper el racionamiento del crédito

(consecuencia natural de las tasas reales de interés negativas), ofrecer nuevas formas operativas, y apropiarse de parte de los subsidios implícitos en la acción del BCRA. Estos temas son examinados en detalle más adelante.

Durante la nueva vigencia del sistema de nacionalización de los depósitos, se plantearon los mismos problemas que ya se habían planteado con anterioridad, con el agravante de que en esta oportunidad el sistema operó sobre una base de depósitos mucho más reducida, con mercados informales de créditos plenamente desarrollados, con niveles de confianza más reducidos, y sobre todo con la competencia del propio estado en el mercado de capitales, el que ofrecía pagar por su endeudamiento tasas reales positivas (a través de los Valores Nacionales Ajustables), al mismo tiempo que otorgaba descuentos a tasas reales sumamente negativas. Si bien estos instrumentos de captación del gobierno se cotizaban en la Bolsa de Valores y, en un mercado competitivo, el precio de dichos bonos se debería haber elevado para eliminar las posibilidades de arbitrajes, el hecho de que el Banco Central regulara diariamente la cotización de dichos títulos en el mercado (a través de la colocación de nuevos títulos, a un precio fijo) impidió dicho arbitraje y dió origen a la primera de las conocidas "bicicletas".

Esta situación se vio dramáticamente agravada con posterioridad al intento de ajuste económico por parte del Ministro Rodrigo (a mediados de 1975), debido a la drástica elevación de la tasa de inflación y a la aceleración de un proceso de huida del dinero (básicamente hacia las divisas),

que redujo la captación de depósitos por parte del sistema financiero institucionalizado (hacia fines del primer trimestre de 1976) a solo el 4% del PBI (porcentaje todavía inferior si tomamos en cuenta -tal como lo demuestra el estudio sobre informalidad de A.Gulsarri- que el PBI medido por las Cuentas Nacionales, es solo una fracción del PBI verdadero). Estas circunstancias produjeron una verdadera reforma financiera en la Argentina, puesto que aun los agentes económicos menos sofisticados pudieron observar en la práctica como las tasas reales de interés negativas consumían sus escasos ahorros, y buscaron los mecanismos para defenderse de esta verdadera estafa. Los escasos residuos de "ilusión monetaria" fueron finalmente destruidos, lo que generó una situación de imposibilidad práctica de volver a sistemas financieros anteriores.

Ante la imposibilidad de continuar con una situación en la que la intermediación financiera institucionalizada estaba prácticamente desapareciendo, las autoridades económicas trataron de hacer convivir el sistema de nacionalización de los depósitos, con un segmento en el cual se permitía la operatoria a tasas de interés libremente determinadas por el mercado. Sin embargo, este mercado continuó sujeto a numerosas limitaciones. Es fácil imaginar las consecuencias de la convivencia de lo que en la práctica eran dos sistemas financieros paralelos, pero diametralmente opuestos.

La reforma financiera de 1977 planteó la desregulación de la actividad financiera, dotando a las entidades de libertad en el planteo de su operatoria. Si

blen la libertad de tasas de interés era un requisito indispensable para la nueva operatoria, debe quedar claro -por lo planteado en el párrafo anterior-, que la desaparición de la ilusión monetaria torna prácticamente imposible la operación de un sistema con tasas reales de interés negativas. Las consecuencias de los intentos, durante la década de 1980, de retornar a sistemas en los que las tasas de interés de algunos segmentos fueron fijados nuevamente en niveles inferiores a los de la inflación, es prueba suficiente de lo fútil de dichos intentos.

La desregulación de la actividad financiera trajo como consecuencia una muy rápida expansión del sistema institucionalizado, tanto en lo que se refiere a la expansión de los depósitos (los que llegaron a sumar más del 25% del PBI oficial), como en lo que se refiere al número de sucursales (lo que luego se denominó "sucursalismo") y de nuevas operatorias. Escapa al objetivo de este documento efectuar una evaluación detallada de los efectos de dicha desregulación y el porqué de la crisis de fines de la década de 1970, puesto que los efectos y causas son muy diversos y requieren una cuidadosa evaluación.

A partir de 1981, se inicia una nueva etapa en el funcionamiento de los mercados de créditos, caracterizada por frecuentes reformas, marchas y contramarchas. Es imposible efectuar un corto resumen de dichas reformas, pero en general podemos extraer las siguientes conclusiones: la tendencia es hacia la regulación, pero la realidad siempre se queda corta de los deseos de las autoridades, porque la ausencia de ilusión monetaria genera, ante los intentos de

regulación, masivos movimientos de fondos hacia mercados informales de crédito y/o hacia mercados del exterior. Se intentó en numerosas ocasiones un riguroso control de cambios y de las tasas de interés, con una tendencia a fijarlas en niveles inferiores a los de la inflación. Estos intentos nunca perduraron puesto que las consecuencias inmediatas en términos de salidas de capitales, expansión de mercados informales de crédito, incrementos en la cotización de la divisa, etc, determinaron que dichas medidas nunca perdurasen en el tiempo.

Luego de esta breve descripción de los sistemas financieros vigentes en la Argentina durante las últimas décadas, cabe preguntarse el porqué del afán regulatorio permanentemente presente. La respuesta hay que encontrarla en los prejuicios históricos que siempre caracterizaron todo lo relativo al crédito (en realidad, debería decirse: relativo a las tasas de interés), el carácter casi mágico atribuido al dinero, y el hecho de que todo sistema financiero opera en base al ahorro del público, sobre el cual el estado cree tener el derecho a legislar sobre su uso.

V. La intermediación financiera como una "industria de servicios"

En la introducción se ha señalado que el mercado institucionalizado de crédito solo cubre una ínfima proporción de las innumerables transacciones crediticias que se realizan cada día. Su existencia se debe exclusivamente a la necesidad que tiene la economía de que alguien brinde el servicio de acercar a las unidades superavitarias y deficitarias de fondos. En este sentido, la intermediación financiera es una actividad de servicio y así lo reconocen las Cuentas Nacionales. En términos más generales, la actividad financiera puede ser asimilada a cualquier otra actividad productiva que adquiere insumos del público (depósitos en sus distintas formas, créditos externos, redescuentos, mano de obra y otros insumos requeridos para brindar servicios no financieros, etc), y los transforma en el producto que vende (créditos, tarjetas de crédito, cartas de crédito, servicios no financieros, etc). La transformación de los insumos en el producto final está sujeta a ciertas restricciones, algunas de tipo técnico (banca electrónica, encajes técnicos, confianza, etc) y otras de tipo regulatorio por parte de la autoridad pública (encajes, regulaciones técnicas, etc.). En el caso particular de la Argentina, la actividad del sector está particularmente influenciada por este último elemento

Hace algunos años, en un trabajo preparado para una conferencia del Instituto Interamericano de Mercados de

Capitales, planteaba el siguiente similitud entre las regulaciones del Banco Central a la actividad financiera y lo que sería su equivalente en términos de regulaciones en cualquier otra actividad productiva:

Equivalencia de una regulación

financiera sobre otra actividad

Regulación Financiera

1. Que tipo de insumo comprar

- Regulaciones sobre características de los depósitos.
- Prohibición de pagar intereses por los depósitos a la vista.
- Estructura de tasas de interés relativas (no el nivel).
- Limitaciones en el acceso al crédito externo.
- Política de encajes diferenciales por tipo de depósito.
- Plazos mínimos.
- Montos mínimos.
- Política de redescuentos.

- | | |
|-------------------------------------|---|
| 2. En donde comprarlos | <ul style="list-style-type: none"> - Política de apertura de sucursales. - Encajes diferenciales por regiones. - Limitaciones al crédito externo. |
| 3. A quién comprarlos | <ul style="list-style-type: none"> - Regulaciones técnicas en materia de depósitos. - Restricciones a los entes públicos. - Garantía de depósitos que fija montos máximos. |
| 4. Precio a pagar por los insumos | <ul style="list-style-type: none"> - Fijación del nivel y estructura de las tasas de interés. |
| 5. Proceso de transformación | <ul style="list-style-type: none"> - Política de encajes (nivel y características). - Política de descuentos. |
| 6. A quien vender el producto final | <ul style="list-style-type: none"> - Créditos selectivos. - Tasas diferenciales de interés. - Relaciones técnicas con respecto al crédito. |
| 7. Donde venderlo | <ul style="list-style-type: none"> - Política de sucursales. - Encajes diferenciales. - Control de cambios. |
| 8. Precio a cobrar | <ul style="list-style-type: none"> - Fijación del nivel y estructura de las tasas de interés. |

Como ejemplo basta recordar que durante gran parte del período bajo estudio la apertura de nuevas entidades estuvo prohibido, que la apertura de sucursales requiera la autorización del BCRA, el que tiende a indicar los lugares en los que se pueden instalar -previa autorización- sucursales, la fijación casi permanente de las tasas de interés activas y pasivas, las normas regulatorias del destino del crédito, etc.

A pesar de que muchas de las regulaciones descritas en la parte izquierda de este listado, han sido aplicadas (y continúan siendo aplicadas) a numerosos sectores productivos, es evidente que ninguna combinación de

regulaciones aplicadas a un determinado sector productivo se asemeja -ni siquiera remotamente- a la magnitud y complejidad de las regulaciones que se aplican a la operatoria del sector financiero (las que se describen en la parte derecha del listado). En estas circunstancias, cabe preguntarse: habría sobrevivido alguna actividad productiva sujeta a semejante variedad de regulaciones?. La respuesta es claramente negativa. La supervivencia del sector financiero es prácticamente un milagro (lo que en realidad se debe a la capacidad de adaptación del sistema, y al hecho de que en momentos de grandes crisis las autoridades económicas siempre intervinieron para salvar al sistema financiero de su desaparición), aunque en muchas ocasiones de hecho su operatoria prácticamente desapareció.

La actividad financiera posee algunas características especiales, que hacen que, en determinadas circunstancias, sus problemas puedan repercutir sobre los demás sectores económicos. El simple incumplimiento de obligaciones financieras entre particulares, pactadas sin la intervención de un intermediario financiero, no puede plantear repercusiones generalizadas; sin embargo, ese mismo incumplimiento en operaciones pactadas a través de un intermediario financiero puede generar problemas de liquidez y solvencia que, en un sistema de encajes fraccionarios, puede repercutir sobre otros sectores. Estas circunstancias tornan conveniente la cuidadosa supervisión de la liquidez y solvencia del sistema financiero, pero de ningún modo justifican el tipo de intervención que interfiere en las transacciones financieras entre particulares. Asimismo, por

sus características, la actividad financiera no solo comparte con los demás sectores las repercusiones generales de determinadas medidas de política económica general, sino que en adición esta sujeta a una competencia -interna y externa- que los demás sectores no confrontan. Siendo el dinero fungible, el control de sus movimientos es prácticamente imposible. En el caso particular del crédito, dicho control es aun mas difícil, puesto que sus movimientos se realizan mediante transacciones entre particulares, las que en determinadas circunstancias ni siquiera requieren un registro contable.

Políticas de regulación irrealistas hacen imposible la competencia del sistema financiero institucionalizado con los mercados informales y con los sistemas financieros del exterior. Estos efectos se han dado no solamente en nuestro país sino en numerosos otros países que han implementado prácticas regulatorias irrealistas. Más adelante se examina, a modo de ejemplo, las consecuencias de las prácticas regulatorias vigentes a partir de la década de 1930, sobre el sistema financiero de los EEUU.

VI. Efectos de la inflación sobre la operatoria del Sistema Financiero

Es un hecho conocido que la inflación afecta y distorsiona profundamente el funcionamiento de todos los mercados y de todos los sectores del quehacer económico. Al mismo tiempo, es también una conclusión generalmente aceptada que el sector financiero es uno de los sectores más profundamente afectados por un proceso inflacionario. La inflación es solo el reflejo de la caída del precio relativo de un instrumento financiero utilizado por la comunidad como unidad de cuenta (en el caso argentino, la unidad de cuenta es el austral, utilizado como instrumento de deuda del gobierno. El monto total de la deuda instrumentada en australes es tradicionalmente conocido como la base monetaria). El mercado financiero es en esencia un mercado que opera con valores nominales (los derechos y obligaciones son especificados en valores nominales) en el que los valores son expresados en términos de la unidad de cuenta de la economía (pesos, australes, etc), por lo que la inflación modifica los valores reales implícitos en dichos derechos y obligaciones.

En las secciones anteriores hemos planteado los efectos de las regulaciones sobre la operatoria del sistema financiero. En esta sección se examinan los diversos efectos de la inflación sobre la operatoria del Sistema Financiero, en particular en lo que hace a las medidas que toman los agentes económicos para protegerse de las transferencias de

recursos reales implícitas en la inflación. En esta sección, se evaluara también las distorsiones resultante de la interacción de la inflación con las regulaciones financieras, en particular en lo que hace a la imposibilidad de los distintos agentes económicos de generar mecanismos dentro de los canales institucionales para defenderse de las transferencias patrimoniales generadas por la inflación, por encontrarse estos virtualmente prohibidos por regulaciones que no toman en cuenta los efectos de la inflación.

Las siguientes son algunas del gran número de distorsiones en el sistema financiero que se derivan de la persistencia de un proceso inflacionario:

- Afecta el rendimiento relativo de los diversos instrumentos de captación de recursos.
- Afecta en forma diferencial a las distintos tipos de entidades financieras, distorsionando la operatoria de las mismas.
- Afecta el proceso de recaudación del llamado "Impuesto Inflacionario", puesto que de hecho las entidades financieras se constituyen en agentes recaudadores del mismo. En el proceso, algunas entidades se quedan con parte del mismo, mientras que otras tienen que contribuir con sus propios recursos.
- Durante el proceso de elusión del impuesto inflacionario, se producen procesos de "desmonetización" de la economía, con la consiguiente reducción en los niveles de actividad del sector, y el incremento de los costos de intermediación.
- Genera tendencias a la introducción de nuevas regulaciones a la operatoria del sistema financiero.
- La inflación genera una tendencia a la variabilidad de las tasas nominales de interés de corto plazo, con el consiguiente incremento de los arbitrajes entre los distintos instrumentos. En particular, se genera la tendencia a transformar circulante y depósitos a la vista, en depósitos a interés de cortísimo plazo.
- La inflación incrementa la fluctuación de precios relativos, con lo que se incrementan las dificultades de evaluación del riesgo crediticio. La contabilidad, expresada en términos de valores históricos, deja de tener valor analítico, lo que dificulta aun más la evaluación de la cartera de crédito.

- La conjunción del acortamiento de los plazos de los depósitos, con las dificultades en la evaluación del riesgo crediticio, genera tendencias al acortamiento de los plazos de las operaciones crediticias, con lo cual el sistema deja de cumplir una de sus principales funciones, cual es: la de "arbitrador de plazos" entre las operaciones pasivas y las operaciones activas.
- El acortamiento de los plazos en las operaciones activas, reduce drásticamente el financiamiento de proyectos de inversión de larga maduración, lo que normalmente lleva a dos tipos de soluciones por parte de las autoridades económicas: la creación de bancas oficiales de fomento y la imposición de plazos mínimos para las operaciones crediticias. Otra tendencia es la de que la mayoría de los proyectos de inversión terminan siendo financiados con fondos del exterior.
- El incremento en el riesgo crediticio va también acompañado por dificultades en la tarea de supervisión bancaria, puesto que normalmente los Bancos Centrales (o las Superintendencias Bancarias) tienen a ser los últimos en adecuar sus normas y procedimientos a los requerimientos de la inflación.
- El aumento de la inflación tiende naturalmente a incrementar también las tasas nominales de interés de equilibrio, incluyendo en las mismas un elemento de mantenimiento de valor del capital y una tasa real de interés. El uso simultáneo de tasas nominales de interés -ya ajustadas a los nuevos niveles de inflación-, con prácticas crediticias originadas en períodos de estabilidad de precios (prestamos a cuota fija, etc.), da lugar a severas distorsiones y al acortamiento de los plazos de dichas operaciones.
- Todo sistema de crédito basado en cuotas fijas tiende a desaparecer, o subsiste en base a plazos cortos y tasas efectivas sumamente elevadas. El problema de los créditos con cuotas fijas se agrava, porque al elevarse las tasas nominales de interés, se elevan en forma mucho más que proporcional las cuotas iniciales -medidas en términos reales- por lo que el sistema tiende a desaparecer. Esto es particularmente cierto en el mercado inmobiliario, en donde el crédito desaparece.
- En la práctica, este sistema tiende gradualmente a ser reemplazado por créditos indexados, en el que tanto la cuota como el capital remanente son ajustados periódicamente en base a la evolución de la inflación. Toma mucho tiempo para que el tomador de crédito se acostumbre no solamente a las cuotas crecientes, sino en particular al hecho de que a pesar de haber efectuado pagos, su deuda nominal continúa creciendo.
- Los registros contables de las propias entidades financieras pierden relevancia en un proceso inflacionario, y es tan posible que una entidad que muestre beneficios nominales este en realidad perdiendo su patrimonio, como que una entidad que muestre pérdidas nominales este en realidad mejorando su patrimonio. Este problema se agrava, cuando en países que continúan con prácticas de contabilidad nominal, entidades que mostrarían pérdidas en sus balances ajustados por inflación, distribuyen importantes dividendos basados en ganancias nominales.
- En muchos países, las regulaciones vigentes con respecto al destino de los aportes patrimoniales de las entidades pueden contribuir a un proceso de descapitalización de las mismas, puesto que se obliga a las entidades a destinar una porción de su patrimonio a operaciones crediticias con tasas de retorno reales negativas.

Podría continuarse con una larga enumeración de efectos adicionales relacionados con los problemas de liquidez, las políticas de redescuentos de la banca central, la competitividad frente a los mercados de capitales externos, los problemas derivados de la elección de una determinada canasta para la medición de los índices de inflación, pero considero que la enumeración anterior es lo suficientemente amplia como para dar una idea apropiada de como la interacción de la inflación con las regulaciones de los Bancos Centrales tienden a generar incentivos para desviar la tarea de intermediación financiera hacia mercados informales y hacia el exterior.

VII. La regulación y el desarrollo de los mercados financieros en los EE.UU

Desde fines de la segunda guerra mundial, la economía mundial se ha visto sujeta a un proceso de integración sin precedentes, generado en parte por las acciones colectivas de los países miembros de la comunidad internacional (acuerdos de Bretton Woods, creación de mercados comunes regionales, etc.), en parte por decisiones al nivel de gobierno de países individuales (proceso de apertura económica de Italia, España, los países del sud-este de Asia, etc.), pero fundamentalmente por la acción espontánea de los sectores privados de la mayoría de los países, alentados por los adelantos en materia de tecnología y en los medios de comunicación. Sin embargo, el más importante proceso de integración se produjo en el campo financiero, como una consecuencia de la internacionalización de los mercados de capitales, y la creación de los mercados de euromonedas y los mercados financieros off-shore. Si bien estos fenómenos se desarrollaron en forma absolutamente espontánea (y en muchas ocasiones en sentido contrario a la intención de las autoridades económicas de los países nacionales), la internacionalización de los mercados de capitales responde tanto a las necesidades genuinas de la economía mundial, como a las prácticas regulatorias por parte de los países que determinaron que muchas transacciones se efectúen en mercados ad-hoc, fuera del control de las autoridades nacionales. Estos

acontecimientos, constituyen uno de los cambios más importantes que haya confrontado la economía mundial, transformando profundamente el funcionamiento de las economías nacionales, modificando la eficacia de los instrumentos tradicionales de política económica y los mecanismos de transmisión internacional de las perturbaciones económicas.

Son muy pocas las economías que han escapado a este proceso de internacionalización de los mercados de crédito, pero en pocos el proceso ha sido tan dramático -e importante por sus repercusiones sobre la economía mundial- como en los EEUU, forzándolos finalmente a una casi completa desregulación del funcionamiento de sus mercados nacionales, con el objetivo de recuperar el manejo de algunos instrumentos de política económica. Las repercusiones de los cambios en los mercados comerciales y financieros a nivel mundial, es todavía un fenómeno poco estudiado y menos entendido.

Los Estados Unidos poseen desde fines del siglo pasado uno de los mercados de capitales más desarrollados y diversificados del mundo. Su estructura responde a las distintas etapas históricas de su desarrollo económico, y aunque se aleja bastante del óptimo teórico, demostró en la práctica ser bastante eficaz en su tarea de nexo entre ahorristas e inversores. El conjunto de mercados que constituyen el llamado mercado de capitales de los EEUU es, por un largo margen, el más importante del mundo representando cerca de la mitad del conjunto de mercados del mundo no comunista.

Hasta principios de la década de 1960, la mayor parte de las transacciones crediticias se realizaban en entidades participantes del llamado Sistema de la Reserva Federal, sistema que ejercía sus funciones de control monetario a través de un complicado sistema de exigencias de efectivos mínimos -basado en requisitos diferenciales por regiones, por tipo de depósito, y hasta por montos de depósitos-, y a través de operaciones de mercado abierto (compra y venta de títulos públicos). En adición a estas obligaciones de tipo monetario, las entidades miembros del sistema, estaban obligadas a cumplir con un gran número de disposiciones regulatorias, particularmente en lo referente a las operaciones crediticias, entre las que vale la pena mencionar (por su importancia en los acontecimientos posteriores) a la regulación "O", que limitaba las tasas de interés que las entidades podían ofrecer a sus depositantes. Las entidades tenían libertad para elegir ser miembros, o no, del Sistema de la Reserva Federal (con todos sus derechos y obligaciones), y la mayoría (en función de la magnitud de sus depósitos) de las instituciones optaron por pertenecer a dicho sistema. La supervisión de la solvencia y liquidéz del sistema estaba a cargo de instituciones independientes. En adición a los bancos, existían otras entidades financieras especializadas en determinados segmentos de la intermediación.

Mientras la tasa de inflación se mantuvo en niveles reducidos, la regulación "O" no fue en la práctica operativa, por lo que la misma no generó mayores dificultades. Sin embargo, al elevarse los niveles de

inflación, dicha regulación se constituyó en uno de los principales impedimentos para el funcionamiento eficiente de los mercados crediticios y financieros de los EEUU, y contribuyó al crecimiento de los mercados de eurodólares y de los mercados off-shore. Al mismo tiempo, la mayor inflación y la internacionalización de los mercados financieros puso en evidencia los defectos de los mecanismos tradicionales de control monetario - particularmente los encajes no remunerados- y contribuyeron a la expansión de otros mercados de crédito.

Estos puntos requieren mayor clarificación. Como ya se señaló, en los EEUU las instituciones financieras tienen la opción de ser o no miembros del Sistema de la Reserva Federal, con todos los derechos (básicamente el acceso a la ventanilla de redescuentos), ventajas (confianza), y todas las obligaciones (encajes, tasas de interés, regulaciones en la política crediticia, etc.) que ello implica. La obligación de constituir un encaje significa que la entidad financiera debe mantener una parte de los depósitos que capta en la forma de algún instrumento líquido (generalmente billetes emitidos por la Tesorería o la Reserva Federal, o en un depósito en dicha Institución) no remunerado. Como una porción de los fondos esterilizados provienen de depósitos sobre los cuales la institución paga intereses, la entidad financiera sufre una pérdida por dicha inmovilización que debe ser recuperada de algún modo. Por otro lado, los bancos también captan recursos mediante cuentas sobre las que no pagan intereses (cuentas corrientes), obteniendo un beneficio por la porción no

esterilizada de dichos fondos, aunque la mecánica operativa de dichas cuentas redundan en mayores costos operativos. Mientras la tasa de inflación es reducida, la distorsión derivada de estas distintas operatorias no es significativa, y el sistema compensa el costo de esterilización con los beneficios de las cuentas sobre las que no paga intereses. Al elevarse el ritmo inflacionario y/c el porcentaje de fondos que se debe mantener esterilizado, esta compensación automática se torna difícil, con lo que existe una tendencia a trasladarla a los tomadores de crédito en la forma de mayores tasas de colocación.

En la práctica, tanto la compensación entre los diferentes tipos de instrumentos de captación como el traslado de los mayores costos a los tomadores de créditos se tornó muy difícil por la competencia de las instituciones no adheridas al Sistema de la Reserva Federal -y por lo tanto no sujetas a dichas obligaciones- y por la competencia de los nacientes mercados de Euromonedas y Off-Shore. Ante esta situación, las entidades debieron optar entre sufrir la pérdida de competitividad, o la de enfrentarla renunciando a ser miembros del sistema, o incorporando sus sucursales a los mercados off-shore en el exterior. Las estadísticas muestran que las entidades siguieron ambos caminos, en magnitudes tan significativas que las autoridades se vieron finalmente obligadas a desregular la operatoria del mercado financiero nacional, permitiendo primero nuevas operaciones, aceptando luego el funcionamiento de un mercado Off-Shore en Nueva York, e implementando finalmente una amplísima desregulación.

El crecimiento del mercado de Euromonedas entre 1960 y 1980 es pasmoso. Desde un monto inferior a los 500 millones de dólares en sus inicios -con el depósito, a mediados de la década de 1950, de las reservas de divisas de libre disponibilidad de la Unión Soviética, por temor a la declaración de su inconvertibilidad por parte de los EEUU-, la operatoria se multiplica rápidamente llegando a los 130.000 millones en 1970 y superando los 1,2 billones en 1980 (1,2 trillones de acuerdo a las convenciones numéricas de los EEUU).

Esta expansión sólo refleja la tendencia a eludir las regulaciones financieras nacionales por parte de los agentes económicos de la mayoría de países, incluyendo a las instituciones financieras. En muchos casos, los mercados financieros Off-Shore sólo son simples anotaciones contables de transacciones realizadas en los países de residencia de los agentes económicos, contabilizadas en los países sedes de la banca off-shore con el objetivo de eludir las regulaciones financieras nacionales.

La tendencia a canalizar las transacciones hacia instituciones financieras no miembros del Sistema de la Reserva Federal, y hacia nuevas operaciones dentro del propio sistema fue también muy acelerada. Un ejemplo de estas nuevas formas de captación son los denominados "fondos mutuos de los mercados de dinero", los que en 1974 operaban por un monto de sólo 900 millones de dólares, mientras que en 1981 superaban los 120.000 millones de dólares.

Los Cuadros 1 y 2, permiten apreciar la magnitud de este proceso de diversificación de los mercados financieros, resultado de las prácticas regulatorias.

CUADRO 1: EVOLUCION DE LOS PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS

EEUU: 1947-1985

(Saldo a fines de período en miles de millones de dólares)

TIPO DE ACTIVO	SALDOS A FINES DE:				
	1947	1970	1974	1979	1985
DEPOSITOS EN:					
Bancos Comerciales	131,1	448,4	692,9	1063,1	1772,5
Miembros del SRF	110,1	353,7	524,4	n/d	n/d
A la Vista	(81,8)	(174,5)	(287,4)	n/d	n/d
A Plazo	(28,3)	(179,2)	(317,0)	n/d	n/d
No miembros del SRF	20,9	94,6	168,5	n/d	n/d
A la Vista	(13,9)	(42,8)	(64,9)	n/d	n/d
A Plazo	(7,0)	(51,9)	(103,5)	n/d	n/d
Bancos Mutuales	3,4	71,6	98,7	146,0	186,0
Ahorro y Préstamo	17,7	146,7	243,0	476,2	750,0
ACEPTACIONES	0,5	38,8	67,6	158,1	369,0
ACTIVOS C. SEGUROS	51,0	206,2	263,4	432,3	825,9
COMPAÑIAS FINANCIERAS	2,5	31,1	79,6	122,4	394,9
"CREDIT UNION"	0,2	12,5	37,2	65,6	118,0
SUCURSALES DE BANCOS DE EEUU EN MERCADOS DE EURO- DOLARES Y OFF-SHORES 1/	0	27,4	107,9	273,8	336,3
SUB-TOTAL	185,3	982,7	1590,3	2731,5	4562,6
TENENCIAS PRIVADAS-NO FINANCIEROS-DE TITULOS PUBLICOS	79,5	92,5	84,9	138,0	213,8
TOTAL	264,8	1075,2	1675,2	2869,5	4876,4

1/ Incluye exclusivamente los depósitos denominados en dólares en sucursales de bancos de los EEUU en el exterior. No incluye los depósitos en las mismas sucursales, denominados en otras monedas, ni los depósitos en dólares en otras entidades.

FUENTE: "FEDERAL RESERVE BULLETIN", Numeros diversos.

CUADRO 2: EVOLUCION DE LA PARTICIPACION DE LOS BANCOS MIEMBROS DEL SRF

EN EL PROCESO DE INTERMEDIACION FINANCIERA

(porcentajes)

FIN DE:	Depositos en:			
	Bancos Comer- ciales/ Sub- Total	Bancos Miembros/ Sub-Total	Bancos no Miembros/ Sub-Total	Bancos Comer- ciales/ Total
1947	70.75	59.42	15.98	49.51
1970	45.63	35.99	21.11	41.70
1974	43.57	32.98	24.32	41.36
1979	38.92	n/d	n/d	37.04
1985	39.02	n/d	n/d	36.35

Los valores de la columna (1) se obtienen a partir del cociente entre el sub-total para bancos comerciales (131,1 en 1947) y el sub-total de tenencias financieras para el mismo año (195,3). La columna (2), mediante el cociente del subtotal para bancos miembros del SRF (110,1 en 1947) y el mismo subtotal de tenencias financieras. La columna (3) es similar a la (2) para bancos no miembros. La columna (4) mide el cociente entre el sub-total para bancos comerciales (131,1), y el total - incluyendo las tenencias privadas de títulos públicos- (264,8).

FUENTE: CUADRO 1, y "Federal Reserve Bulletin"

VIII. Los mercados informales de crédito en la Argentina

Uno de los problemas que se encuentra al tratar de describir la evolución de los mercados informales de crédito en la Argentina, es el de la imposibilidad de definir precisamente los alcances de dicho concepto.

Existe una tendencia natural a definir intuitivamente los mercados informales de crédito como el conjunto de mercados en donde se realizan transacciones crediticias realizadas sin la participación de un intermediario autorizado por el BCRA. Sin embargo, tal como se señaló en las secciones anteriores, solo una ínfima parte de las transacciones crediticias que se concretan en cada momento del tiempo son realizadas a través de un intermediario financiero, por lo que dicha definición sería por un lado demasiado amplia y, por el otro, dejaría afuera operaciones realizadas por entidades autorizadas por el BCRA que forman parte del mercado informal de crédito.

Una definición más restrictiva, pero más adecuada a los fines de este estudio, se basa en definir dicho mercado en términos de las transacciones que se efectúan a través de un intermediario fuera del control del BCRA, y aquellas transacciones que, aunque sean realizadas a través de un intermediario, constituyen un desplazamiento de fondos que normalmente habrían sido canalizados a través del sistema financiero institucionalizado si no hubiesen existido regulaciones que lo hacen inconveniente. Esta

definición incluye transacciones tales como la compra de divisas en la forma de billetes y excluye todas aquellas transacciones directas que de todos modos se habrían realizados fuera del sistema financiero con independencia de la existencia -o no- de regulaciones. En los párrafos que siguen se presenta una breve descripción histórica de la evolución de los mercados informales de crédito, enumerando numerosas operaciones pero sin dar una definición muy precisa de las mismas puesto que dicha tarea será encarada en la próxima sección.

Dejando de lado la actividad de los prestamistas individuales, que siempre existieron y existirán, podemos ubicar el nacimiento moderno del mercado informal de crédito en la Argentina hacia fines de la década de 1940, en circunstancias en que las tasas reales de interés se tornaron negativas y el crédito fue asignado en función de las directivas del BCRA..

La primera expresión orgánica de esta intermediación paralela fue la intermediación de las escribanías, las que actuaban como verdaderas financieras, recibiendo dinero del público y otorgando préstamos, no solamente de tipo inmobiliario sino de carácter general. También podemos situar en esa época los primeros intentos de descuentos de documentos por parte de empresas no financieras.

También debe considerarse como parte del mercado informal de crédito las prácticas de algunas entidades financieras de eludir las disposiciones del Banco Central en materia de tasas de interés y asignación del crédito. Las

mayores diferencias se encontraban al fijar las tasas de colocación, las que eran incrementadas (debido al racionamiento del crédito, derivado de las tasas negativas de interés) mediante arbitrios tales como el de cobrar tasas adelantadas (incrementando la tasa efectiva), exigiendo el mantenimiento de saldos compensadores en la forma de depósitos a la vista (lo que implicaba la contabilización de créditos por un monto mayor al desembolsado), el cobro de intereses mediante comisiones ficticias, etc.

En dicha época se inicia también la compra de divisas (aunque en montos insignificantes si se los compara con los efectivizados con posterioridad). La compra de una divisa (obligaciones de gobiernos extranjeros) significa el otorgamiento de un crédito a dicho gobierno. Un depósito realizado en una entidad financiera en el extranjero significa trasladar la intermediación financiera a dicho país.

Durante la década de 1950 se inicia el auge de las Mesas de Dinero, verdaderas entidades financieras no autorizadas, las que reciben dinero del público y lo prestan. Estas entidades llegan a ser tan numerosas que las autoridades se ven finalmente obligadas a incorporarlas al sistema institucionalizado durante la década de 1950, y constituyen el origen de las entidades que hoy llamamos "financieras"

Otra práctica que tiene su origen a fines de la década de 1950, es la de las llamadas "operaciones de pase", en las que se combinan operaciones de contado y futuro en divisas, pero que en el fondo lo único que busca es eludir

normas del BCRA en lo relativo a los encajes y a los créditos.

También de esa época es el desarrollo de los mercados inmobiliarios basado en el pago en cuota de la vivienda adquirida en forma simultánea con la construcción de la misma. De hecho, el comprador de la vivienda ahorra durante el período de construcción y financia al constructor.

Los "círculos cerrados" se inician tímidamente en la década de 1960, y se consolidan en las décadas de 1970 y 1980. Hoy, constituyen uno de los principales segmentos del mercado informal de crédito.

Desde principios de la década de 1980, el desarrollo de los mercados informales de crédito en moneda nacional es fenomenal tanto en lo que refiere al número de intermediarios, como en lo que refiere al monto y modalidad de su operatoria. Sin embargo, el monto total transado en moneda nacional es todavía pequeño cuando se lo compara con el total de las distintas formas de intermediación, el que incluye la operatoria del segmento institucionalizado del mercado de crédito y las transacciones en divisas. El principal desarrollo de la década es, por lejos, la acumulación de divisas por parte de particulares.

IX. Formas operativas de los mercados informales de crédito

En la actualidad, el mercado informal de crédito opera a través de un gran número de instrumentos y formas operativas, que intentan satisfacer los requisitos de los distintos agentes económicos que transan en él. El siguiente listado muestra una descripción de las formas operativas más frecuentes en dicho mercado.

En moneda nacional- Crédito Comercial Directo.

Forma tradicional del mercado comercial de crédito, que en sí misma no constituye una transacción de mercado marginal de crédito, pero que se ve expandido cuando las regulaciones impiden el crédito comercial a través de un intermediario financiero. En esta transacción, una empresa otorga un crédito a otro agente económico (individuo o empresa) al vender un producto. Los fondos pueden provenir de la propia generación interna de fondos o del endeudamiento. En adición al crédito comercial normal, existen las siguientes formas de instrumentación:

- Pago con cheques posdatados o incumplimientos al vencimiento. Crédito voluntario (cheque posdatado) o involuntario (incumplimiento) instrumentado mediante un cheque. Es una práctica comercial muy común.

- Captación directa de fondos del público por parte de las empresas. Bajo esta operatoria, una empresa capta fondos directamente del público, pagando intereses y operando exactamente como una entidad financiera receptora de fondos. Los fondos son generalmente utilizados por las propias empresas pero en ocasiones son transferidas a otros tomadores de créditos. Fue una práctica bastante generalizada durante las décadas de 1960/70. En la actualidad se encuentra prohibida por el BCRA y se realiza en forma poco frecuente.

- Intermediación financiera pura, no autorizada.

Implica la recepción directa de depósitos del público y el otorgamiento directo de créditos, sin recurrir a figuras tales como la garantía de títulos públicos, etc. Es la típica operación del mercado marginal de crédito. Toma históricamente muchas formas: las escribanías -entre 1940 y 1970-, las mesas de dinero -desde fines de la década de 1950 hasta su transformación en financieras a principios de 1960, nuevamente a principios de la década de 1970 y también a principios de la década de 1980-, las mutuales gremiales (banquito ferroviario, etc.), y las Cajas de Créditos, que llegaron a operar con su propio mecanismo de clearing a través del Instituto Movilizador.

Constituyen verdaderas entidades financieras no autorizadas. Existen casos de entidades financieras no autorizadas pertenecientes al sector público.

- Mercado interempresas puro.

Establece la relación directa entre empresas superavitarias y empresas deficitarias de fondos. Se realiza fundamentalmente entre las grandes empresas que cuentan con sus propias mesas de dinero (en el sentido de comunicación directa con otras empresas y otros intermediarios). No practican la intermediación de fondos de terceros.

- Mercado "interempresario" contra cheques.

Esta práctica constituye en realidad una operación de intermediación financiera pura, que toma la apariencia de una operación entre empresas. El "depositante" recibe como contrapartida de su operación un cheque posdatado de una empresa (la que puede ser la empresa tomadora de fondos o no). Al vencimiento presenta directamente el cheque para su cobro. Frecuentemente el cheque es emitido por una "empresa" que pasa los fondos al verdadero tomador, recibiendo a cambio un cheque del tomador del crédito. Constituye la operación más frecuente del llamado mercado "interempresas", y una de las principales formas operativas del mercado informal de crédito en moneda nacional - durante la década de 1980.

- Mercado "interempresario" con garantía de Bonex.

Operación similar a la anterior, pero con la diferencia de que una (o las dos) parte de la operación se

realiza con la garantía de Bonex (título de la deuda pública argentina, denominado en dólares). El tomador del crédito deja, como garantía de la operación, Bonex en custodia (propios o alquilados), reduciendo de ese modo el riesgo de la operación (y por consiguiente su costo), y el depositante recibe como garantía dichos títulos (aunque pueda no haber entrega física de los mismos), reduciendo su riesgo (y la tasa de interés percibida).

Operaciones de pase.

Operación en moneda nacional en la cual todas las etapas de la transacción toman la forma de una operación en divisas. En esta operación el depositante compra divisas (o Bonex) al contado y procede inmediatamente a su venta futura. La diferencia entre los precios de compra al contado y de venta a futuro, representa la tasa de interés implícita de lo que en esencia es un depósito en moneda nacional. El Intermediario puede prestar dichos fondos ya sea directamente en moneda nacional, o puede realizar una operación de pase activa, en la que el cliente recibe un préstamo en moneda extranjera y procede inmediatamente a la venta contado de las divisas y a su recompra a futuro. La diferencia entre ambos precios representa la tasa de interés implícita del préstamo. Las divisas que vende el tomador del crédito son las mismas que compra el depositante, y en realidad no hace falta que las mismas existan puesto que toda la operación es un simple registro contable destinado a burlar regulaciones del BCRA.

Las tasas de interés implícitas en las operaciones de pases pasivos y activos deben ser equivalentes a las vigentes en el mercado para operaciones en moneda nacional.

Estas operaciones se realizan generalmente para eludir regulaciones en materia de encajes, cupos de captación, relaciones técnicas, etc. El único caso en el que la elusión de regulaciones no es el principal objetivo, es cuando se utiliza esta operación como forma de dar garantía a la operatoria de instituciones pequeñas.

El BCRA ha autorizado recientemente la concreción de estas operaciones por parte de las entidades autorizadas. Sin embargo, la misma no ofrece en su forma actual ninguna ventaja para las entidades (y por lo contrario se introducen nuevas regulaciones), por lo que es poco probable que las mismas se trasladen desde el mercado marginal al mercado institucional.

Estas operaciones fueron bastante comunes a principios de la década de 1960, y nuevamente desde 1983 hasta su prohibición en 1985. Fueron de enorme importancia en el desarrollo del mercado off-shore en el Uruguay.

- Operaciones de alquiler y venta de Bonex.

Esta operación concilia situaciones en las que las expectativas de los agentes económicos divergen en relación con la evolución futura del precio de los Bonex. Esta operación consiste en el alquiler de Bonex por parte de individuos o empresas (el costo de tal alquiler varía en función de las condiciones de mercado, pero en general fluc-

túa entre el 5% y el 10% anual, en adición a la tasa de interés de los propios Bonex) y su posterior venta al mercado sin recompra a futuro. Es una operación crediticia en moneda nacional, cuyo costo (o tasa de interés implícita) está dado por la combinación del costo del alquiler, la tasa de interés de los Bonex y la variación en el precio de mercado de dichos instrumentos. Esta operación sólo puede darse si es que existen diferencias en la percepción de la evolución futura del precio del Bonex -relativo a la evolución de las tasas de interés- entre el propietario de los Bonex (que prefiere asegurar su renta en términos de Bonex y le adiciona el retorno del alquiler), y el que los desea alquilar (quien considera que el costo de dicho financiamiento será inferior al costo del financiamiento interno).

Las operaciones de alquiler y venta de Bonex se realizan desde hace ya bastante tiempo, pero su verdadera expansión se materializa con posterioridad a la implementación del denominado "Plan Austral", a mediados de 1985. En la actualidad, constituye la principal operatoria del mercado marginal de intermediación.

Los tomadores de crédito mediante este mecanismo, consideran que el mismo ofrece otras ventajas en adición a las derivadas de su costo relativo, y son las que se derivan del plazo de las mismas (generalmente seis meses), muy superior al vigente en plaza para operaciones en moneda nacional, lo que les permite asegurarse los fondos con total independencia de las condiciones de corto plazo del mercado, y disminuir costos administrativos.

- Ahorro previo y "círculos cerrados"

Posiblemente la forma más antigua de intermediación financiera (sus orígenes se remontan a épocas anteriores al nacimiento de Cristo, en China). El sistema de ahorro previo, ha sido transformado en una importante fuente de financiamiento para las empresas productoras de bienes durables. En su forma original, un grupo de potenciales compradores de un producto, imposibilitados de adquirirlo en forma individual, aunaban sus recursos para permitir que cada uno de ellos lo adquiriese en un cierto orden. Bajo el sistema de ahorro previo, el intermediario complementaba los recursos obtenidos de este modo con fondos provenientes del ahorro público.

En la actualidad, los "círculos cerrados" se basan en el mismo principio, y las empresas pueden obtener a través de este procedimiento financiamiento a una tasa de interés equivalente a la evolución del precio del producto. El financiamiento neto para las empresas está dado por la demora entre los aportes y la entrega de productos por un valor equivalente. El resto de los aportes constituyen financiamiento entre los participantes del círculo cerrado. En adición, las empresas se benefician con una tasa real nula (medida en términos del precio del producto), con una comisión por gestión de aproximadamente el 7%, por los beneficios provenientes de las deserciones entre los integrantes del círculo, y, en particular, del hecho de que los precios de los productos sobre los que se basan los

contratos, son precios de listas, generalmente superiores a los del mercado.

También se benefician por el traslado de los gastos administrativos a los miembros del grupo, lo que implica la reducción de sus propios costos administrativos.

Por último, y aunque no sea una ventaja de tipo financiero, las empresas se benefician también con la estabilización de las demandas efectivas por sus productos, lo que les permite planear con mayor certeza el ritmo de su producción.

El crecimiento de esta fuente de financiamiento ha sido notable, en particular en lo referente a los productos durables, tal como puede apreciarse en la información que se provee en la próxima sección.

- Tarjetas de crédito.

Las tarjetas de crédito pueden ser clasificadas, según su uso, en tarjetas de compras y en tarjetas de crédito propiamente dichas. En el caso de las tarjetas de compra, el crédito otorgado al comprador es de cortísimo plazo (desde el momento de la compra al momento del pago), mientras que las tarjetas de crédito ofrecen financiamiento a más largo plazo.

La mayoría de las tarjetas que ofrecen financiamiento están asociadas a entidades financieras incorporadas al circuito institucionalizado, por lo que dicho financiamiento proviene del circuito oficial. En ese sentido solo subsistiría como parte del financiamiento proveniente del

mercado informal aquella parte del financiamiento que va desde el momento de la compra hasta el momento en que el financiamiento queda a cargo de entidades financieras. Desde este punto de vista, esta porción del financiamiento es exactamente equivalente al otorgado por las tarjetas de compra.

En las tarjetas de compra, existe un financiamiento otorgado por el vendedor que cubre desde el momento de la compra hasta el momento en que el mismo es reembolsado por el emisor de la tarjeta. Al efectuar una compra con tarjeta de crédito, el comprador recibe un financiamiento (a costo supuestamente nulo) que cubre el período desde la compra hasta su primer pago. La primera parte de dicho crédito es otorgado por el vendedor, la segunda por la empresa emisora. Si la empresa emisora está asociada a una entidad financiera, esta segunda parte está también incluida en las estadísticas de crédito del mercado institucionalizado. En ambas transacciones existen tasas de interés implícitas: descuentos en el pago del emisor al vendedor, y sobreprecio del vendedor al cliente.

La popularidad creciente de las tarjetas de crédito ha llevado a nuevas formas de operaciones crediticias marginales:

1) Compra de cupones. Si el vendedor no desea esperar hasta que la empresa emisora cancele sus obligaciones puede descontar sus cupones con intermediarios pertenecientes al segmento marginal, el que compra los cupones con un descuento.

11) Préstamo de nombre. Dado que no todas las empresas desean, o son aceptables para formar parte de la red de aceptantes de tarjetas de crédito, esta situación ha dado lugar a la creación de un nuevo mercado marginal en el que empresas adheridas prestan su nombre para el registro contable de las transacciones. En este caso el vendedor emite los cupones pero sin que su nombre aparezca en el cupón. El comprador recibe posteriormente un cupón emitido por una empresa distinta a aquella en la cual él efectuó la compra. La empresa que "presta" su nombre, lo hace de dos modos distintos: solamente participa prestando su nombre -y cobrando una comisión para hacerlo-, o actúa como intermediario comprando los cupones.

- Compra de viviendas mientras se construye.

Al desaparecer el crédito para la adquisición de viviendas (por las razones expuestas al describir los efectos de la inflación sobre el sector financiero), el mercado de la vivienda se vio duramente afectado y reaccionó creando nuevas formas operativas. Ninguna de estas formas de financiamiento ha sido realmente efectiva por lo que el mercado inmobiliario continúa sujeto a restricciones operativas insalvables. De todos modos vale la pena describir los mecanismos de financiamiento más frecuentes:

Por lejos la forma operativa más usual es el financiamiento directo por parte del sector público (redescuentos, FONAVI, Banco Hipotecario, etc.). La escasez de recursos del sector público limita esta forma de

financiamiento al mismo tiempo que las prácticas operativas del sector público limitan las posibilidades de expansión del financiamiento privado.

En adición a éstas formas de financiamiento, las más usuales entre las restantes son: las entidades de ahorro y préstamo, el préstamo comercial al constructor y el financiamiento a través de la venta anticipada de los inmuebles por construirse. De estas tres formas, la única que constituye una forma de financiamiento perteneciente al mercado informal de crédito, es la última.

Bajo este sistema, el comprador se compromete a pagar una serie de cuotas mientras el inmueble se encuentra en construcción, por lo que el sistema se asemeja al de los círculos cerrados. El constructor recibe un financiamiento directo por parte del comprador y los diversos financiamientos netos son idénticos a los descritos en el caso de los círculos cerrados. Por diversas razones, este sistema ha caído prácticamente en desuso.

Operaciones en monedas extranjeras

Por lejos, el mayor efecto de las regulaciones ha sido el desviar el mercado de crédito hacia las operaciones en moneda extranjera. Aunque a primera vista pueda parecer que la adquisición de un activo en moneda extranjera no constituye una operación crediticia, un examen detallado de las características de dichas operaciones permiten apreciar que la mayoría de las mismas constituyen una operación

crediticia. Las principales operaciones que se realizan en monedas extranjeras son las siguientes:

- Compra de divisas (billetes)

Los billetes en monedas extranjeras son instrumentos de deudas de los países que los emiten. En ese sentido, la compra de divisas constituye una transacción crediticia en la que se otorga un crédito al país emisor.

- Depósitos en el exterior (Créditos del exterior)

Cuando un residente del país realiza un depósito en el exterior esta canalizando sus ahorros en la forma de un préstamo al exterior. Si con anterioridad esos fondos se encontraban depositados en una entidad financiera local, lo que se logra es reemplazar al tomador último del crédito, que con anterioridad era otro residente y en el futuro será casi con seguridad un residente del país en el que se efectúa el depósito.

La consiguiente falta de crédito en los mercados locales (con la concuente elevación de las tasas de interés) puede forzar la sustitución de dicho crédito por los provenientes del exterior. En el caso en el que los montos coincidan, lo único que se habría logrado es sustitución del intermediario local por uno o más intermediarios extranjeros.

- Creditos "back to back"

Este es el caso extremo de la situación descrita en el párrafo anterior. Por diversas razones (generalmente para dejar registrada una deuda en el BCRA, en condiciones de control de cambios), un residente realiza una operación en la cual recibe un préstamo del exterior y deposita simultáneamente el mismo monto en la misma institución. Esta operación es muy frecuentes en ocasiones en que la autoridad monetaria ofrece seguros de cambio para los préstamos que ingresan del exterior.

- Compra de Bonex y otros títulos en divisas de la deuda pública

Esta es una operación de mercados de capitales, en la que el sector público se financia emitiendo un título de deuda denominado en divisas. El caso de los Bonex es de particular importancia por su cotización simultánea en divisas y en moneda nacional, y por el hecho de que su tenencia por parte de residentes es permitida, así como la libre entrada y salida del país. En esencia, este título se ha transformado en el instrumento legal para operar en el mercado paralelo de divisas, y en otros mercados informales de productos. Adicionalmente, cuando el gobierno insiste en otorgar redescuentos a tasas de interés negativas, y simultáneamente ofrece un título de deuda en divisas, las oportunidades de arbitraje se expanden al mismo tiempo que se reducen los incentivos a la intermediación en moneda nacional.

X. Evolución del Mercado Institucionalizado de Crédito

El segmento institucionalizado del mercado de crédito argentino se encuentra, en la actualidad, prácticamente reducido a la operatoria de las instituciones financieras bajo el control del Banco Central. Esta situación es el resultado tanto de las políticas regulatorias de las autoridades monetarias como de la persistente, inestable y creciente inflación. En el pasado, en épocas de estabilidad y menores regulaciones, el mercado de crédito mostraba una menor concentración en el mercado financiero y una mayor diversidad de instrumentos, básicamente como consecuencia de la existencia de un activo mercado de capitales y de un mercado de obligaciones hipotecarias.

El Mercado Financiero

Los Cuadros 3 y 4, muestran la evolución del sistema financiero a partir de 1940. Mientras el Cuadro 3 muestra la evolución del Balance Consolidado del Sector Financiero expresado en valores nominales, el Cuadro 4 muestra los mismos valores expresados como fracción del PBI de cada período. El primero de estos cuadros permite apreciar la magnitud, y persistencia, del fenómeno inflacionario argentino, mientras que el segundo permite apreciar las tremendas fluctuaciones a las que se ha visto sujeta la operatoria del sistema financiera

institucionalizado y la reacción de los distintos agentes económicos ante estas regulaciones.

CUADRO 3: BALANCE CONSOLIDADO DEL SECTOR FINANCIERO (1)

Saldos a fines de período

CONCEPTO	En miles de millones de pesos m/n					
	1940	1945	1950	1955	1960	1965
ACTIVO						
Disponibilidades	1,06	3,71	1,53	5,80	46,81	118,37
Depósitos p/cta. BCRA	-	-	21,87	45,83	-	-
Valor Mobiliarios	0,03	0,08	0,09	0,09	0,50	0,50
Sector Externo Neto	0,02	-0,06	0,49	1,95	8,72	-10,43
Crédito	5,65	8,09	37,46	86,76	173,09	636,95
En moneda nacional	5,63	8,05	36,60	85,60	161,11	623,74
(AI Sector Público)	(0,86)	(2,81)	(15,39)	(30,73)	(23,52)	(149,59)
(AI Sector Privado)	(4,77)	(5,24)	(21,21)	(54,87)	(137,59)	(474,15)
En monedas extranjeras	0,02	0,04	0,86	1,16	11,99	13,21
(AI Sector Público)	-	-	-	-	-	-
(AI Sector Privado)	(0,02)	(0,04)	(0,86)	(1,16)	(11,99)	(13,21)
PASIVO						
Obligaciones con el:						
Sector Privado	5,84	10,20	20,11	38,98	135,43	456,28
(Dep. a la Vista)	(1,30)	(3,83)	(10,14)	(19,79)	(73,28)	(200,94)
(Dep. Poca Movilidad)	(2,76)	(4,55)	(9,76)	(19,04)	(61,24)	(254,39)
(Obligaciones Hipot.)	(1,78)	(1,82)	(0,21)	(0,15)	(0,92)	(0,95)
(Dep. en m/extranj.)	-	-	-	-	-	-
Sector Público	0,19	0,51	3,45	10,68	43,53	105,79
(Depósitos)	(0,19)	(0,51)	(3,45)	(10,68)	(43,53)	(105,79)
Banco Central	0,01	-	32,87	83,15	43,67	124,32
Otras Obligaciones	-	-	-	-	-	-
Capital y Cuenta Varias Netas	0,71	1,12	5,00	7,63	18,48	59,00

(1) Incluye a los Bancos Comerciales, Banco Hipotecario, Banco de Desarrollo (Banco Industrial), Caja de Ahorro, Compañías Financieras, Cajas de Crédito, Sociedades de Ahorro y Préstamo para la Vivienda.

FUENTE: Boletín Estadístico del Banco Central- Números Varios

CUADRO 3: BALANCE CONSOLIDADO DEL SECTOR FINANCIERO (1)

(CONTINUACION)

Saldos a fines de período

CONCEPTO	En billones de pesos m/n			en miles de billones	
	1970	1975	1980	1984	1985
ACTIVO					
Disponibilidades	0,30	11,44	652,60	743,15	3127,10
Depositos p/cta. BCRA	-	39,09	-	-	-
Valor Mobiliarios	-	-	-	-	-
Sector Externo Neto	-0,06	-1,83	-1080,00	-1056,56	-4535,30
Credito	2,52	37,64	11446,30	2577,23	11825,70
En moneda nacional	2,43	34,76	10118,00	1472,17	7596,30
(Al Sector Público)	(0,26)	(7,05)	(1556,50)	(197,73)	(1086,60)
(Al Sector Privado)	(2,18)	(27,71)	(8561,50)	(1280,43)	(6507,50)
En monedas extranjeras	0,01	2,88	1328,30	1099,06	4468,70
(Al Sector Público)	-	-	-	(402,18)	(1764,50)
(Al Sector Privado)	(0,01)	(2,88)	(1328,30)	(696,890)	(2704,20)
PASIVO					
Obligaciones con el:					
Sector Privado	1,99	28,03	7960,30	1411,91	6935,90
(Dep. a la Vista)	(0,74)	(14,38)	(1093,20)	(121,40)	(992,10)
(Dep. Poca Movilidad)	(1,24)	(13,65)	(6670,30)	(1128,17)	(5377,50)
(Obligaciones Hipot.)	(.....)	(.....)	-	-	-
(Dep. en m/extranj.)	-	-	(196,80)	(162,33)	(566,30)
Sector Publico	0,36	7,18	1412,70	210,79	2421,40
(Depósitos)	(0,36)	(7,18)	(1412,70)	(210,79)	(2421,40)
Banco Central	0,19	37,57	904,50	364,88	2505,88
Otras Obligaciones	-	1,20	270,90	-	-
Capital y Cuenta Varias Netas	0,22	12,36	670,00	276,24	-1205,80

(1) Incluye a los Bancos Comerciales, Banco Hipotecario, Banco de Desarrollo (Banco Industrial), Caja de Ahorro, Compañías Financieras, Cajas de Crédito, Sociedades de Ahorro y Préstamo para la Vivienda.

FUENTE: Boletín Estadístico del Banco Central- Números Varios

CUADRO 4: BALANCE CONSOLIDADO DEL SECTOR FINANCIERO (1)

(Medido como fracción del PBI)

CONCEPTO	1940	1945	1950	1955	1960	1965
ACTIVO						
Disponibilidades	8,8	19,0	1,9	3,0	7,3	2,4
Depositos p/cta. BCRA	-	-	27,7	23,6	-	-
Valor Mobiliarios	0,2	0,4	0,1	...	0,1	...
Sector Externo Neto	0,2	-0,3	0,6	1,0	1,4	-0,3
Credito	47,3	41,3	47,5	44,7	27,0	15,8
En moneda nacional	47,1	41,1	46,4	44,1	25,1	15,5
(A) Sector Público	(7,2)	(14,3)	(19,5)	(15,8)	(3,7)	(3,7)
(A) Sector Privado	(39,9)	(26,8)	(26,9)	(28,3)	(21,4)	(11,8)
En monedas extranjeras	0,2	0,2	1,1	0,6	1,9	0,3
(A) Sector Público	-	-	-	-	-	-
(A) Sector Privado	(0,2)	(0,2)	(1,1)	(0,6)	(1,9)	(0,3)
PASIVO						
Obligaciones con el:						
Sector Privado	48,9	52,1	25,5	20,1	21,1	11,3
(Dep. a la Vista)	(10,9)	(19,6)	(12,9)	(10,2)	(11,4)	(5,0)
(Dep. Poca Movilidad)	(23,1)	(23,2)	(12,3)	(9,8)	(9,5)	(6,3)
(Obligaciones Hipot.)	(14,9)	(9,3)	(0,3)	(0,1)	(0,1)	...
(Dep. en m/extranj.)	-	-	-	-	-	-
Sector Público	1,6	2,6	4,4	5,5	6,8	2,6
(Depositos)	(1,6)	(2,6)	(4,4)	(5,5)	(6,8)	(2,6)
Banco Central	0,1	-	41,7	42,9	6,8	3,1
Otras Obligaciones	-	-	-	-	-	-
Capital y Cuenta Varias Netas	5,2	5,7	3,0	- 6,0	- 2,6	1,4

(1) Incluye a los Bancos Comerciales, Banco Hipotecario, Banco de Desarrollo (Banco Industrial), Caja de Ahorro, Compañías Financieras, Cajas de Crédito, Sociedades de Ahorro y Préstamo para la Vivienda.

FUENTE: Boletín Estadístico del Banco Central- Números Varios
Las cifras indican el cociente entre los valores nominales del Cuadro 3, y los valores del PBI, expresados en valores corrientes, centrados a fin de cada período.

CUADRO 4: BALANCE CONSOLIDADO DEL SECTOR FINANCIERO (1)

(CONTINUACION)

(Medido como fracción del PBI)

CONCEPTO	1970	1975	1980	1984	1985
ACTIVO					
Disponibilidades	3,0	4,2	2,5	5,2	5,0
Depositos p/cta. BCRA	-	14,5	-	-	-
Valor Mobiliarios	-	-	-	-	-
Sector Externo Neto	-0,6	- 0,7	- 3,1	- 7,4	- 7,2
Credito	25,2	13,9	33,2	18,0	18,8
En moneda nacional	24,3	12,8	29,3	12,0	10,3
(A) Sector Público	(2,6)	(2,6)	(4,5)	(1,4)	(1,7)
(A) Sector Privado	(21,8)	(10,2)	(24,8)	(8,9)	(10,3)
En monedas extranjeras	0,9	1,1	3,9	7,7	7,1
(A) Sector Público	-	-	(0,4)	(2,8)	(2,8)
(A) Sector Privado	(0,9)	(1,1)	(3,5)	(4,9)	(4,3)
PASIVO					
Obligaciones con el:					
Sector Privado	19,8	10,3	23,1	9,8	11,0
(Dep. a la Vista)	(7,4)	(5,3)	(3,2)	(0,8)	(1,6)
(Dep. poca Movilidad)	(12,4)	(5,0)	(19,3)	(7,9)	(8,5)
(Obligaciones Hipot.)	-	-	-	-	-
(Dep. en m/extranj.)	-	-	(0,6)	(1,1)	(0,9)
Sector Público	3,6	2,7	4,1	1,5	3,8
(Depósitos)	(3,6)	(2,7)	(4,1)	(1,5)	(3,8)
Banco Central	1,9	13,9	2,5	2,5	4,0
Otras Obligaciones	0,1	0,4	0,8	-	-
Capital y Cuenta Varias Netas	2,2	4,6	1,9	2,0	- 1,9

(1) Incluye a los Bancos Comerciales, Banco Hipotecario, Banco de Desarrollo (Banco Industrial), Caja de Ahorro, Compañías Financieras, Cajas de Crédito, Sociedades de Ahorro y Préstamo para la Vivienda.

FUENTE: Boletín Estadístico del Banco Central- Números Varios
Las cifras miden el cociente entre los valores nominales del Cuadro 3, y los valores del PBI, expresados en valores corrientes, centrados a fin de cada período.

El Cuadro 3, al estar expresado en valores corrientes, no permite extraer demasiadas conclusiones, excepto el confirmar la extraordinaria magnitud del proceso inflacionario argentino. Por el contrario, el Cuadro 4 muestra con total claridad los efectos combinados de las regulaciones y de la inflación sobre el sistema financiero institucionalizado. Las principales conclusiones son las siguientes:

i) El desarrollo del sistema financiero argentino era, hacia 1940, notable y comparable con el de la mayoría de los países industrializados. El monto de depósitos superaba el 50% del PBI, proviniendo en casi su totalidad del sector privado. Las operaciones de intermediación en monedas extranjeras eran prácticamente desconocidas y la influencia del BCRA (a través de su política de efectivos mínimos y de redescuentos) era prácticamente nula.

ii) La captación se efectuaba primordialmente a través de los depósitos, pero la captación a través de las obligaciones hipotecarias se acercaba al 15% del PBI. La financiación privada de la construcción de viviendas llegaba a niveles muy elevados. Las cuentas corrientes eran una importante fuente de fondos.

iii) Las disponibilidades del sistema financiero, aun cuando muy reducidas, excedían los requisitos legales del BCRA.

iv) El volumen del crédito excedía el 47% del PBI, y la mayor parte del mismo se canalizaba hacia el sector privado (alrededor del 40% del PBI, porcentaje nunca más alcanzado).

v) En 1945, la captación de depósitos se acercaba al 55% del PBI, y los fondos provenientes del sector privado excedían el 50%. La incertidumbre inherente al estado de guerra se reflejaba tanto en la prudencia de las entidades financieras (las disponibilidades se elevaban al 19% del PBI), como en la actitud del público (mayor proporción de activos líquidos, y menores plazos promedios de los mismos- reflejado en el notable incremento de las cuentas corrientes-). Esta mayor prudencia se reflejaba en una caída del crédito, medido como fracción del PBI.

vi) En este período se nota un notable incremento del crédito que otorga el sistema financiero al sector público. Si se observa el hecho de que el crédito directo al sector público se incrementa del 7,2% del PBI al 14,3% del PBI, y que las disponibilidades se mantienen en instrumentos de deuda del sector público (circulante), es posible concluir que el monto de financiamiento directo al sector público excedía el 30% del PBI, porcentaje que duplica el que mostraban las cifras en 1940 y que -excluyendo el financiamiento directo del BCRA al sector público- nunca más se repetirá. Este endeudamiento es el reflejo del incremento en el déficit fiscal y de la acumulación de reservas.

vii) El régimen de nacionalización de los depósitos entra en vigencia en 1947, y a partir de ese momento las instituciones financieras captan depósitos exclusivamente por cuenta y orden del BCRA. Esta situación se encuentra reflejada en la cuenta del activo "Depósitos por cuenta del BCRA". EL control de la tasa de interés en un contexto de inflación creciente, la falta de incentivos para la

captación de depósitos, la política discrecional de crédito, etc., están claramente reflejadas en los distintos rubros del balance. La captación de depósitos del sector privado se reduce a la mitad de la vigente solo cinco años antes. Todas las categorías muestran importantes reducciones, pero las mayores caídas se registran en los depósitos de poca movilidad y fundamentalmente en las obligaciones hipotecarias (situación a la que también contribuyó el congelamiento de los alquileres). Esto es así, porque los depósitos a interés muestran generalmente una mayor velocidad de ajuste ante caídas en su tasa real de retorno, mientras las cuentas corrientes requieren generalmente más tiempo, puesto que hace falta instrumentar mecanismos de pagos que permitan efectuar transacciones con un menor uso de efectivo. El sector público incrementa sus depósitos, al nacionalizarse numerosos sectores productivos, pero tal incremento de ningún modo compensa la caída en la captación de depósitos privados.

viii) Al disociarse la captación de recursos del otorgamiento de crédito, el BCRA adopta una agresiva política crediticia asignando redescuentos en un monto que excede en más de un 50% la esterilización de fondos por parte del BCRA. En estas circunstancias se da la paradoja de que el volumen de crédito no solamente no se reduce al caer la captación, sino que, por el contrario, se eleva alcanzando los mismos niveles de 1940. Sin embargo, la totalidad de dicho incremento se canaliza hacia el sector público, permaneciendo el crédito al sector privado estable en los niveles de 1945. Resulta evidente que dicho

financiamiento al sector público constituye en realidad un déficit fiscal encubierto.

ix) Hacia fines de 1955, la situación lejos de mejorar continuaba empeorando. La captación de depósitos del sector privado se redujo nuevamente al 20% del PBI, al mismo tiempo que el BCRA incrementaba sus redescuentos. Sin embargo, la composición de los destinatarios del crédito se modificó marginalmente, elevándose la participación del sector privado al 28,3% del PBI. Comparando los niveles de depósitos privados con los del crédito, es posible verificar que el monto neto de financiamiento del sector privado al sector público se torno negativo, con lo que el sector público terminó financiando con emisión no solo su déficit, sino también el crédito al sector público y el crédito neto al sector privado (en particular lo que podríamos denominar el sector privado paraestatal, es decir empresas privadas muy ligadas en su actividad a la actividad del sector público).

x) Las cifras de depósitos para 1955/60 y 1970 muestran una llamativa estabilidad, con los depósitos privados estabilizados alrededor del 20% del PBI. Sin embargo, las fluctuaciones dentro de dichos períodos son marcadas (tal como lo muestra las cifras correspondientes a 1965) como resultado de la inestabilidad de las diversas políticas económicas y financieras implementadas. Al consolidarse el proceso inflacionario, se crean mecanismos operativos que permiten minimizar las necesidades financieras y efectuar las transacciones con el menor uso posible de activos financieros no remunerados. Esta situación se refleja

fundamentalmente en las cuentas corrientes, las que se reducen gradualmente hasta llegar al 7,4% en 1970. La política crediticia se normaliza al cesar la nacionalización de los depósitos, y los redescuentos del BCRA se reducen gradualmente hasta representar en 1970 solo el 1,9% del PBI. El crédito hacia el sector privado se reduce a niveles equivalentes al 21% del PBI (la mitad de los niveles de 1940), y el crédito al sector público se reduce drásticamente. El sistema opera con niveles de disponibilidades muy reducidos, como consecuencia del mayor costo de mantener recursos ociosos.

xi) Durante 1973, el sistema retorna al régimen de "nacionalización de los depósitos", y -en un marco de descontrol fiscal-, al acelerarse la tasa de inflación y las regulaciones, la tendencia hacia el achicamiento del sistema financiero institucional se acelera. Si bien las cifras de fines de 1975 no muestran el momento de máximo deterioro, de todos modos ellas son lo suficientemente elocuentes como para demostrar dicha tendencia. Los depósitos del sector privado se reducen a solo el 10,3% del PBI (apenas poco más del 20% de los niveles de 1940), con la mayor caída concentrada en los depósitos de poca movilidad.

xii) La escasez de recursos, y la mayor rapidez de reacción de los distintos agentes económicos ante los desequilibrios, impidió que se vuelvan a repetir las experiencias del período 1945/1955, en las que el crédito real se expandió a pesar de la creciente desmonetización. Durante este nuevo ciclo, los desequilibrios financieros se reflejaron rápidamente en inflación y pérdida de reservas,

con lo que el crédito al sector privado no solo no se expandió, sino que se redujo a poco mas del 10%.

xiii) La experiencia del intento de liberalización financiera del período 1977/80, muestra los profundos cambios en la mentalidad de los agentes económicos. Con la flexibilización de las tasas de interés y la liberación de la mayoría de las operaciones financieras, el sistema mostró un rápido incremento en la captación de depósitos del sector privado, los que se elevaron a niveles equivalentes a los de la primera mitad de la década de 1950. Sin embargo, la composición de dichos depósitos es totalmente diferente. La persistencia de niveles elevados de inflación, la existencia de mecanismos de pagos que reducen las necesidades de efectivo, la proliferación de depósitos a plazos muy cortos, etc, permitieron que el sector privado eleve sus niveles globales de depósitos pero reduciendo aun mas sus cuentas corrientes (y por lo tanto una de las fuentes del impuesto inflacionario), elevando por el contrario los depósitos de plazos cortos. Las operaciones en monedas extranjeras (canalizadas a través del sistema financiero local) se tornaron mas frecuentes, y se transformaron en una importante fuente de crédito. El monto total de crédito al sector privado se elevó a niveles cercanos al 30% del PBI, porcentaje similar al existente a mediados de la década de 1940. Es importante destacar que una alta proporción de ese mayor crédito al sector privado se destino a financiar el incremento en los impuestos los que se destinaron a financiar un mayor gasto público^{1/}. El mayor uso del crédito externo se reflejó en la acumulación de reservas por

parte del BCRA, y en el deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

xlii) El período 1981/84, muestra un nuevo deterioro del sistema financiero. Hacia fines de 1984, la captación de depósitos privados en moneda nacional solo representaba el 8,7% del PBI (a pesar de la reducción del PBI) y las cuentas corrientes privadas habían caído hasta representar solo el 0,8% del PBI. La caída de los depósitos de poca movilidad no fue tan marcada, y se mantenían en niveles cercanos al 8% del PBI. Sin embargo, la menor caída debe interpretarse como consecuencia de la vigencia de tasas reales de interés sumamente elevadas/2/. El crédito al sector privado en moneda nacional se redujo a menos del 9% del PBI, y el crédito total al sector privado era inferior al 14% del PBI.

/1/ Sobre este tema ver: Arriazu, R; Leone A y Lopez Murphy R: "Endeudamiento Privado y Políticas Macroeconómicas: Argentina 1974-1983". CEPAL, 1986.

/2/ Es importante destacar que las tasas reales, evaluadas en forma ex-post, fueron muy elevadas. Sin embargo, durante determinados períodos cortos las mismas fueron negativas, como consecuencia de periódicos golpes devaluatorios e inflacionarios, por lo que no es posible concluir que las tasas reales percibidas ex-ante hayan sido tan elevadas.

xiv) La implementación del llamado Plan Austral, permitió revertir un poco esta situación, elevando la captación de depósitos privados al 11% y la de cuentas corrientes al 1,6%. El crédito se expandió en forma más acelerada que los depósitos como consecuencia de una política de redescuento más expansiva por parte del BCRA. Sin embargo, esta política crediticia terminó por arruinar los esfuerzos antiinflacionarios de dicho plan, puesto que al expandir la demanda en forma exagerada deterioro la cuenta corriente de la balanza de pagos y ejerció presiones inflacionarias.

Tenencias Privadas de Activos Monetarios Nacionales

Todas las conclusiones de la sección anterior pueden ser corroboradas examinando la evolución de las tenencias privadas de activos monetarios nacionales (depósitos, billetes y monedas). El Cuadro 5, muestra la evolución de dichas tenencias desde 1940.

Todos los puntos anteriores nos permiten extraer una serie de conclusiones básicas: El sistema financiero institucionalizado ha sido prácticamente destruido por la combinación de prácticas regulatorias con tasas de inflación elevadas, inestables y crecientes. El sector privado ha reducido sus tenencias de depósitos no remunerados a los niveles mínimos indispensables para poder efectuar sus transacciones (0,8% del PBI, en 1984), tomando en consideración los arreglos institucionales y los niveles de inflación.

CUADRO 5: TENENCIAS PRIVADAS DE ACTIVOS MONETARIOS NACIONALES

(en porcentaje del PBI)

SALDOS AL FIN DE	BILLETES Y MONEDAS	CUENTAS CORRIENTES	DEP. DE POCA MOVILIDAD	OBLIGACIONES HIPOTECARIAS	TOTAL
1940	9,47	10,89	23,13	14,91	58,40
1945	13,43	19,56	23,24	1,84	58,07
1950	15,10	12,06	12,38	0,27	40,81
1955	20,15	12,53	12,05	0,09	44,82
1960	16,41	11,42	9,54	...	37,39
1965	7,36	4,98	6,30	...	18,64
1966	7,71	5,38	7,09	...	20,18
1967	8,04	5,74	6,08	-	19,86
1968	8,94	7,77	7,99	-	24,70
1969	8,58	7,39	8,23	-	24,20
1970	7,76	7,14	8,15	-	23,05
1971	6,24	6,90	11,15	-	24,29
1972	4,75	6,37	10,37	-	21,49
1973	6,67	8,15	12,48	-	27,30
1974	6,96	8,04	12,20	-	27,20
1975	4,37	5,32	5,11	-	14,80
1976	3,97	4,73	7,01	-	15,71
1977	2,89	3,45	13,37	-	19,71
1978	4,13	3,11	14,37	-	21,61
1979	3,80	3,26	17,94	-	25,00
1980	4,36	3,16	20,67	-	28,19
1981	3,10	1,86	18,54	-	23,50
1982	2,89	1,82	9,87	-	14,58
1983	2,55	1,30	9,45	-	13,30
1984	2,18	0,84	8,38	-	11,40
1985	3,20	1,57	9,83	-	14,60

FUENTE: Boletín Estadístico del Banco Central- Numeros Varios

Las cifras miden el cociente entre los valores nominales de las tenencias privadas de los distintos instrumentos monetarios, y los valores del PBI, expresados en valores corrientes, centrados a fin de cada periodo.

Esta tendencia ha afectado también las tenencias privadas de otros instrumentos monetarios, tales como los billetes y monedas emitidos por la autoridad monetaria. La caída de estos últimos (de un máximo superior al 20% del PBI, a un mínimo apenas superior al 2%), es apenas inferior a la de las cuentas corrientes básicamente por cuatro motivos: el poder cancelatorio de los billetes y monedas, el desinterés de muchas entidades financieras por captar cuentas corrientes, la menor sofisticación financiera relativa de los sectores que efectúan sus transacciones en efectivo, y el hecho de que el efectivo es el instrumento preferido para realizar las transacciones financieras derivadas de la economía informal. Es importante destacar, que las fluctuaciones en las tenencias de circulante se encuentran también muy ligadas a las fluctuaciones de los niveles de salarios reales, a la adecuación de la denominación de los distintos billetes, y a la existencia o no del llamado impuestos a los débitos bancarios.

Considerando que la inflación implica una quita en el valor real de una obligación, puede interpretarse que la inflación representa el incumplimiento de una obligación por parte de un deudor (el estado, al emitir sus instrumentos de deuda, se compromete a devolver un poder de compra similar al que recibe), por lo que no debe extrañar que los acreedores (tenedores de activos monetarios) se nieguen a prestar nuevos recursos al estado a menos que la tasa de remuneración sea lo suficientemente atractiva como para compensar el riesgo de un nuevo incumplimiento (prima de riesgo). En estas circunstancias, los instrumentos no remunerados (billetes y monedas, y cuentas corrientes)

tienden a ser reemplazados por instrumentos remunerados (depósitos, encajes remunerados, etc) sobre los que el mercado exige una elevada tasa de interés. La menor caída relativa de los depósitos a interés se explica por la vigencia de elevadísimas tasas reales de interés.

XI. Evolución de los mercados informales de crédito

Tasas relativas de retorno de los distintos mercados

Los efectos de la inflación sobre el poder de compra de los distintos activos financieros, son equivalentes a los de un impuesto al patrimonio no aprobado en forma explícita por el Congreso. Ante esta verdadera "estafa" que representa la inflación, y ante las prácticas regulatorias que impiden que el sistema financiero desarrolle prácticas operativas que protejan a los diversos participantes de los efectos de las regulaciones, los ahorristas han tendido a diversificar sus tenencias de instrumentos financieros buscando formas de protegerse contra la inflación.

El proceso de diversificación de las tenencias privadas de instrumentos financieros no es sencillo, puesto que la inflación también trae como consecuencia la fluctuación de precios relativos, y las erráticas políticas económicas y financieras han determinado que la tasa de retorno de los distintos instrumentos financieros fluctúe violentamente en períodos muy cortos de tiempos. Esto ha llevado a que la mayoría de los agentes económicos en la Argentina dediquen gran parte de su tiempo a las cuestiones

financieras. no por una pasión especulativa como generalmente se argumenta, sino como parte de la propia supervivencia económica. Este tema requiere mayor explicación.

El Cuadro 6, en el que se muestran los resultados que habrían registrado distintas opciones de selección de una cartera de activos, y de una cartera de pasivos, durante el período 1971/1983, proviene del mencionado estudio sobre la evolución del endeudamiento empresarial. En este cuadro se incluyen los resultados acumulados que habrían registrado los agentes económicos, sobre la base de decisiones de portafolio adoptadas a principios de cada período (una vez por año), y mantenidas a lo largo de dicho período. El análisis se efectuó en base a unas pocas alternativas de estrategias de selección de portafolio, pero podría haber sido extendido para incluir toma de decisiones más frecuentes y otras combinaciones de alternativas de selección de cartera. El cuadro, muestra las siguientes estrategias financieras: a) acierto permanente de la opción de costo mas reducido (en el caso de las deudas) o de la de retorno mas elevado (en el caso de colocaciones); b) desacierto permanente, reflejado en la elección en cada momento del tiempo de la alternativa más costosa (deudas) o la menos rentable (colocaciones); c) toma de créditos y colocación de fondos exclusivamente en el mercado financiero local; d) toma de crédito exclusivamente en mercados externos (dólares a tasa LIBOR mas dos puntos de diferencial) sin seguro de cambio y colocaciones exclusivamente en divisas (dólares a tasa LIBOR); e) toma de créditos exclusivamente en los mercados externos, pero

haciendo uso de los seguros de cambio cada vez que el BCRA los ofrece. Este cuadro no contempla las tasas de retorno en otros mercados informales de crédito, así como tampoco la posibilidad de alternativas de inversión tales como la compra de inmuebles, campos etc.. En el, solo se consideran los resultados de decisiones de carteras basadas exclusivamente en la selección de monedas.

CUADRO 6: RESULTADOS DE DECISIONES ALTERNATIVAS DE SELECCION DE CARTERA

(Valor real a fines de 1983, de una cartera de valor 100 a fines de 1970)

(pesos de 1970)

ESTRATEGIAS ALTERNATIVAS DE SELECCION DE CARTERAS	VALOR REAL DE UNA DEUDA	VALOR REAL DE UNA COLOCACION
ESTRATEGIA "OPTIMA"	0,82	359,42
ESTRATEGIA "PEOR"	895,14	0,70
ESTRATEGIA "NACIONAL"	122,17	2,21
ESTRATEGIA "MONEDA EXTRANJERA"	153,80	150,78
ESTRATEGIA "MONEDA EXTRANJERA CON SEGURO DE CAMBIO"	1,54	-

FUENTES: Arriazu, R; Leonde A y Lopez Murphy R: "Endeudamiento Empresarial y Políticas Macroeconómicas: Argentina 1974/1983. CEPAL.

De este cuadro se pueden extraer las siguientes conclusiones. Una empresa que hacia fines de 1970 poseía una deuda de 100 unidades, habría visto su deuda reducida a solo 82 céntavos (medida en moneda constante) hacia fines de 1983, de haber seguido la estrategia "óptima" (alternativa a). pero la misma deuda se habría elevado a 895.14 unidades.

en caso de haber elegido siempre las peores alternativas. Similarmente, una empresa que en forma voluntaria, o no, haya elegido la alternativa de endeudarse siempre en moneda nacional mostraría a fines de 1983 una deuda de 122,77 unidades (lo que implica una tasa promedio real de interés del 1,59%), mientras que una que haya elegido la estrategia de endeudarse en moneda extranjera (sin seguro de cambio) mostraría una deuda de 153,80 unidades, que se reduciría a solo 1,54 unidades si hubiese implementado la opción de tomar un seguro de cambio en cada período en que existió.

En el caso de las colocaciones, los resultados son similares aunque muestran en forma más dramática las consecuencias para un inversor que eligió la alternativa de colocar sus fondos en depósitos en moneda nacional en el segmento institucionalizado del mercado de crédito. En estas circunstancias, el valor de sus tenencias se habría reducido de 100 unidades a fines de 1970 a solo 2,21 a fines de 1983, valor que supera solo escasamente el resultado de la estrategia "peor" de colocación bajo la cual el valor de sus tenencias se habría reducido a solo 0,70 unidades. La alternativa de colocarse siempre en moneda extranjera, muestra un valor final de 150,45 y la alternativa óptima muestra un valor de 359,42 unidades.

Naturalmente, estas cifras mostrarían valores distintos si cambiáramos el año base o el año de cierre de los cálculos, pero de todos modos las conclusiones anteriores seguirían siendo válidas.

A la luz de estos resultados, es de extrañar que los argentinos mantengan gran parte de sus tenencias

financieras en monedas extranjeras, y dediquen gran parte de su tiempo al manejo de sus carteras financieras?

En realidad, estos resultados muestran que los individuos poco preparados (o poco dispuestos) a modificar permanentemente la composición de su portafolio, tenderán a optar permanentemente por mantener sus tenencias financieras en la forma de divisas, puesto que tal alternativa le permitirá mantener (e incrementar) el poder de compra de su portafolio, sin necesidad de preocuparse de alterar permanentemente la composición del mismo. Al mismo tiempo, los deudores tenderán a mostrar una tendencia a estar permanentemente endeudado en moneda nacional, y a tomar seguros de cambio cada vez que el gobierno los ofrece (las primas de los seguros de cambios han tendido en forma casi permanente, a ser inferiores a la tasa de devaluación). En estas circunstancias, las tasas reales de interés tenderán a incrementarse, puesto que el tenedor de instrumentos denominados en moneda nacional requerirá una prima extra por el riesgo de colocarse en tales instrumentos.

De todo lo anterior, surge con claridad que las políticas macroeconómicas que distorsionan el poder de compra de los contratos (ya sea entre particulares o de éstos con el gobierno) de hecho afectan el derecho de propiedad de los individuos y, por lo tanto, no debe extrañar que la selección de cartera por parte de los colocadores tienda a la defensa de tal derecho

Durante mucho tiempo, la forma preferida de protección fue la compra de bienes (stocks de mercancías, inmuebles, campos, etc.). Esta tendencia se mantuvo mientras la política cambiaria mostraba caminos erráticos en la que

se alternaban largos períodos de relativa estabilidad con devaluaciones bruscas (en un principio, esto fue posible por la existencia de un gran nivel de reservas, pero una vez que éstas desaparecieron, los períodos de estabilidad se tornaron mas cortos y las devaluaciones mas frecuentes), y mientras se desarrollaban mercados cambiarios e informales de créditos mas transparentes.

Sin embargo, los bienes durables no pueden reemplazar por mucho tiempo a los instrumentos financieros como forma de mantener riqueza en instrumentos líquidos. Los bienes se deprecian, tienen un alto costo de mantenimiento y en el momento de su realización son bastantes ilíquidos (particularmente en momentos de crisis). Esta situación llevo al desarrollo de los mercados informales de crédito.

Tenencias Privadas de Divisas

La compra de divisas como una forma de protección contra la inflación tiene ya varias décadas de desarrollo, pero su generalización a todos los estratos sociales proviene de mediados de la década de 1970. Las alternativas de inversión en instrumentos financieros denominados en monedas extranjeras son innumerables y la información disponible sobre los montos relativos de cada una de dichas inversiones es muy escasa. Sin embargo, la mayor parte de las tenencias privadas de activos denominados en monedas extranjeras parecerían estar constituidos por depósitos en los principales mercados extranjeros y en los mercados "off-shore", tenencias de billetes, tenencias de Bonex (emitidos por el Tesoro Nacional, pero denominados en dólares), depósitos en monedas extranjeras en el sistema financiero local, y depósitos en el sistema financiero del Uruguay.

La medición exacta de las tenencias de dichos activos por parte de argentinos es prácticamente imposible, debido a la existencia -casi constante- de controles a los movimientos de capitales, razón por la cual las salidas de capitales tomaron distintas formas, no encontrándose registradas ni en la balanza de pagos ni en las cuentas nacionales. Existen fuertes discrepancias entre las cifras que muestra la balanza de pagos y las provenientes de las

estadísticas de reservas y de deuda externa, lo pone en duda la validez de las cifras publicadas.

El Cuadro 7, muestra una comparación de los flujos provenientes de la balanza de pagos y los provenientes de las cifras de activos y pasivos externos publicadas por el BCRA. Para calcular las discrepancias se partió de la identidad contable que requiere que:

$$\text{Cuenta Corriente} + \text{AJ. de valuación} = \text{Var. PEN} - \text{Inversión Directa}$$

en donde los ajustes de valuación incluyen los correspondientes al precio del oro, tomados a fin de cada período con independencia de las prácticas contables del BCRA, y la Variación de la Posición Externa Neta del país, refleja las diferencias en los saldos de fin de año de dicha PEN (Reservas Internacionales menos Deuda Externa Total). En este cálculo se toman las cifras oficiales de Reservas (incluyendo la revaluación del oro) y de Deuda Externa, por lo que no se toman en cuenta las tenencias privadas de divisas (una de las principales fuentes de discrepancias entre las cifras de la Balanza de Pagos y las cifras de la PEN, aunque no la única).

Este cuadro permite apreciar las discrepancias existente entre los valores de flujos proveniente de la balanza de pagos y los provenientes de las variaciones de activos y pasivos financieros registrados por el BCRA. Sin embargo, no se puede concluir que la totalidad de dichas discrepancias se originan en la acumulación de divisas por parte del sector privado, puesto que existen otros factores

que pueden explicar dichas discrepancias, tales como las originadas en las transacciones no registradas del sector público, las transacciones fronterizas no registradas, la compra de bienes reales en el exterior, etc. El lector interesado en examinar dichos factores puede examinar el Apéndice C del mencionado estudio sobre endeudamiento empresarial, en donde el tema es analizado en gran detalle.

Los valores de las discrepancias que muestra el Cuadro 7 llevan a la conclusión de que es prácticamente imposible obtener estimaciones sensatas acerca del valor de las tenencias privadas de divisas, en base a la información sobre flujos de capitales proveniente de la balanza de pagos. Afortunadamente, la información publicada por fuentes no argentinas, si bien no es completa, permite tener una idea aproximada de dichas tenencias.

La Reserva Federal de los EEUU publica, desde mediados de 1960, información relativa a los pasivos de su sistema financiero para con no residentes. El Reino Unido publica la misma información a partir de 1972, y el Banco de Ajuste de Basilea (BIS) publica desde mediados de la década de 1970, una información consolidada, bastante completa, de los pasivos de los mercados financieros de los principales países industrializados para con no residentes.

CUADRO 7: ANALIS DE CONSISTENCIA DE LA BALANZA DE PAGOS CON LAS VARIACIONES

EN LA POSICION EXTERNA NETA DEL PAIS

(valores expresados en millones de dólares)

PERIODO	CUENTA	INVERSION	AJUSTES DE VALUAC.		VARIACION	DISCREPANCIAS
	CORRIENTE	DIRECTA	ORO	OTROS	DE LA PEN (c/aj.oro)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1971	- 390	11	13	- 2	- 776	- 408
1972	- 223	10	85	- 1	- 1049	- 920
1973	721	10	173	- 54	685	- 165
1974	127	10	297	41	- 1180	- 1655
1975	- 1285	0	- 185	13	- 1727	- 270
1976	650	0	- 22	- 16	932	320
1977	1290	146	142	9	745	- 842
1978	1834	274	274	166	- 555	- 3103
1979	- 550	265	1267	132	- 815	- 1929
1980	- 4768	788	338	-213	-10436	- 6581
1981	- 4714	927	- 839	-363	-12667	- 7678
1982	- 2358	257	260	-106	- 8414	- 6457
1983	- 2461	183	-1566	9	- 3006	829

La columna (6), se obtiene de: (1)+(2)+(3)+(4)-(5)

FUENTE: Arriazu R, Leone A, y Lopez Murphy R. "Políticas Macroeconomicas y Endeudamiento Empresarial. Argentina 1974/1983". En particular, el Apéndice CI

Desde principios de la década de 1980, el Fondo Monetario Internacional publica una información más amplia de los mismos conceptos, puesto que abarca no solamente los principales mercados financieros nacionales, sino también información proveniente de los mercados off-shore y de Panamá, con lo que la información relevante para la Argentina se enriquece. Esta información requiere ser complementada con estimaciones de las tenencias privadas de Bonex (bastante sencillo, puesto que la mayor parte de dichos títulos se encuentra en manos de residentes argentinos), de los depósitos en divisas en el mercado financiero local, de los depósitos en el Uruguay (también

relativamente sencillo, puesto que la mayor parte de los depósitos de no residentes en el sistema financiero uruguayo pertenecen a argentinos), de las tenencias privadas de billetes y monedas extranjeros (bastante difícil) y de las tenencias no registradas a nombre de residentes argentinos sino a nombre de compañías registradas en el exterior (imposible).

La incompleta información que se obtiene a través de este método, debe ser luego cotejada con las cifras provenientes de la balanza de pagos, y el conjunto de cifras proveniente de las cuentas nacionales, de modo tal de comprobar si el conjunto de valores resultante muestra una relativa consistencia entre sus componentes. Como todo desequilibrio entre los ingresos y los gastos de un sector debe quedar reflejado en una variación del patrimonio financiero neto (activos financieros menos pasivos financieros) de dicho sector, y la suma de las variaciones de los patrimonios financieros netos de los distintos sectores (externo -en sus relaciones con la Argentina-, público y privado) deben compensarse entre sí, el estudio de la consistencia de los valores para los distintos sectores es fundamental para poder apreciar la validez de cualquier estimación.

El cuadro 8, muestra una estimación de las tenencias privadas de activos financieros, divididas por tipo de instrumento financiero, para el período 1970-1983. Estos activos han sido agrupados en dos grandes categorías: activos en moneda nacional -en sus diferentes formas (incluyendo instrumentos monetarios, títulos públicos y la

deuda comercial del sector público)-, y activos financieros en monedas extranjeras. Estas cifras excluyen las tenencias privadas de instrumentos financieros proveniente de otros mercados informales de crédito y las tenencias privadas de activos físicos en el exterior (inversiones en inmuebles, etc). La inclusión simultánea de información sobre tenencias privadas de activos financieros nacionales y de activos denominados en monedas extranjeras, busca enfatizar el alto grado de sustitución existente entre ambos tipos de tenencias y demostrar que las regulaciones y los controles son los principales responsables de la destrucción del sistema financiero argentino y su traslado al exterior.

Las cifras de tenencias privadas de divisas son estimaciones, provenientes de otras publicaciones del autor de este documento, y solo pueden ser consideradas como tales, puesto que la información disponible es aún bastante deficiente, aun cuando la misma ha mejorado enormemente en los últimos años. Es importante reiterar que las mismas no incluyen las tenencias de bonos o acciones en el exterior, ni los depósitos de argentinos efectuados a través de sociedades registradas en el extranjero; tampoco incluyen las tenencias de activos físicos en el exterior, por tratarse de una definición de activos financieros. Existen otras estimaciones referentes a las tenencias privadas de divisas - las que tienden a mostrar valores aun mas elevados para tales tenencias-, pero en su mayoría utilizan como metodología de cálculo las discrepancias entre las cifras de la balanza de pagos y las variaciones de activos y pasivos externos, dejando de lado la posibilidad de otros factores

explicativos de tales discrepancias. Como ejemplo, basta observar que el agregado de la columna (6) del Cuadro 7 muestra discrepancias acumuladas cercanas a los 30000 millones de dólares, a los que habría que adicionar los intereses devengados sobre dichas tendencias. Tales valores no solo ignorarían otras fuentes de discrepancias, sino que serían también totalmente inconsistentes con la información disponible proveniente de los principales mercados financieros.

El Cuadro 9, muestra los mismos datos, pero agrupados en los mencionados dos grandes grupos, y expresados en distintas unidades de cuenta: pesos corrientes, dólares corrientes, dólares de poder de compra de 1970, y como fracción del PBI. Este cuadro permite una mejor comparación de la evolución relativa de la tenencia de activos financieros nacionales en comparación con la de activos denominados en monedas extranjeras. La última columna del Cuadro 9, permite apreciar la relativa estabilidad de las tenencias privadas totales de activos financieros (medida como fracción del PBI) durante el período bajo estudio, y muestra con total claridad que los llamados procesos de demonetización solo son el reflejo de los cambios en la composición de las tenencias privadas de activos financieros. Estos procesos de desmonetización pueden ser también interpretados como una forma de limitación al crecimiento del gasto público, puesto que implica que el público se niega a pagar el impuesto inflacionario necesario para compensar tales incrementos.

CUADRO 8 : TENENCIAS PRIVADAS DE ACTIVOS FINANCIEROS. ARGENTINA 1970-1983

COMPOSICION POR TIPO DE ACTIVO

Fin del	EN MONEDA NACIONAL						EN MONEDAS EXTRAÑJ. (en millo- nes de dolares)
	(mlles de millones de pesos)						
	Billetes y Monedas	Depósitos		Títulos públicos y otras deudas		TOTAL	
	vista	plazo	Aceptaciones			TOTAL	
					(1)		
1970	8.0	7.0	10.0	-	7.5	32.5	791
1971	9.4	10.4	16.8	-	9.0	45.6	1202
1972	12.0	16.1	21.2	5.0	14.7	69.0	1450
1973	25.3	30.9	37.3	10.0	21.3	124.8	1208
1974	41.4	47.8	57.5	15.0	34.7	196.4	1377
1975	118.1	143.8	105.0	33.0	213.2	613.1	3409
1976	385.4	540.8	590.0	212.0	1089.5	2817.7	3505
1977	890.5	1063.9	4043.6	80.0	2508.6	6586.6	3018
1978	3123.0	2355.0	10848.0	33.0	5798.0	22157.0	2948
1979	7094.0	6088.0	33441.0	71.0	7982.0	54676.0	2856
1980	15070.0	10930.0	71348.0	52.0	18112.0	115512.0	4827
1981	26570.0	15890.0	158676.0	114.0	47495.0	248745.0	10287
1982	97530.0	61280.0	333080.0	-	452376.8	944266.8	14759
1983	1402420.0	236110.0	1507300.0	209600.0	992814.0	3428244.0	17355

(1) Incluye las deudas comerciales del sector público y excluye las tenencias de títulos públicos de las entidades financieras, porque los fondos que dan lugar a dichas tenencias ya se encuentran incluidos en las cifras de depósitos. Incluye también los patrimonios financieros líquidos de las entidades financieras.

FUENTES: Arriazu, Ricardo H.; Leone, Alfredo M.; y Lopez Murphy, Ricardo H.: "Políticas Macroeconómicas y Endeudamiento Empresarial: Argentina 1974/1983"; CEPAL, 1986. En el caso de las tenencias privadas de divisas, se utilizaron las estimaciones de Arriazu, Ricardo H.; incluidas en los documentos "Movimientos Internacionales de Capitales", Cuadernos de la CEPAL, Santiago de Chile, 1979 (para el período 1970-1977) y en "Argentina: Balanza de Pagos y Deuda Externa. Perspectivas para el período 1983-1987, documento no publicado, Buenos Aires 1983.

CUADRO 9 : TENCENCIAS PRIVADAS DE ACTIVOS FINANCIEROS. ARGENTINA:1970-1983

SALDOS TOTALES EXPRESADOS EN DISTINTAS UNIDADES DE CUENTA

Fin de:	pesos corrientes (miles de millones)			dólares corrientes (millones)	dólares de 1970	fracción del PBI (porcen- tajes)
	En el país	En divisas'	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL
					(1)	
1970	32.5	3.2'	35.7	8925	8925	35.73
1971	45.6	9.9'	55.5	6727	6180	36.88
1972	69.0	14.4'	83.4	8357	6909	33.06
1973	124.8	12.1'	136.9	13717	8253	36.16
1974	196.4	13.7'	210.1	21052	9451	35.37
1975	613.1	207.3'	820.4	13493	6542	33.28
1976	2817.7	970.9'	3788.6	13677	6541	32.99
1977	8586.6	1807.8'	10394.4	17353	7949	33.64
1978	22157.0	2969.1'	25126.0	24951	10672	33.18
1979	55649.0	4632.0'	59308.0	36565	12531	31.70
1980	115562.0	9635.0'	125147.0	62699	19469	36.29
1981	248745.0	109142.0'	357787.0	33753	10648	41.74
1982	944266.8	716845.0'	1661111.8	34200	11633	49.44
1983	3428244.0	4032121.0'	7460365.0	32074	12275	41.05

(1) Deflactado por el índice de precios promedio de exportación y de importación de la Argentina.

FUENTES: Elaboración en base a los datos del Cuadro 8. Las cifras del PBI, utilizadas para calcular la última columna, esta expresadas en precios de diciembre de cada año.

El incremento relativo del total de tenencias registrado en los últimos años, es el resultado de la depreciación real de la moneda nacional en relación a otras monedas, la caída relativa del PBI (expresado en dólares) y la mayor proporción de activos líquidos atesorados en la forma de divisas. Dicha proporción se eleva de menos del 9% en 1970 a más del 54% en 1983. El gráfico 1, muestra la evolución relativa de las tenencias de activos financieros expresados en moneda nacional en comparación con la

evolución de la tenencia de divisas, para el período 1971/1983.

Es prácticamente imposible efectuar la misma comparación para períodos mas prolongados, puesto que la información disponible con anterioridad a 1967 es prácticamente nula. Sin embargo, la información disponible acerca de la evolución de las tenencias de divisas en el período 1967/1972, permite concluir que con anterioridad a 1971, dichas tenencias casi nunca representaron más del 10% de las tenencias totales, por lo que es posible concluir que el proceso de destrucción del sistema financiero institucionalizado -que muestran los cuadros de la sección anterior- no quedo reflejado en sus primeras etapas en la acumulación de divisas.

La información macroeconómica disponible, permite concluir que durante la primera parte del proceso de desintermediación financiera (1945/1970), el proceso de huida de los activos financieros nacionales se canalizó hacia la compra de bienes, en particular hacia la compra de bienes durable, y hacia incipientes mercados informales de crédito.

Mercados Informales de Crédito en moneda nacional

No existe información histórica disponible acerca de la evolución de los distintos mercados informales de crédito. Sin embargo, esta falencia puede ser compensada de algun modo mediante una estimación del tamaño actual de

dicho mercado y una evaluación cualitativa de su evolución reciente, puesto que se conoce que estos mercados mostraron un auge relativo durante los últimos cinco años, alcanzando niveles que difícilmente se hayan superado en el pasado (con excepción de los muy conocidos arbitrajes con Valores Nacionales Ajustables durante el período 1975/76).

1) Operaciones de Crédito contra cheques y con garantía de Bonex

Estas dos operatorias fueron quizás la forma más importante de instrumentación de operaciones crediticias en los mercados informales de crédito durante los últimos cinco años. Como no existe información recopilada acerca de la evolución de dichas operatorias se utilizaron dos procedimientos de medición alternativos.

Se conoce que en este mercado intervienen tres tipos distintos de intermediarios: Los Agentes de Mercado Abierto, asociados en una Camara (CADEMA), para pertenecer a la cual hay que cumplir con una serie de requisitos; las subsidiarias de instituciones financieras pertenecientes al segmento institucionalizado del mercado de crédito, las que en su mayoría toman la forma de una institución asociada que a su vez pertenece a la Camara; y, las mesas de dinero no reconocidas institucionalmente como intermediarios financieros.

El primero de estos grupos publica un informe anual en el que se incluye el nombre de sus asociados. A fines de 1986, el número de intermediarios pertenecientes a

dicha Cámara excedía de 100. En el caso de las entidades financieras, se conoce que un número importante de ellas poseían entidades subsidiarias operando en los mercados informales de crédito (incluyendo bancos oficiales de provincias que continuaron recibiendo depósitos a tasa no regulada con posterioridad a la prohibición de dicha operatoria para los bancos oficiales de provincia), pero de ningún modo se puede concluir que la mayoría de las entidades del segmento institucionalizado operaban en este segmento del mercado. El tercer segmento incluye intermediarios individuales, las mesas de grandes grupos empresarios, las asociadas a corredores de cambio, etc.

El primer intento para obtener información directamente de los principales intermediarios fracasó por la negativa de estos intermediarios a dar información acerca de su propia operatoria, y por una tendencia a minimizar -o exagerar- dicha operatoria. Un procedimiento alternativo, que dio algunos resultados, fue el de preguntar a los principales intermediarios no acerca de su propia actividad sino acerca de las actividades de otros intermediarios, solicitándole que indicaran a aquellos intermediarios que a su entender eran los más importantes en cada tipo de operatoria, y una estimación acerca del tamaño relativo de cada uno de esos intermediarios (evaluados en términos de los saldos totales de crédito). Las respuestas mostraron numerosas contradicciones entre los distintos intermediarios, en particular en lo relativo al tamaño relativo de los mismos. En base a esta primera y parcial información fue posible estimar que, hacia septiembre de

1986, el saldo total de créditos otorgados mediante las operaciones con garantía de Bonex y contra cheques fluctuaba entre los 600 y los 800 millones de dólares (aproximadamente la misma cantidad de australes a dicha fecha).

A principios de Octubre de 1986, el Banco Central introdujo una serie de modificaciones en la operatoria del segmento no regulado (encajes marginales reducidos, cupos de captación más amplios, disminución del impuesto implícito en la política de encajes, etc.) que disminuyeron muchos de los incentivos a la operatoria en los segmentos informales del mercado, permitiendo una transferencia masiva de operaciones del segmento informal al segmento institucionalizado. La información disponible acerca de la operatoria del segmento institucionalizado durante dicho período permite, por lo tanto, disponer de un segundo instrumento para la medición del segmento informal hacia fines de Septiembre de 1986.

Este método parte de la comparación de la evolución mensual de los flujos de depósitos a tasas no reguladas (incluyendo las aceptaciones) y a tasa regulada, con anterioridad a dicha reforma y durante la misma. Cualquier cambio en la tendencia de la evolución de los depósitos a tasa no reguladas, no compensado por un cambio en sentido contrario en los depósitos a tasa regulada, puede ser interpretado como una incorporación de las operaciones proveniente del mercado marginal al segmento institucionalizado, con lo que midiendo el cambio de tendencia se puede obtener una segunda estimación del tamaño del mercado informal con anterioridad a dicha reforma.

El Cuadro 10, muestra la evolución mensual de los depósitos a tasa regulada y a tasa no regulada en el mercado Institucional de crédito, a partir de enero de 1986. Esta información permite apreciar que el crecimiento de los depósitos a tasa no regulada fue muy importante durante el período octubre/febrero, superando la tendencia de los meses anteriores. Este crecimiento afectó solo ligeramente el crecimiento de los depósitos a tasa no regulada, por lo que puede concluirse que el mayor crecimiento se debe casi exclusivamente a la incorporación de una porción del segmento informal del mercado de crédito al mercado Institucionalizado.

Antes de poder llegar a una estimación más precisa, es importante notar que esta serie muestra también importantes comportamientos estacionales, por lo que es necesario estar absolutamente seguros de que las fluctuaciones en las tasas de crecimiento no se deben exclusivamente a factores estacionales. Lamentablemente, la información disponible sobre depósitos a tasas no reguladas es insuficiente para poder evaluar correctamente los factores estacionales (sólo existen desde abril de 1985), y aunque los correspondientes meses de 1985 muestran tasas de crecimiento elevadas, lo mismo sucede con los meses previos, puesto que el recién creado segmento a tasa no regulada se encontraba durante dicho período en pleno proceso de expansión.

CUADRO 10: EVOLUCION DE LOS DEPOSITOS EN EL MERCADO FINANCIERO INSTITUCIONALIZADO.

(promedios mensuales)

MES	(en millones de australes)		(tasas de crecimiento)	
	DEPOSITOS REGULADOS	DEPOSITOS NO REGULADOS	DEPOSITOS REGULADOS	DEPOSITOS NO REGULADOS
1986				
ENERO	4670	2946		
FEBRERO	4975	3363	2,16	14,15
MARZO	5126	3787	3,04	12,61
ABRIL	5551	4022	8,29	6,21
MAYO	6035	4221	8,72	4,95
JUNIO	6301	4508	4,41	6,80
JULIO	6574	4746	4,33	5,28
AGOSTO	6931	5052	5,43	6,45
SEPTIEMBRE	7236	5315	4,40	5,21
OCTUBRE	7399	6004	2,25	12,96
NOVIEMBRE	7767	6910	4,97	15,09
DICIEMBRE	8068	7433	3,88	7,57
1987				
ENERO	8160	8315	1,14	11,87
FEBRERO	8105	9124	- 0,67	9,73

FUENTE: Elaboración propia en base a información del BCRA, publicada en "Re-cursos Monetarios y Efectivo Mínimo", publicación mensual.

Si aceptamos que las tasas de crecimiento del segmento no regulado durante el período abril/septiembre de 1985, constituyen una tendencia (equivalente a una tasa mensual de crecimiento promedio del 5,81%), la evolución registrada en dichos depósitos durante el período octubre de 1985/enero de 1986 muestra un crecimiento que excede en un 24,8% la tendencia (equivalente a 1300 millones de australes).

Esta cifra de 1300 millones debe considerarse como el límite superior de las posibles estimaciones del crecimiento del segmento no regulado por encima de su

tendencia. Sin embargo, para estimar la magnitud de fondos transferidos del segmento informal al segmento institucionalizado la misma debe ser ajustada por la caída en la tasa de crecimiento del segmento regulado. Examinado la tendencia de los meses previos y la estacionalidad de los últimos meses en años anteriores se puede estimar el menor crecimiento de los depósitos regulados en aproximadamente 400 a 500 millones de australes, con lo que la transferencia de fondos desde el mercado informal se reduce a una cifra aproximada a los 800 millones de australes (el ministro de economía senalo en un discurso público que se estimaba que dicha transferencia ascendía a los 1500 millones de australes).

Naturalmente, el proceso de transferencia de operaciones desde el mercado informal al segmento institucionalizado no fue completo, y se estima que en la actualidad el monto de la operatorio de los dos tipos de transacciones que se evalúan en esta sección representa el 25% del que existía con anterioridad a la reforma, por lo que es posible estimar que en el mes de septiembre el monto total de transacciones bajo estas dos operatorias representaba aproximadamente 1200 millones de australes.

11) Alquiler y venta de Bonex

La operatoria crediticia basada en el alquiler, y posterior venta de Bonex, por parte de un demandante de crédito solo puede tener lugar cuando existen diferentes expectativas con respecto a la evolución futura del precio

del Bonex (expresado en moneda nacional) entre el tenedor de Bonex y el demandante de crédito.

El mecanismo operativo es muy sencillo: el demandante de crédito considera que el costo implícito en una operación de alquiler y venta de Bonex (el que incorpora el costo del alquiler de los títulos, los intereses en divisas y la variación en el precio en moneda nacional del mismo) será inferior al costo de un crédito en moneda nacional (tasa de interés), por lo que busca en el mercado alguien que siendo poseedor de dichos Bonex no desee venderlos aunque el alquillarlos (lo que implica que considera que la tasa esperada de retorno de los Bonex -incluyendo la renta proveniente del alquiler de los mismos- será superior a la tasa de interés). El poseedor de los Bonex puede no conocer que los mismos serán posteriormente vendidos, puesto que estos pueden ser también alquilados para entregarlos como garantía en operaciones normales de crédito.

Las operaciones de alquiler y venta de Bonex se iniciaron hace ya bastante tiempo, pero solo adquirieron importancia a partir de la implementación del "Plan Austral", a mediados de 1985. El período de máximo crecimiento se dio entre octubre de 1985 y marzo de 1986, y el máximo nivel en su operatoria se dio en junio de 1986. Esta operatoria es la principal causa del descenso simultáneo de las tasas de interés y de la cotización de la divisa en el mercado marginal en el período abril/junio de 1986. Esto se debe al hecho de que tal operatoria es en esencia una operación crediticia en moneda nacional, cuya

tasa implícita de interés está ligada a la evolución del precio del Bonex. El tomador de los bonos en alquiler, lo hace para cancelar un crédito en australes (reduciendo la demanda de crédito, y por lo tanto la tasa de interés), y al venderlo en el mercado reduce el precio de los bonos, e implícitamente la cotización de la divisa en el mercado marginal.

En base al procedimiento de pregunta a distintos intermediarios descrito en la sección anterior, es posible estimar que el monto total de Bonex alquilados a esa fecha ascendía a los 1200 millones de Bonex (aproximadamente 750 millones de dolares). Si bien el diferencial entre el costo de un crédito en moneda nacional y el costo del mismo crédito concretado a través de una operación de alquiler y venta de Bonex fue enorme en el período octubre de 1985/abril de 1986, el diferencial negativo (pérdidas) en la segunda parte de 1986 determinó la disminución de esta operatoria en forma significativa a partir del mes de agosto de 1986. Intentos de revitalizarla durante los meses de marzo y abril de 1987 fracasaron por la incertidumbre cambiaria vigente.

111) Operaciones de pase

En la sección descriptiva de los distintos tipos de operaciones se señaló que las operaciones de pase solo pueden existir en circunstancias en las que a través de su operatoria se elude alguna regulación de la autoridad monetaria, lo que resulta en beneficio para alguna de las

partes participantes. En la actualidad esta operatoria se encuentra prácticamente paralizada, puesto que su reglamentación por parte del BCRA implica la existencia de claras desventajas frente a otras formas de operaciones crediticias.

El máximo apogeo de estas operaciones, en el pasado reciente, se dio a principios de 1985 (momento en el que fueron prohibidas). No existe información acerca del monto total de dichas operaciones, pero la información disponible permite suponer que el mismo alcanzó cierta importancia pero nunca llegó al nivel de las operaciones descritas en los puntos I) y II).

IV) Círculos Cerrados y Sistemas de Ahorro Previo

El crecimiento de esta modalidad de financiamiento de compra de bienes durables ha sido realmente espectacular durante los últimos cuatro años.

Las empresas que participan en esta operatoria se encuentran asociadas en la Cámara Argentina de Sociedades Administradoras de Ahorro y Préstamo para Fines Determinados, entidad que publica periódicamente información detallada acerca del número de contratos suscritos por las distintas empresas asociadas a la cámara, con identificación de la empresa y del tipo de contrato, pero lamentablemente no incluye información acerca del valor de los mismos.

El Cuadro 11, muestra un resumen de la evolución de este mercado a partir de 1983.

CUADRO 11: EVOLUCION DEL NUMERO Y TIPO DE CONTRATOS DE CIRCULOS CERRADOS

	1983	1984	1985	1986
NUMERO DE EMPRESAS	19	19	19	21
TOTAL SUSCRIPCIONES	109381	524570	593840	1026489
Automotores	21338	212197	69828	126314
Articulos p/el hogar	79149	302488	515670	882923
Dinero	-	-	-	17252
Otros	8894	9865	8342	-

FUENTE: Camara Argentina de Sociedades Administradoras de Ahorro y Prestamo Para Fines Determinados.

Un procedimiento indirecto para evaluar en forma aproximada el valor de dichos contratos es el de asignar un valor promedio a cada tipo de contrato. Afortunadamente, en el caso de los automotores la información acerca de los contratos por tipo de empresa es bastante detallada y, al efectuarse los contratos en función del precio de lista de los distintos modelos, es posible tener una idea aproximada del valor de los mismos. En el caso de los contratos relacionados con compras de artículos para el hogar, el problema es mas complicado y solo podemos tener una idea muy aproximada de su valor. El Cuadro 12, muestra la suscripción de contratos -durante 1986- para la compra de automotores, clasificado por compañía suscriptora

El financiamiento neto a la empresa productora depende de tres factores fundamentales: la diferencia entre el precio de lista y el precio real del mercado, las características del plan de ahorro y compra, y el flujo de suscripción de nuevos contratos. Mientras mayor es la diferencia entre el precio de lista y el precio de mercado, mientras más largo es el plazo promedio del sistema de

pagos, y mientras mayor sea la tasa de crecimiento de la suscripción de nuevos contratos, mayor será el financiamiento neto que recibe la empresa. Cuando el número de suscripciones se reduce, la empresa productora debe continuar entregando su producto sin que ingresen nuevas fuentes de financiación, por lo que de hecho reduce su endeudamiento neto.

Es sencillo calcular que con un sobreprecio de lista del 20%, con un nivel estable de suscripciones y con un plazo total de repago de 42 meses, el financiamiento neto a la empresa productora excede del 30% del valor del contrato (tratando el sobreprecio como un financiamiento y no como una ganancia, y suponiendo cumplimiento total de los contratos). Considerando la evolución de los contratos en los últimos cuatro años (lo que tiende a indicar que los compromisos acumulados de entrega de productos no excede significativamente la cantidad de contratos acumulados en los últimos dos años), y considerando la evolución de los mercados en dicho período, es posible estimar que el monto neto de financiamiento a las empresas automotrices (a fines de 1986, e incluyendo el sobreprecio original como un financiamiento) era cercano a los 500 millones de dólares.

El sistema de Círculos Cerrados incorpora también un elemento de financiamiento de los aportantes que no han recibido aún el producto a aquellos que ya resultaron beneficiarios de los mecanismos de asignación. Ese financiamiento neto se incrementa gradualmente en los primeros meses de vigencia de un nuevo círculo y se reduce en los últimos meses de vida del mismo.

CUADRO 12: SUSCRIPCIÓN DE PLANES DE AHORRO PARA LA COMPRA DE AUTOMOTORES

(Total suscripto durante 1985 por cada empresa)

EMPRESA	NUMERO DE CONTRATOS	VALOR PROMEDIO ESTIMADO POR CONTRATO	VALOR TOTAL ESTIMADO DE SUSCRIPCIONES
		(en dolares)	(en millones de dls)
RENAULT	45006	10500	472,5
SEVEL	40617	11600	475,4
VOLKSWAGEN	18209	9500	173,0
FORD	16750	12500	209,4
OTROS	5732	12000	68,4
TOTAL	126314	11070	1398,7

FUENTE: Elaboración propia en base a la información publicada por la Cámara Argentina de Sociedades Administradoras de Ahorro y Préstamo para Fines Determinados.

El monto neto de financiamiento depende nuevamente de los sobreprecios de lista, de las características de los planes, de la tasa de crecimiento de nuevas suscripciones y de las características de los sistemas de licitación para las asignaciones. El máximo nivel de este financiamiento se registra en el tercer cuartil del plazo total de financiamiento, momento en que el monto neto de financiación de los aportantes no beneficiados a los beneficiados excede el 30% del monto total de suscripción del plan.

Resulta mucho más difícil estimar el valor total de las suscripciones para la compra de productos no automotrices, por la gran variedad de productos y dispersión de sus precios. Suponiendo un precio promedio de 400 dolares por contrato (lo que parece razonable considerando que gran parte de dichas suscripciones tienen como destino la compra de refrigeradores, televisores y equipos electrónicos), el valor total de los contratos (no automotrices) suscriptos

durante 1986 ascendería a 350 millones de dólares, y tomando en consideración la tendencia creciente de estas suscripciones podríamos estimar un monto de financiamiento total de 200 millones de dólares, distribuidos en forma pareja entre financiamiento a los productores y a los suscriptores beneficiados por una temprana asignación.

v) Tarjetas de crédito y de compra

No existe información referente al número y valor de las transacciones materializadas mediante el uso de tarjetas de crédito. Solo se conoce que el número de usuarios de tarjetas de crédito ha crecido en forma sostenida, y que a principios de 1987 el número de tarjetas excedía, por primera vez, el millón de unidades.

Con anterioridad se señaló que si bien las tarjetas de crédito incluyen la posibilidad de financiamiento por períodos mas prolongados que el normal de un mes, dicho financiamiento se encuentra asociado al otorgado por el sistema financiero institucionalizado, por lo que su monto se encuentra ya incluido en el volumen de crédito otorgado por el sistema financiero. Lo mismo sucede en gran medida con el crédito otorgado al comprador por el emisor de la tarjeta, por lo que solamente integraría el concepto de mercado informal de crédito, la financiación otorgada por el comerciante al comprador, y las suboperaciones descritas en secciones anteriores.

Cualquier estimación que se pueda efectuar sobre el monto de dicho financiamiento es altamente subjetivo

puesto que se debe basar en el conocimiento personal del que efectúa dicha estimación. De todos modos dicho monto no puede ser muy significativo cuando se lo compara con la operatoria del mercado institucionalizado o con otras formas del mercado informal del crédito descritas en las secciones anteriores. Para ello basta con estimar un monto basado en un volumen promedio de compras mensuales (500 australes por mes?), y recordar que dicho financiamiento se efectúa por pocos días y que parte del mismo se encuentra ya incluido en los valores correspondientes a otros sectores. El monto resultante fluctuará significativamente a lo largo del mes por ser la compra con tarjeta uno de los mecanismos elegidos por ciertos sectores de la Argentina para evitar pagar el impuesto inflacionario.