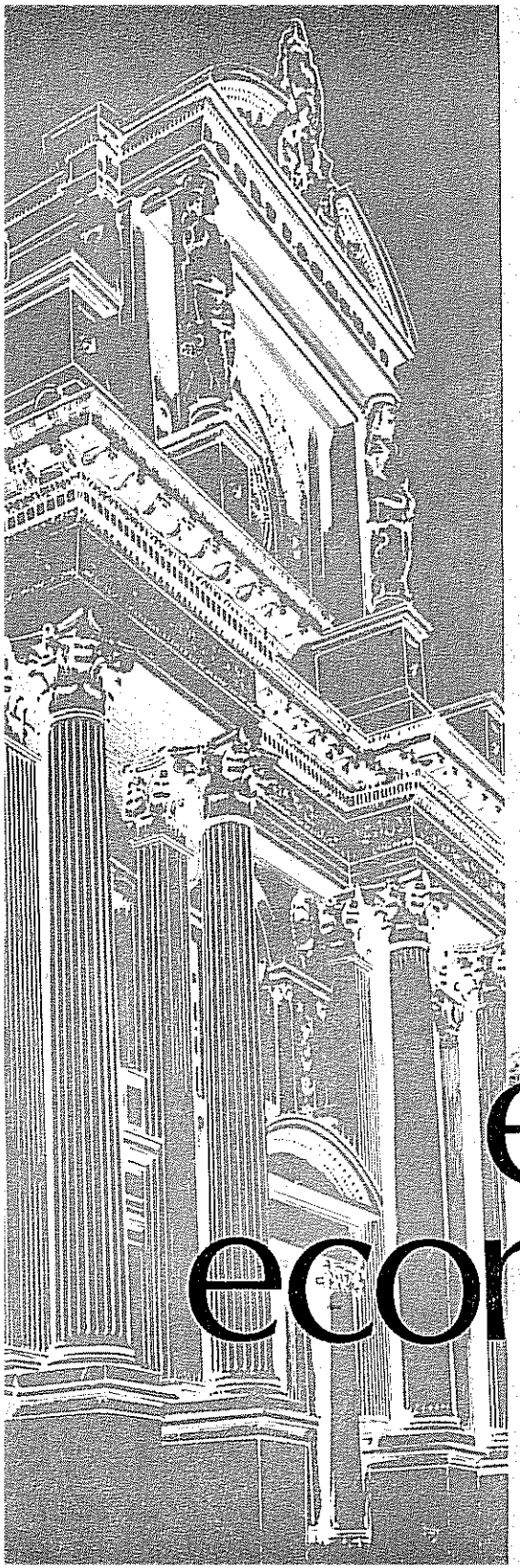


ensayos económicos

Nº 40

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA

AUTORIDADES Y FUNCIONARIOS SUPERIORES

Presidente:

Lic. José Luis MACHINEA

Vicepresidente:

Lic. Marcelo KIGUEL

Vicepresidente 2°:

Dr. Roberto J. EILBAUM

Directores:

Sr. Jorge CORT

Dr. Rodolfo M. DIAZ

Lic. Julio DREIZZEN

Lic. Daniel MARX

Lic. Alfredo A. O'CONNELL

Dr. Julio SINGER

Lic. Mario L. VICENS

Síndico:

Dr. Carlos María NEGRI

Gerente General:

Sr. Elías SALAMA

Secretario del Directorio

Sr. Rodolfo J. GIUDICE

BANCO CENTRAL
DE LA REPUBLICA ARGENTINA

Comité Editorial

Hildegart Ahumada

Enrique A. Bour

Daniel Dueñas

Ernesto Gaba

Julio A. Plekarz

Coordinador Técnico

Alfredo C. Rodríguez

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

ISSN 0325 - 3937

ensayos económicos

ARTICULOS

Algunas reflexiones sobre las políticas de estabilización y liberalización en el cono sur de fines de los 70, por Michele Santo 1

Cambios en la eficiencia del Sistema bancario comercial privado argentino inducidos por la reforma de 1977, por Aldo A. Arnaudo y Marta P. de Burashi 55

Comentario de Luis A. Giorgio al trabajo de Aldo A. Arnaudo y Marta P. de Burashi 79

Una estimación alternativa de los agregados monetarios en la Argentina, por José A. Delfino 91

Comentario de Hildegart Ahumada al trabajo de José A. Delfino 123

Comentario de Alfredo M. Navarro al trabajo de José A. Delfino 129

Réplica 133

Comentarios al trabajo "La apreciación real y el orden de la liberalización comercial y financiera, Argentina 1976-81 de Joaquín A. Cottani y Rafil E. García, por Enrique L. Blasco Garma 139
y por Ana María Martirena-Mantel (E.E. N° 39) 147

OCTUBRE DE 1988

COLABORAN EN ESTE NUMERO

AHUMADA, Hildegart A.:
Egresada de la Universidad Nacional de La Plata y de la Oxford University. Fue profesora de Macroeconomía en la Universidad Católica Argentina y de Econometría en el Instituto Torcuato Di Tella. Actualmente se desempeña como jefe del Cuerpo de Análisis del Centro de Estudios Monetarios y Bancarios del Banco Central de la República Argentina.

ARNAUDO, Aldo A.:
Egresado de la Universidad Nacional de Córdoba y de Yale University. Se desempeña como profesor Titular de "Economía Monetaria" en la Universidad Nacional de Córdoba e investigador del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas.

BLASCO GARMA, Enrique Luis:
Egresado de la Universidad de Buenos Aires como licenciado en Economía y University of Chicago. Master of Arts in Economics. Se desempeñó como Subsecretario de Finanzas de la Provincia de Buenos Aires, Subgerente General Adjunto del Banco Central de la República Argentina, Director del Banco de la Provincia de Buenos Aires. Ha participado y participa en diversos grupos de estudio de seminarios y presentación de diversos temas económicos. En la actualidad ocupa el cargo de Vicepresidente e integra el Comité Ejecutivo de la Asociación de la Banca Minorista y Vicepresidente de Argemofin S.A. Compañía Financiera.

BURASCHI, Marta P. de:
Egresada de la Universidad Nacional del Nordeste como Doctora en Ciencias Económicas y Administrativas, profesora adjunta de la cátedra Estructura de la Economía Argentina en la Universidad Nacional de Córdoba e investigadora adscripta al Instituto de Economía y Finanzas de dicha Universidad.

DELFINO, José A.:
Doctor en Ciencias Económicas, egresado de la Universidad Nacional de Córdoba. Fue investigador asociado de la Fundación Mediterránea y Consultor independiente del Consejo Federal de Inversiones, la OEA y el Banco Mundial. Actualmente es Consultor de la Organización de las Naciones Unidas y Profesor Titular de Microeconomía en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Córdoba.

GIORGIO, Luis Alberto:
Egresado de la Universidad Nacional de Buenos Aires y de la Universidad de Minnesota. Se desempeña como Subgerente de Financiación y Estudios del Sistema Financiero del B.C.R.A., y es profesor adjunto de Microeconomía de la Universidad de Buenos Aires.

MARTIRENA-MANTEL, Ana María:
Egresada de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires y Doctora en Economía (Ph. D. in Economics) de la Universidad de Yale de los Estados Unidos. Es investigadora principal del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas en el Centro de Investigaciones Económicas del Instituto Torcuato Di Tella (Economista Senior y profesora titular ordinaria de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires).

NAVARRO, Alfredo M.:
Egresado de la Universidad Nacional de Buenos Aires. Es profesor de la Universidad Nacional de Mar del Plata y director del Instituto de Estudios Económicos de la Fundación de la Bolsa de Comercio de Mar del Plata. Autor de publicaciones sobre temas de economía monetaria.

SANTO, Michele:
Egresado de la Universidad de la República, Montevideo-Uruguay y Ph. D. en economía de la Universidad de Chicago, con especialización en Economía Monetaria y en Economía Internacional. Actualmente se desempeña como consultor en el Banco Central del Uruguay y como asesor económico de empresas en el área económica-financiera.

ENSAYOS ECONOMICOS
N° 40

ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE LAS POLITICAS DE ESTABILIZACION Y LIBERALIZACION EN EL CONO SUR DE FINES DE LOS 70*

por Michele Santo

I. INTRODUCCION

El propósito de este trabajo es pasar revista a los principales aspectos que caracterizaron a las experiencias económicas de los países del Cono Sur (Argentina, Chile y Uruguay) durante la década de los 70, poniéndo el énfasis en los problemas asociados a las estrategias de estabilización y liberalización adoptadas.

Es justamente sobre estos dos últimos aspectos que una extensísima literatura ha surgido en los últimos años -tanto a nivel académico como de política económica- tratando de desentrañar los aspectos más relevantes de los intentos de liberalización y estabilización.

La historia del porqué de las reformas es bien conocida por todos, por lo que es innecesario abundar sobre ella. Baste recordar que al fracaso estrepitoso de la estrategia de sustitución de importaciones y crecimiento hacia adentro propiciada -con consecuencias ne-

*Trabajo presentado en las IX Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo 23 y 24 de abril de 1987 - ORGANIZADAS POR EL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA.

fastas- durante largas décadas, se unió a fines de 1973 el primer shock petrolero como elemento determinante para el cambio de estrategia económica.

El conseguir las divisas para hacer frente a la abultada factura petrolera aceleró la necesidad de insertar de forma más sólida a las economías domésticas en la economía mundial como el único camino viable para lograr un crecimiento elevado y autosostenido en el tiempo de la economía; sin estar acotado por la restricción externa tradicionalmente impuesta por el balance de pagos.

Si bien hubo coincidencias en cuanto a los objetivos perseguidos (liberalización de los flujos de bienes y servicios y de capital, mejora en la asignación de recursos y en la eficiencia productiva, crecimiento sostenido del nivel de actividad y de empleo, etc), la estrategia seguida por los tres países fue diferente. Como lo señala Edwards (1984): "Argentina y Uruguay abrieron la cuenta capital primero, mientras que Chile abrió la cuenta corriente primero; con un destino común al comienzo de la década de los 80: una profunda recesión y una reversión (parcial) del intento de liberalización.".

Aunque la estrategia de liberalización seguida por los tres países fue diferente, no ocurre lo mismo con los programas de estabilización implementados sobre el final de la década pasada. En efecto, una vez que se había solucionado en buena medida el problema del ajuste externo requerido por el shock petrolero y las cambiantes condiciones del mercado internacional; los tres países se embarcaron en políticas de estabilización de sus respectivas economías tendientes a acabar con un flagelo que durante muchísimos años causó graves daños: la inflación. A tales efectos el instrumento utilizado fue el preanuncio del tipo de cambio de forma tal de tratar de influenciar a la baja las expectativas inflacionarias de los distintos agentes económicos. Este es, no cabe ninguna duda, el punto más crucial y debatido de las es-

trategias económicas adoptadas por los países del Cono Sur y sobre el cual más discusiones se han realizado.

Las experiencias de Argentina, Chile y Uruguay de fines de la década pasada y principios de la actual se han convertido pues en campo de estudio fértil para toda una serie de problemas sumamente importantes que surgen cuando se considera el diseño y manejo de políticas macroeconómicas en economías abiertas. En líneas generales, los principales puntos que han sido analizados en la literatura que ha tocado el tema y que seguidamente abordaremos son los siguientes:

1) El problema del "atraso cambiario". Dada la importancia que tiene en una economía abierta el tipo de cambio real (definido como el precio relativo de los bienes comercializables en término de los no comercializables) como variable clase en la asignación de los recursos entre los distintos sectores productivos (comercializables y no comercializables); resulta obvia la preocupación que a todo nivel se produce cuando ocurren movimientos bruscos en dicha variable. Las estrategias de estabilización adoptadas por los países del Cono Sur estuvieron asociadas con una fuerte apreciación o caída del tipo de cambio real que perjudicó notoriamente la capacidad de competencia externa de dichas economías. Los principales puntos que se han analizado en la literatura que estudió el problema pueden dividirse en:

i) ¿Cómo se genera el problema del atraso cambiario?

ii) ¿Es evitable o no?

iii) La influencia de la elección del sistema cambiario (tipo de cambio fijo, flexible o de "paridades deslizantes") en la génesis y permanencia del fenómeno.

iv) El orden de la liberalización de la cuenta co-

rriente y de la cuenta de capital de la balanza en su influencia sobre la apreciación del tipo real de cambio.

2) ¿Cuál es el orden adecuado de apertura de la economía? ¿Se debe liberalizar primero la cuenta corriente y luego la cuenta capital o por el contrario resulta óptimo abrir en primera instancia la cuenta capital y más tarde la cuenta corriente? ¿Porqué no abrir ambas cuentas simultáneamente y permitir que los agentes económicos disfruten al mismo tiempo de las ventajas que brinda la completa liberalización del comercio de bienes y de capital?

3) El comportamiento de las tasas de interés durante el intento de estabilización. Mientras que el tipo de cambio real es la variable clave a los efectos de determinar la asignación de recursos y las decisiones de producción y consumo entre los distintos conjuntos de bienes en un período dado; la tasa real de interés se transforma en la variable crucial a los efectos de determinar las decisiones intertemporales (i.e entre distintos períodos del tiempo) de consumo e inversión. En este contexto, dos puntos fundamentales han captado la atención de la literatura que ha estudiado el tema:

i) El comportamiento de las tasas reales de interés y sus vinculaciones con las fluctuaciones del tipo de cambio real.

ii) ¿Por qué no se dió el arbitraje de las tasas domésticas con la tasa internacional ajustada por la devaluación preanunciada?

4) El efecto del shock externo en los programas de estabilización. Aunque la apertura de la economía al comercio de bienes y capital mejora sin ninguna duda el nivel de bienestar de la economía doméstica al poder aprovechar ésta las ventajas que surgen de la división internacional del trabajo y la especialización según las

ventajas comparativas de cada país; no menos cierto es que también se vuelve más vulnerable ante el efecto de distintos shocks externos en el mercado de bienes y de capital. Esto es particularmente cierto en el caso de economías pequeñas (como sin ninguna duda lo son las del Cono Sur) que no tienen ninguna influencia en los mercados de bienes y de capitales y que por lo tanto están sujetas a absorber completamente los shocks a los términos de intercambio y las tasas de interes. Es en este contexto que la literatura que ha estudiado las experiencias económicas del Cono Sur ha aislado, como principales shocks afectando a las economías domésticas, a:

i) Las altas tasas nominales de interés internacionales a partir de 1980.

ii) El efecto depresivo que la apreciación del dólar respecto a las principales monedas fuertes tuvo sobre los precios de las principales materias primas producidas y exportadas por estos países.

iii) La conjunción de ambos factores en su incidencia sobre la carga real del endeudamiento (tanto interno como externo) que se fue acumulando desde las etapas iniciales del proceso de estabilización económica.

5) Las inconsistencias internas en la aplicación de las políticas de liberalización y estabilización. Recientes desarrollos en la teoría de la política macroeconómica han enfatizado la importancia que la credibilidad en la política tiene para el éxito de la misma (algo que muchos conductores de política económica seguramente han experimentado). La viabilidad de cualquier acción de política económica está intrínsecamente ligada a su credibilidad, al tiempo que ésta última está intimamente ligada a la consistencia interna de la política. En este aspecto distintos problemas surgen cuando uno analiza las experiencias de los países del Cono Sur.

i) El problema de los múltiples numerarios que urge al gobierno controlar simultáneamente salarios, tipo de cambio y tarifas públicas.

ii) La indexación salarial, con especial énfasis al caso chileno.

iii) El tamaño del déficit fiscal y su incompatibilidad con las metas cambiarias.

iv) El problema del manejo de las expectativas y la flexibilidad de la política implementada.

Obviamente, sobre cada uno de los puntos anteriores se podrían escribir tratados y la literatura existente ya de por sí es bastante extensa; por lo cual resultaría demasiado pretensioso hacer un análisis exhaustivo de cada uno de ellos. Nuestro propósito aquí será simplemente reseñar brevemente los principales problemas y análisis efectuados en cada una de las áreas; con el ánimo de clarificar la comprensión de la compleja problemática que surge al analizar el manejo de la política macroeconómica en economías interdependientes.

II. EL FENOMENO DEL "ATRASO CAMBIARIO"

Una de las características más salientes de los programas de estabilización económica llevados a cabo en Argentina, Chile y Uruguay sobre fines de la década pasada viene dada por la apreciación o caída del tipo de cambio real definido como el precio relativo de los bienes comercializables en términos de los no transables; fenómeno este conocido popularmente como "atraso cambiario".

El tipo de cambio real es la variable clave para determinar en un momento dado del tiempo qué proporción del gasto agregado de la economía caerá en bienes transables y no comerciables, así también como que cantidad

de los recursos productivos de un país se destinarán a una u otra actividad productiva. Dado que la movilización de factores productivos entre los distintos sectores no está excenta de costos, resulta obvio la preocupación que se manifiesta a todo nivel ante cambios bruscos en el tipo de cambio real que no responden a cambios en su nivel de equilibio. Como lo expresa Calvo (1982): "la creencia es que un programa de estabilización basado en la fijación del tipo de cambio puede estar asociado con una apreciación del tipo de cambio real por encima y más allá de la que determinarían cambios en el sector real de la economía (por ejemplo, en la política comercial los términos de intercambio, diferenciales de productividad entre los distintos sectores, etc.) por un período de tiempo mayor a los dos años."

Dados los efectos negativos que tal apreciación del tipo de cambio real produce en el nivel de actividad de los sectores de bienes comercializables se argumentaba que el uso del tipo de cambio no era el instrumento idoneo para reducir la inflación a niveles razonables dentro de un período de tiempo "políticamente factible", y que más tarde o más temprano la política debería ser abandonada.

Una extensa literatura se ha desarrollado tratando de explicar el porqué del atraso cambiario. Las distintas explicaciones teóricas que se han elaborado sobre el tema en general trabajan con un modelo de una economía dependiente o "australiano" en el cual los bienes se agregan en comerciables y no comerciables y difieren en los supuestos que realizan respecto a las expectativas de los agentes económicos, los tipos de activos financieros que existen en la economía; el grado de flexibilidad de los precios, los salarios y otros costos de producción, la existencia o no de contratos rígidos en la economía, etc.

Como seguidamente veremos; las distintas explica-

ciones teóricas difieren en cuál es la rigidez en la que hacen énfasis a los efectos de explicar el fenómeno. Porque obviamente, si no incluímos ninguna rigidez en la economía y todas las variables del sistema pueden ajustarse inmediatamente el fenómeno del atraso cambiario no se presentaría y sería posible hacer pasar a la economía desde la situación inflacionaria el nuevo equilibrio sin inflación sin mayores costos y sobresaltos.

Pasaremos ahora a un breve comentario de los distintos modelos elaborados para explicar el fenómeno de la apreciación del tipo real de cambio asociado con el inicio del intento de estabilización.

Carlos Rodríguez (1982) llega a la conclusión de que una política antiinflacionaria basada en una desaceleración preanunciada de la tasa de devaluación llevará a una apreciación del tipo de cambio real si las expectativas de los agentes económicos en el sector de bienes no comercializables son adaptativas. El mecanismo que hace que ello así sea es simple. Dado que se supone que existe perfecta movilidad de capital la tasa de interés doméstica está arbitrada con la tasa internacional y la devaluación esperada por lo que la reducción en el ritmo preanunciado de devaluación (suponiendo que los distintos agentes creen en la viabilidad de la política) se traslada inmediatamente a las tasas nominales de interés, de forma tal que éstas bajan. Dado que las expectativas de los agentes económicos en el mercado de bienes no comercializables son adaptativas ello implica que la tasa de inflación esperada en ese sector está-al menos en el corto plazo - dada (o sea es una "variable de estado"); por lo que la caída de las tasas nominales es también una caída de la tasa real esperada de interés. Dicha caída en la tasa real de interés esperada incentiva el gasto tanto en bienes comerciables como no transables; lo cual produce un déficit de cuenta corriente y un aumento en el precio relativo de los bienes no comerciables debido a la mayor demanda por lo mismos. El ma-

yor nivel de gasto agregado inducido por la caída en la tasa real esperada de interés -y financiado mediante un influjo de capitales desde el resto del mundo- es el factor que induce la caída del tipo de cambio real o lo que es lo mismo el aumento del precio relativo de los bienes no comerciables.

Esta caída del tipo de cambio real se corrige a si misma a través del siguiente mecanismo. El atraso cambiario disminuye la competitividad externa de la economía por lo que una recesión comienza en el sector de bienes comerciables lo que a su vez comienza a ejercer presiones a la baja en los incrementos de costos poductivos y precios; con lo cual la tasa de inflación doméstica cae por debajo de la internacional. Esto hace a su vez que la tasa real de interés doméstica suba con lo cual el nivel deseado de gasto disminuye y con ello el nivel de precios de los bienes no transables caiga - debido a la menor demanda-; hasta que se llega al nuevo equilibrio de largo plazo.

La explicación ensayada por Rodríguez a los efectos de explicar la génesis del atraso cambiario contiene desde el punto de vista teórico una carencia que viene dada por la falta de un argumento sólido al hecho de que las expectativas de los agentes económicos en algunos mercado (el financiero y el de bienes comercializables) son racionales y se ajustan inmediatamente a las nuevas circunstancias, mientras que en otros mercados (el de bienes no comercializables) son adaptativas. A priori no existe ningún argumento de peso para que se de esta dicotomía en el comportamiento de las expectativas de los agentes económicos.

En la misma línea de explicación, Rudiger Dornbusch (1982) asume que no solamente el nivel de precios es rígido sino que también lo es la tasa de inflación. Asumiendo esto, una reducción en la tasa de devaluación tautológicamente lleva a un período inicial de aprecia-

ción del tipo de cambio real a través de canales similares a los explorados por Rodríguez (caída de la tasa real esperada de interés; aumento del gasto deseado y por consiguiente un aumento del precio relativo de los bienes no comerciables). Lamentablemente, el modelo carece de una buena explicación al porqué la tasa de inflación es rígida en el corto plazo.

Calvo (1982) explica la apreciación del tipo de cambio real siguiendo básicamente la línea de exposición de Rodríguez (1982) y Dornbusch (1982) en la cual se considera que la inflación es una variable que se mueve lentamente; pero a diferencia de los autores anteriores trata de ofrecer una explicación al porqué de dicha falta de flexibilidad de la tasa de inflación. Ello se logra utilizando el mecanismo de "staggered contracts" originado en autores como Phelps y Taylor en el cual el mercado de trabajo está caracterizado por la existencia de contratos nominales que duran varios períodos; por lo que en cada período del tiempo coexisten simultáneamente contratos realizados en diferentes períodos. Las firmas que operan en el mercado de bienes no transables están sujetas a este tipo de contratación en el mercado laboral; y fijal sus precios como un porcentaje ("markup") por encima del costo laboral. En cada instante del tiempo un porcentaje de las firmas tiene que establecer nuevos contratos laborales y por lo tanto puede cambiar sus precios; pero el resto de las firmas que tienen aún contratos laborales vigentes no puede modificar sus precios. Este es el mecanismo que introduce inercia en el nivel general de precios y en la tasa de inflación dado que siempre hay un número de firmas - las que no tienen necesidad de recontratar - que mantienen el precio anterior. En pocas palabras; este trabajo de Calvo es una versión más sofisticada de la vertiente que tiende a explicar el problema del atraso cambiario vía cierta inercia en la tasa de inflación.

Una línea diferente para explicar el fenómeno del

atraso cambiario ha sido ensayada por Buffie (1983). Este autor supone que los bancos en la economía doméstica mantienen el siguiente portafolio de activos: bonos del resto del mundo denominados en moneda extranjera y créditos contra capital radicado en la economía que son sustitutos imperfectos con los bonos del exterior. Mientras que el rendimiento de los bonos externos viene dado exógenamente desde el resto del mundo; no ocurre lo mismo con el precio y rendimiento del activo doméstico.

Una reducción en la tasa de devaluación -al reducir la tasa nominal de interés- aumenta la demanda de este activo doméstico; con lo cual su precio también aumenta (este es el famoso coeficiente q de Tobin); con lo cual la demanda por inversión aumenta. De esta forma obtenemos nuevamente una apreciación del tipo de cambio real que se produce como consecuencia de un aumento del gasto (esta vez del gasto por inversión) que cae parcialmente en bienes no comerciables.

Otro canal que ha sido explorado por van Wijnbergen (1983) explica la apreciación del tipo de cambio real asumiendo que el nivel de gasto deseado depende no solamente de la tasa real de interés esperada y de la riqueza sino también del ingreso disponible (deinido de forma tal que incorpora el efecto que el impuesto inflacionario tiene sobre los saldos monetarios reales). Dado que una reducción de la tasa de devaluación reduce también la inflación doméstica (por el componente de bienes comercializables); el impuesto inflacionario disminuye y por lo tanto el ingreso disponible aumenta. Este aumento del ingreso disponible aumenta el gasto deseado y entonces el precio relativo de los bienes no comercializables aumenta para igualar nuevamente oferta y demanda por dicho tipo de bienes; con lo cual nuevamente tenemos el fenómeno de atraso cambiario.

Obstfeld (1981), trabajando con un modelo en el cual incorpora el teorema de Ricardo y una función de

ahorro del tipo Metzleriano en el cual los agentes económicos tienen un objetivo de riqueza dado; obtiene como resultado el fenómeno del atraso cambiario por la siguiente vía. Una política de "desinflación" aumenta los saldos monetarios deseados y ello es logrado por el público a través de un influjo de capitales que se monetiza incrementando el stock de reservas internacionales de la autoridad monetaria. Dado que la reservas ganan interés el público capitaliza las transferencias que recibirá del gobierno por esos intereses y entonces aumenta el nivel de gasto deseado; parte del cual recae sobre bienes no transables, aumentando su precio y por tanto apreciando el tipo de cambio real.

Guillermo Calvo (1983) explora tres modelos alternativos para explicar la caída del tipo de cambio real.

El primero es un modelo de portafolio en el cual los agentes en la economía mantienen activos externos y capital físico (por ejemplo tierra). En el modelo se analizan los efectos de un cambio en la composición deseado del portafolio por el cual el público se desprende de activos externos y compra capital físico en el país (por ejemplo un aumento percibido en el precio de la carne o lana aumenta la rentabilidad de la tierra e induce al público a demandar más de este activo). Del modelo surge que ese cambio en la composición deseada del portafolio inmediatamente produce una apreciación del tipo de cambio real dado que el aumento del precio de la tierra (que se determina endógenamente al ser la tierra un activo no transable y en oferta fija) incrementa la riqueza, con lo cual aumenta el gasto deseado y el tipo de cambio real se aprecia para equilibrar el mercado de bienes no comercializables. El mecanismo por el cual se da el atraso cambiario es entonces a través de un efecto riqueza provocado por el cambio en la composición del portafolio de los agentes. Una línea similar de explicación del fenómeno es la adoptada por Arnold C. Harberger (1982); quien enfatiza la importancia del aumento perci-

bido en la riqueza y sus efectos sobre el gasto deseado, como el factor crucial a los efectos de explicar el problema del atraso cambiario.

El segundo modelo considerado por Calvo es un modelo de sustitución de monedas en el cual tenemos como activos moneda nacional y extranjera. Este modelo incluye como rasgo característico una definición del ingreso disponible en la cual se toman en cuenta los "servicios del dinero" (a lo Johnson) y se los ajusta por efecto del impuesto inflacionario. El desarrollo posterior es similar al modelo de van Wijnbergen que consideráramos anteriormente en el cual la reducción de la tasa de devaluación aumenta el ingreso disponible dada la reducción en el impuesto inflacionario.

Por último, el tercer modelo considerado por Calvo es un modelo en el cual se enfatiza la cuestión de la "credibilidad" en la política implementada, factor éste que muchas veces ha sido dejado de lado en las distintas formulaciones teóricas. El punto crucial aquí es que si el público asume que una devaluación ocurrirá en algún momento en el futuro pero no sabe exactamente cuando; habría una apreciación del tipo real de cambio hasta tanto no se haga efectiva la devaluación. Ello es así porque Calvo asume que las firmas en el sector de bienes no comercializables fijan precios de acuerdo a la fórmula

$$(a)\ P_{it} = \alpha E^{e}_{t} + (i - \alpha)\ P^{e}_{t}$$

donde:

P_{it}: es el precio fijado por la firma i en el mercado de bienes transables

E_{t}: es el tipo nominal de cambios.

P_t : es el nivel de precios promedio para los bienes no comerciables.

Calvo asume que existe un "continuo" de firmas distribuidas en el intervalo (0,1) y que los agentes económicos tienen expectativas racionales (en este caso previsión perfecta) de forma tal que

$$P_t = P_t^e = \int_0^1 P_{it} \, di$$

o sea que el nivel general de precios esperado es igual al que efectivamente se da y es un promedio de los precios fijados por todas las empresas que funcionan en el mercado de bienes no comerciables.

Usando (a) en (b) tenemos que $P_t = E_t^e$. Entonces obviamente si $E_t^e > E_t$ (o sea que hay una expectativa de devaluación); el tipo de cambio real $q = E/P$ es menor que el de equilibrio y el tipo de cambio real se aprecia.

Hemos pasado pues revista a toda una serie de modelos que pretenden explicar el fenómeno del atraso cambiario. Un punto de vista completamente diferente respecto a la eventual apreciación del tipo de cambio real como consecuencia de una reducción en la tasa preanunciada de devaluación es el que expresa Maurice Obstfeld (1984).

Obstfeld analiza las consecuencias de una política antiinflacionaria basada en una reducción de la tasa preanunciada de devaluación sobre el tipo de cambio real tanto en el caso de que la cuenta de capital está cerrada como en el caso de que hay perfecta movilidad de ca-

pital. Antes de entrar a analizar ambos casos, es conveniente dar algunas definiciones que luego usaremos.

Definiremos la tasa de inflación como

$$\Pi = \gamma \, DE / E + (1 - \gamma) \, DP^H / P^H$$

donde:

γ : es el porcentaje promedio del gasto agregado en el largo plazo que cae en bienes comerciables.

DE/E : es la tasa de devaluación actual; que dado el supuesto de perfecta con el cual trabajaremos es igual a la tasa esperada de devaluación. Suponiendo que el nivel de precios externos es constante; DE/E es también la tasa de inflación en el sector de bienes comerciables.

DP_H/P_H: es la tasa de inflación (actual y esperada) en el sector de bienes no comercializables.

Definimos el tipo de cambio real como $q = E/P^H$ de modo que $Dq/q = DE/E - DP^H/P^H$

y la tasa de inflación puede entonces escribirse como

$$\Pi = DE/E - (1 - \gamma) \, Dq/q$$

Seguidamente presentamos el análisis que Obstfeld efectúa respecto a los efectos de una reducción en la

tasa de devaluación sobre la dinámica del tipo de cambio real.

Consideremos primeramente el caso en que la cuenta capital se encuentra cerrada. En este caso la tasa nominal de interés es una variable predeterminada por las condiciones internas del mercado doméstico de capitales. Una reducción en la tasa de devaluación preanunciada (DE/E) por lo tanto incrementa la tasa real de interés esperada; al reducir la tasa de inflación esperada en el sector comerciable. Este aumento de la tasa real de interés induce una caída en el nivel de gasto deseado, lo cual produce un descenso en el ritmo de actividad económica y genera un incipiente superávit de la cuenta corriente que inicia un proceso de acumulación de activos externos. Inicialmente el tipo de cambio real se deprecia dado el efecto que la recesión y las incrementadas tasas reales de interés tienen sobre el precio de los bienes no transables, que debe caer de forma de equilibrar la oferta con el menor gasto agregado que se dirige a ese mercado. El proceso de acumulación de activos externos que se inicia como consecuencia del aumento en la tasa real de interés produce un aumento en la riqueza del público, lo cual se traduce en un paulatino aumento del gasto deseado por parte de los distintos agentes económicos. Este incipiente aumento del gasto agregado produce una apreciación del tipo de cambio real - partiendo obviamente del nivel más alto que produjo el efecto impacto de la reducción en DE/E -, dado que el aumento del gasto tiende a presionar al alza el precio relativo de los bienes no transables. El proceso continúa hasta que se llega al nuevo equilibrio de largo plazo en el cual el stock de activos externos es mayor y el tipo de cambio real menor al del equilibrio inicial. Durante esta fase de ajuste el proceso de acumulación de activos externos continúa - aunque a una tasa decreciente -; la tasa real de interés cae y el tipo de cambio real se aprecia hasta que llega al equilibrio de largo plazo en el cual el proceso de ajuste culmina y la acu-

mulación de activos externos cesa. El tipo de cambio real en el nuevo equilibrio de largo plazo es menor al del equilibrio inicial (o sea que el tipo de cambio real se aprecia en el nuevo equilibrio); dado que el stock de activos externos es mayor al inicial y entonces - al tipo de cambio real incial - el nivel de gasto deseado en el mercado de bienes no transables es mayor, con lo cual el precio relativo de los bienes no comerciables debe subir para equilibrar el mercado.

Por lo tanto, cuando el mercado de capitales doméstico se encuentra aislado del resto del mundo, una reducción en la tasa de devaluación preanunciada produce en impacto una depreciación del tipo de cambio real; por más que en el largo plazo - una vez que los ajustes se han completado - el tipo de cambio real se aprecia.

Veremos ahora cuales son los efectos de una reducción de DE/E en el caso de que hay perfecta movilidad de capital. En este caso, el arbitraje de tasas de interés asegura que la tasa nominal doméstica sea igual a la tasa externa más la devaluación esperada; o sea $R = R^* + DE/E$, donde R (R^*) es la tasa de interés doméstica (externa). La tasa real de interés viene dada en este caso por $R - \Pi = R^* + (1 - \gamma)\ Dq/q$; y es por lo tanto una variable predeterminada que no es afectada por cambios en la tasa de devaluación. Por lo tanto, una reducción permanente y creíble en la tasa de devaluación es neutral bajo el supuesto de expectativas racionales (o previsión perfecta en este caso en que no tenemos incertidumbre) con el que estamos trabajando. La reducción en DE/E no afecta ninguna de las relaciones de comportamiento y por tanto no afecta el equilibrio de la economía.

Intuitivamente resulta claro porqué un cambio en DE/E no afecta la tasa real de interés bajo el supuesto de que los agentes forman sus expectativas racionalmente - y la política es creíble - en el caso de que hay per-

fecta movilidad de capital. Al estar la tasa nominal de interés perfectamente arbitrada con la tasa internacional; una caída de DE/E reduce la tasa nominal de interés en el mismo porcentaje y lo mismo ocurre con la tasa esperada de inflación que también se ajusta a la baja en la misma cantidad como consecuencia de la baja esperada en las inflaciones de los sectores de bienes comerciables y no comerciables. Este efecto sobre la inflación esperada era el nudo gordiano sobre el cual se asentaban las estrategias de estabilización basadas en el preanuncio del tipo de cambio. Al no modificarse la tasa real de interés, no se produce ningún cambio en el nivel gasto deseado y los mecanismos que vimos operaban cuando la cuenta de capital estaba cerrada no tienen andamiento. El único cambio que se produce es un aumento en las reservas internacionales de la autoridad monetaria dado que el público quiere tener más dinero en términos reales al caer la tasa de inflación esperada. Los resultados obtenidos en el análisis llevan a Obstfeld a concluir que: "sin importar el grado de movilidad de capital; el modelo tal cual ha sido formulado da poco apoyo a la noción de que una reducción en la tasa preanunciada de devaluación es en si misma una causa para la apreciación del tipo de cambio real".

El punto crucial enfatizado por Obstfeld es que si la gente actua racionalmente en todos los mercados, cambios en la tasa preanunciada de devaluación son neutrales para afectar variables reales (tipo de cambio real, tasa real de interés, etc.) en el caso de que la economía doméstica está integrada con el resto del mundo tanto en el mercado de bienes como de capitales. Ello es así porque en ese contexto por un lado la tasa real de interés es independiente de la regla monetaria - cambiaria implementada; y por el otro el precio relativo de los bienes no transables (la inversa del tipo de cambio real) está determinado por factores ajenos a la elección del numerario del sistema, como lo son las preferencias del público y las posibilidades de producción de la eco-

nomía (aparte del exceso de gasto deseado sobre el nivel de producto). Haciendo supuestos razonables y normales respecto a las preferencias y a la teconología; hay solamente un precio relativo de los bienes no transables que equilibran el mercado de bienes domésticos. En esta relación única entre el precio de los bienes comerciables (que dado los precios externos esté determinado por el tipo de cambio) y el de los no comerciables la que se trató de explotar a través del manejo de la tasa de devaluación a los efectos de inducir una baja en la tasa de inflación del nivel general de precios.

Hasta el momento hemos visto modelos teóricos en los cuales la política antiinflacionaria se basaba en un manejo de la tasa preanunciada de devaluación. Pasaremos ahora a considerar si el fenómeno del atraso cambiario también se presenta cuando la estrategia inflacionaria se basa en una reducción en la tasa de crecimiento monetario y la economía está operando con tipo de cambio flexible (la reducción de la tasa de crecimiento monetario con tipo de cambio flexible hace las veces de una reducción en la tasa de devaluación con tipo de cambio fijo).

Cuando consideramos los efectos de una política de estabilización "clásica" basada en un control y en lentecimiento del ritmo de crecimiento de los agregados monetarios en una economía con tipo de cambio flexible, uno no puede menos que recordar el famoso efecto de "overshooting" asociado al ya clásico trabajo de Dornbusch. En efecto, la proposición de que con tipo de cambio flexible una política monetaria restrictiva puede llevar a un sustancial movimiento en el tipo de cambio nominal y real más allá del nivel de equilibrio de largo plazo está actualmente ampliamente aceptada. La razón para que ello así sea está dada por la presencia de ciertas rigideces e inercias en los mercados de factores y de bienes combinada con la presencia de un tipo de cambio completamente flexible. Las modernas teorías de

determinación del tipo de cambio nominal (ver por ejemplo Mussa 1982, 1984) hacen hincapié en las características de activo que el mismo posee y en el hecho de que - como el resto de los activos financieros - se determina en mercados organizados y "eficientes" que incorporan toda la información disponible en forma inmediata a los efectos de determinar el valor de equilibrio del tipo de cambio nominal. De esta forma, cambios corrientes o anticipados en la política monetaria se reflejan inmediatamente en el tipo de cambio nominal mientras que lo hacen solo lentamente y con un rezago en los costos internos y los precios de los bienes finales. Ello se traduce en una pérdida de competitividad externa y en una caída del nivel de producto por debajo del nivel potencial.

El mecanismo por el cual ese resultado se produce es el siguiente. Si la cuenta de capital está cerrada; el "apretón" monetario eleva en impacto las tasas nominales y (dada la inercia del nivel de precios) reales de interés lo cual provoca una caída del gasto deseado con lo cual se inicia un incipiente superávit de cuenta corriente y ello a su vez tiende a apreciar el tipo de cambio. Ese es el mecanismo por el cual la gente aumenta sus tenencias deseadas de dinero en términos reales, vía la apreciación del tipo nominal de cambio - que reduce la tasa de inflación en el componente comerciable y que a medida que el proceso de ajuste se da se extiende al nivel general de precios - que se produce como consecuencia del superávit de cuenta corriente.

Con tipo de cambio flexible y movilidad de capital la historia es básicamente la misma; con la diferencia de que el ajuste es muchísimo más rápido dado que básicamente se realiza por la cuenta capital. La suba en las tasas de interés provoca una entrada masiva de capitales que aprecia en impacto el tipo de cambio nominal. En conclusión, tanto si tenemos movilidad de capital como si la cuenta capital está cerrada una política antiin-

flaccionaria basada en una reducción en la tasa de crecimiento monetario genera una apreciación del tipo de cambio nominal y real. Es de destacar que es justamente esta apreciación del tipo de cambio nominal y la caída del nivel de producto por debajo de su nivel potencial el mecanismo a través del cual la política monetaria restrictiva reduce la tasa de inflación doméstica.

Hemos visto pues, que tanto cuando la política antiiflacionaria se basa en una reducción en la tasa de crecimiento monetario -con tipo de cambio flexible- como cuando se basa en una reducción en la tasa preanunciada de devaluación -con tipo de cambio fijo o de "paridades deslizantes"- el resultado que uno debería esperar como más probable es una apreciación del tipo de cambio real. ¿Qué es lo que hace que así sea? ¿Que es lo que hace que no importa el sistema cambiario o el grado de movilidad de capital a los efectos de explicar el fenómeno del "atraso cambiario"?.

La explicación básica está dada por el hecho de que el fenómeno se produce a consecuencia de ciertas rigideces en el sistema económico (rigideces que se manifiestan en el hecho de que el nivel de precios o la tasa de inflación sean variables con inercia y que se ajusten lentamente) que tienen poco y nada que ver con el sistema cambiario y el grado de movilidad de capital. La elección del sistema cambiario afecta la manera en que distintos shocks -externos e internos, reales o monetarios, anticipados y no anticipados- se transmiten y afectan el equilibio de la economía; mientras que el grado de movilidad de capital es importante en otros sentidos; básicamente en la velocidad y la intensidad con que se produce el fenómeno de la apreciación del tipo de cambio real. Pero la causa última radica en la existencia de alguna rigidez (por ejemplo la existencia de contratos nominales dados o problemas de información imperfectas e incompleta respecto a la verdadera naturaleza de los shocks operando en la economía) que hace que

el nivel de precios o la tasa de inflación no puedan ajustarse intantáneamente a la nueva - y reducida - tasa de devaluación o de crecimiento monetario según sea el caso.

Como vimos anteriormente, el trabajo de Obstfeld (1984) constituye en ese sentido una excepción a lo expresado anteriormente. De su análisis se desprende que no necesariamente la política antiinflacionaria conduce a una apreciación del tipo de cambio real. Pero justamente su excepcionalidad radica en el hecho de que elimina todas las rigideces en la economía y por lo tanto se puede pasar del equilibrio inflacionario al nuevo equilibrio de largo plazo -con una inflación menor- instantáneamente y sin costos.

III EL ORDEN ADECUADO DE LA LIBERALIZACION DE LA CUENTA CORRIENTE Y LA CUENTA CAPITAL

Sobre este punto se ha desarrollado una interesante discusión teórica sobre los méritos e inconvenientes de distintos esquemas de apertura de la economía. Como expresáramos en la introducción, el problema básico en si conviene liberalizar primero el flujo de bienes y servicios o por el contrario el flujo de capitales, o aún porqué no liberalizar ambos flujos simultáneamente.

El punto crucial en esta discusión viene dado por el hecho de que las velocidades de ajuste en el mercado de bienes y en el de capitales son muy diferentes, enfatizándose la constatación empírica de que el mercado de capitales tiende a ajustar y encontrar su equilibrio con mucha mayor rapidez que el de bienes.

Básicamente podemos encarar el problema del orden adecuado de liberalización desde un punto de vista microeconómico o desde un punto de vista macroeconómico. Desde el punto de vista microeconómico el interés cen-

tral del análisis está dado por los efectos que el orden de liberalización tiene sobre la eficiencia general del sistema económico y la asignación de los recursos productivos. Desde el punto de vista macroeconómico el interés central viene dado por los efectos que los distintos órdenes de apertura generan sobre la posibilidad de llevar a cabo con éxito una política de estabilización.

En el desarrollo de estos puntos seguiremos muy de cerca a Sebastián Edwards (1984), quien ha escrito uno de los mejores "surveys" de la literatura en este campo. Siguiendo a Edwards organizaremos la discusión respecto al orden adecuado de liberalización en torno a los siguientes puntos: a) estabilidad macroeconómica y movimientos del tipo de cambio real, b) los efectos que los distintos órdenes de liberalización tienen sobre el bienestar de la comunidad y c) los costos del proceso de ajuste.

a) ESTABILIDAD MACROECONOMICA Y MOVIMIENTOS DEL TIPO DE CAMBIO REAL

Numerosos autores han expresado preocupación en el sentido de que la apertura de la cuenta capital generaría importantes flujos desestabilizadores de capital. Por un lado, si la apertura se realiza en un contexto en el cual el mercado financiero doméstico se encuentra "reprimido" (en el sentido utilizado por Mc Kinnon) y las tasas de interés se encuentran a niveles artificialmente bajos se produciría una importante fuga de capitales; por lo cual una condición previa para una apertura exitosa de la cuenta capital es que el mercado financiero doméstico se encuentra completamente liberalizado y las tasas de interés a niveles competitivos. Por el otro lado; si el mercado financiero doméstico se encuentra ya liberalizado; la presunción es que las tasas de interés domésticas se encontrarán inicialmente por encima de la internacional (debido a la escasez relativa de

capital en la economía doméstica) y por lo tanto la apertura de la cuenta capital generará inicialmente un gran influjo de capitales -debido a ese diferencial de tasas de interés- que provocará una apreciación del tipo de cambio real sea porque esos capitales se monetizan con tipo de cambio fijo o se vuelquen al mercado cambiario con tipo de cambio flexible provocando una caída del tipo de cambio nominal. Dado que los mercados financieros se ajustan rápidamente, dicha apreciación real en impacto sería muy intensa.

Por otra parte existe bastante consenso en señalar que una liberalización exitosa de la cuenta corriente requeriría una depreciación real del tipo de cambio de forma tal de ayudar al sector exportador a expandirse y lograr que la movilización de recursos productivos sea menos dolorosa y más soportable (obviamente una depreciación del tipo de cambio real aumenta la rentabilidad de los exportadores y por tanto pone en marcha los mecanismos adecuados para facilitar la movilización de recursos que se da al cambiar la estructura de precios relativos).

De lo expresado anteriormente surge inmediatamente que no deberían abrirse simultáneamente la cuenta corriente y la cuenta capital dado los efectos opuestos que ambas aperturas generan sobre el tipo de cambio real, y que durante el período de transición luego que el comercio de bienes y servicios ha sido liberalizado los influjos de capital deberían estar controlados. Esta es la posición adoptada por varios autores (Mc Kinnon, Harberger, Dornbusch etc); llegando Dornbusch a establecer que lo "peor que se puede hacer es liberalizar la cuenta capital..... antes que la requerida depreciación del tipo de cambio real ha sido alcanzada"; y a Mc Kinnon a señalar que una economía que liberaliza su comercio exterior "debería delibaradamente evitar una inyección de capital externo inusual o extraordinaria".

Como bien lo señala Edwards; una cuestión crucial en esta línea de argumentación viene dada por el hecho de que es muy difícil determinar qué es una "inyección extraordinaria" de capital externo. Si la apertura de la cuenta capital genera influjos de fondos externos que pueden ser sostenidos en el largo plazo entonces la apreciación del tipo de cambio real que se produciría debería verse como un fenómeno de equilibrio y como algo más o menos permanente, y los distintos sectores productivos deberían adaptarse a esa nueva estructura de precios relativos por más que la caída en el tipo de cambio real vuelva más dificultoso el proceso de ajuste del sector exportador al disminuir la rentabilidad del sector.

Por otra parte, dada la diferente velocidad de ajuste de las dos cuentas y los movimientos opuestos sobre el tipo de cambio real que la liberalización del comercio de bienes y de servicios y del flujo de capitales producen; se deduce la importancia de tratar de "sincronizar" la estrategia de liberalización de forma tal de evitar movimientos de recursos productivos (algo que obviamente tiene sus costos) entre sectores que luego deberían revertirse una vez que el tipo de cambio real modifica su tendencia. Así tenemos el argumento utilizado entre otros por Frenkel (1982, 1983) en el sentido de que dada la diferente velocidad con que el mercado de bienes y el de capitales se ajustan; dicha sincronización podría lograrse abriendo primero la cuenta corriente y recién luego de cierto tiempo la cuenta capital.

b) EFECTOS SOBRE EL BIENESTAR DE LOS DISTINTOS ORDENES DE APERTURA

El segundo punto que se ha hecho y usado en las discusiones respecto al orden óptimo de la liberalización de la cuenta corriente y la cuenta capital se relaciona a los efectos qué órdenes de liberalización alter-

nativos tendrían sobre el bienestar de la comunidad. El análisis utiliza proposiciones clásicas de la economía del bienestar; y el punto crucial que se hace es que si la cuenta corriente y la cuenta de capital no son abiertas simultáneamente podrían existir costos en términos de bienestar al reducir una de las distorsiones en la economía y mantener la restante.

En general, siguiendo esta línea de razonamiento autores como Frenkel (1982, 1983), Krueger (1983) y Mc. Kinnon (1973) se han pronunciado sobre la deseabilidad de abrir la cuenta corriente de la balanza de pagos en primer término, dado que los efectos negativos sobre el bienestar de abrir la cuenta de capital primero manteniendo distorsionado el comercio de bienes serían superiores a los efectos negativos de seguir el orden contrario.

Lo que se trataría de evitar al abrir primero la cuenta corriente es un efecto del tipo de "inmiserizing growth" que surgiría si se abre la cuenta de capital primero y los capitales que ingresan al país se invierten en sectores cuyos precios relativos están distorsionados por la presencia de restricciones a los movimientos de mercaderías. El problema surge si el sector de bienes importables es intensivo en capital; ya que entonces la acumulación de capital que se da como consecuencia del influjo de fondos externos se realizaría en el sector que ya de por sí está produciendo demasiado desde el punto de vista social (aunque no desde el punto de vista privado) con lo cual el efecto negativo de la distorsión en el mercado de bienes se vería reforzado. Este efecto podría ser lo suficientemente fuerte como para hacer que el proceso de acumulación de capital resulte en una pérdida neta de bienestar para la comunidad al hacer que el nivel de producto a los distorsionados precios internos crezca pero a los precios externos caiga; con lo cual además la capacidad para el repago de las deudas contraídas -que está obviamente dada por el valor del PBI a precios externos- disminuye.

Este análisis tiene algunas limitaciones. En primer lugar, dado que el problema de "inmizerizing growth" surge por una diferencia entre la rentabilidad privada y social de la inversión en el sector de bienes importables (debido a la presencia de tarifas a la importación); resulta intuitivo que si una vez que la cuenta capital se abre las decisiones de inversión se realizan utilizando precios "sombra" que reflejen adecuadamente el valor social de la inversión ese problema desaparecería y el bienestar de la comunidad nunca bajaría. En segundo lugar, el análisis se ha enfocado exclusivamente en el caso de que los fondos externos se utilizan exclusivamente para incrementar el stock de capital de la economía. Cuando parte de esos fondos se utilizan para incrementar el consumo presente, resulta mucho más difícil encontrar condiciones bajo las cuales la apertura de la cuenta capital reduce el bienestar de la comunidad aún con presencia de tarifas y otras distorsiones en el mercado de bienes.

c) COSTOS DE AJUSTE Y ASISTENCIA DEL GOBIERNO

Muchos autores han señalado el hecho de que para aumentar la posibilidad de éxito de una reforma comercial se debería ayudar al sector de bienes comerciables a realizar los necesarios movimientos de recursos productivos de un sector a otro; y que una forma de facilitar la absorción de estos costos de ajuste que se producen al instaurar la reforma es a través de la importación de capital externo con los cuales financiar una transición más suave luego de la rebaja de tarifas. Ello implicaría que la cuenta capital debería abrirse primero o al menos simultáneamente a la cuenta corriente a los efectos de facilitar la obtención de fondos externos con los cuales facilitar la transición.

Dos visiones diferentes sobre este punto son las

sostenidas por Anne Krueger (1983) y por Ronald Mc. Kinnon (1973; 1982). Krueger, sin estar de acuerdo con el orden "cuenta capital primero, cuenta corriente después" señala que una de las contribuciones importantes que la disponibilidad de recursos externos puede realizar en un proceso de reforma comercial es en facilitar una transición más suave al permitir un nivel de importaciones y de consumo mayores; mientras que Mc Kinnon se ha opuesto fuertemente a la posibilidad de usar fondos externos que no podrán mantenerse en el largo plazo para asistir el período de transición durante la reforma comercial refiriéndose a las experiencias históricas de este tipo como episodios de "liberalización parcial con capital externo".

En cuanto al problema de si es necesario que el gobierno intervenga a los efectos de proporcionar asistencia durante el período de ajuste; el problema se reduce a conocer cuál es el equilibrio que la economía seguirá una vez que se den los cambios en los precios relativos como consecuencia de la baja de aranceles y cuál es la naturaleza precisa de los costos de ajuste y la reasignación de recursos que se dará. Si no hay ninguna "externalidad" asociada a dichos costos de ajuste entonces no hay ningún argumento para que el gobierno preste asistencia durante el proceso de ajuste; al menos desde el punto de vista económico o del bienestar (podrá justificarse por otros motivos, políticos, etc.). Si los costos de ajuste surgen porque existen algunas imperfecciones en el mercado que no pueden atacarse directamente en la fuente de esa distorsión, entonces pueden haber casos en que como una política de "second best" sea necesaria la intervención del gobierno en el proceso de ajuste.

Respecto a las consecuencias específicas sobre los movimientos de recursos y la retribución de los distintos factores productivos que la liberalización de la cuenta corriente y la cuenta capital producirían; el

análisis efectuado por Edwards es suficientemente completo y claro; por lo cual remitimos al lector a dicho trabajo.

Hasta el momento hemos analizado los distintos argumentos que se han manejado para determinar el orden apropiado de liberalización de la cuenta corriente y de capital desde un punto de vista microeconómico. Pasamos ahora a considerar los factores macroeconómicos que podrían influenciar el orden de liberalización de la economía. El punto crucial aquí viene dado por el efecto que distintos órdenes alternativos tienen sobre la posibilidad de llevar a cabo con éxito una política de estabilización tendiente a reducir la tasa de inflación.

Desde este punto de vista, resulta importante contar con el arbitraje internacional de bienes como un aliado en la lucha antiinflacionaria de forma tal de establecerle un techo o cuota máxima al movimiento de precios de los bienes comerciables y a través de ellos -vía efectos de sustitución en la producción y el consumo- en el nivel de precios de los no transables. Por ello es necesario que la cuenta corriente esté lo suficientemente liberalizada como para permitir un efectivo uso de dicho mecanismo de arbitraje de forma tal que shocks por el lado de la oferta o la demanda que puedan producirse en el transcurso del proceso de estabilización no se trasladen a precios debido a la existencia de "agua" en las tarifas u otros impedimentos a un efectivo arbitraje de bienes y servicios. Este es un aspecto -a nuestro entender- fundamental para que dichos shocks transitorios a la oferta y demanda de distintos tipos de bienes no adquieran un rol importante en el proceso inflacionario y se constituyan en factores perturbadores en el ya de por si difícil período de transición una vez que el programa antiinflacionario es implementado.

Respecto a la conveniencia o no de tener abierta la cuenta capital durante el transcurso del intento de es-

tabilización, es necesario hacer distintas puntualizaciones. Tomemos primero el caso en que la economía esté con tipo de cambio flotante y la estrategia de estabilización se base en un control y reducción en la tasa de crecimiento de los agregados monetarios pertinentes. Como ya viéramos en la sección sobre atraso cambiario, la consecuencia inevitable de dicha política es una apreciación del tipo de cambio real, siendo éste el factor que -junto a la recesión que provoca- pone en marcha el mecanismo de "desinflación". Y la intensidad y velocidad con que se produciría el fenómeno del "atraso cambiario" dependía del grado de movilidad de capital, dado que cuanto mayor es éste más alta es la probabilidad de un "overshocking" del tipo de cambio nominal. Tomando en cuenta este factor, uno podría concluir que la apertura de la cuenta de capital contribuiría a la estrategia antiinflacionaria dado que ello permitiría una apreciación mayor del tipo de cambio que pondría un freno importante al proceso inflacionario. El costo de esta ganancia en el frente inflacionario está dado por el hecho de que la recesión y caída del nivel de producto por debajo de su nivel potencial sería mucho mayor a consecuencia justamente de ese "overshooting" del tipo de cambio nominal, con lo cual la credibilidad de la estrategia podría verse limitada al acrecentarse las presiones para un cambio de política por parte de los sectores perjudicados por la intensidad y magnitud de la recesión.

Cuando nos encontramos con tipo de cambio fijo o de paridades deslizantes y la estrategia antiinflacionaria se basa en una reducción en la tasa de devaluación, también surgen algunos problemas. En el caso ideal en que la política es completamente entendida y creída por todos los agentes económicos y el público actúa racionalmente ya vimos que esta política permitía pasar a la economía de un equilibrio inflacionario al no inflacionario instantáneamente; teniendo en ese sentido la movilidad de capitales un rol fundamental al volver exógena la tasa real esperada de interés y permitir que el pú-

blico obtenga sus mayores saldos deseados de dinero en términos reales importándolos a través del balance de pagos sin necesidad de generar un penoso proceso deflacionario (este es el caso estudiado por Obstfeld (1984). Sin embargo, también vimos que la existencia de ciertas rigideces en el sistema económico pueden llevar a una caída de la tasa real de interés y a un "boom" en el sector de bienes no transables que operan en la dirección contraria al intento de estabilización al mitigar el efecto que sobre la tasa de inflación tiene la tasa de devaluación vía el efecto sobre el componente de bienes comerciables; lo cual puede minar en forma más o menos intensa la confianza general del público en la estrategia antiinflacionaria. En cambio, si la cuenta capital está cerrada el efecto de una reducción en la tasa de devaluación es reducir la tasa de inflación por el efecto directo sobre los bienes comerciables y por el efecto indirecto sobre el precio de los bienes no transables como consecuencia del aumento de la tasa real esperada de interés sobre el nivel de gasto deseado.

Otro argumento que a veces se esgrime para justificar un cierre relativo de la cuenta capital se basa en que ello permitiría un mejor manejo de la política monetaria y de crédito durante el período de estabilización al evitar el problema de los flujos desestabilizadores de capital a corto plazo. Un problema con esta línea de argumentación es porqué deberían producirse esos flujos desestabilizadores ya que si el "paquete" de políticas antiinflacionarias es coherente y creíble no hay razón para que dichos bruscos movimientos de capitales se produzcan.

En síntesis; resulta claro que es fundamental tener lo suficientemente abierta la cuenta corriente durante el período de estabilización de forma tal de poner un techo al movimiento de precios al poder utilizar el intercambio internacional de bienes y servicios para cana-

lizar eventuales presiones de oferta o de demanda que pudieran generarse durante el crucial período de transición hacia el nuevo equilibrio sin inflación. No resulta tan clara la situación respecto a la conveniencia o no de tener abierta la cuenta de capital durante el transcurso del período de estabilización; y los factores que son importantes para determinar si conviene o no tener completamente liberalizado el movimiento de capitales con el resto del mundo dependen de cuál es la estrategia antiinflacionaria, del grado de coherencia interna y credibilidad en la política implementada; del grado de racionalidad de los agentes económicos y de cuales son las principales rigideces que afectan a la economía. Dependiendo de en qué combinación se presenten esos distintos elementos, en algunos casos resultará conveniente tener abierta la cuenta de capital ya que ello coadyuvará a lograr el objetivo de reducir la inflación; mientras que en otros casos resultará conveniente limitar en mayor o menor grado el movimiento de capitales a los efectos de aumentar la probabilidad de éxito de la estrategia antiinflacionaria.

IV. EL COMPORTAMIENTO DE LAS TASAS REALES DE INTERES

Uno de los puntos en los que se basaron las estrategias de estabilización llevadas a cabo por los países del Cono Sur estaba constituido en el cumplimiento de ciertas paridades teóricas de arbitraje en el mercado de bienes y de capitales como la "ley de un solo precio" o alguna variante de la "paridad de poderes de compra" y la relación de Fisher abierta para las tasas de interés que arbitra la tasa de interés doméstica con la tasa internacional ajustada debidamente por la tasa de devaluación y la prima de riesgo.

Como es bien sabido, en una economía abierta en la cual todos los bienes son comerciables; el cumplimiento de ambas paridades teóricas es suficiente para determi-

nar la tasa real de interés doméstica, que resulta ser igual a la internacional. La presencia de bienes no comerciables introduce algunas complicaciones adicionales; ya que este sector tiene una dinámica propia y los cambios en sus precios relativos introducen una "cuña" entre la tasa de interés real doméstica y externa. En efecto, un aumento esperado en el precio relativo de los bienes no comerciables (una apreciación del tipo de cambio real) disminuye la tasa real esperada de interés doméstica por debajo de la internacional y lo contrario sucede cuando se produce una depreciación del tipo real de cambio. En este sentido, los movimientos de la tasa real de interés son la contracara de los movimientos del tipo de cambio real.

Si bien ahora resulta claro que las espectaculares variaciaciones en la tasa real de interés que se observaron durante el período de estabilización en los tres países deben más bien atribuirse a acontecimientos fuera del control de las respectivas autoridades económicas (acontecimientos que luego analizaremos cuando veamos el efecto del shock externo en el plan de estabilización); se ha argumentado también que el no arbitraje de las tasas domésticas con la internacional ajustada por la devaluación que se dió en los tres países contribuyó a agravar el problema. Este no arbitraje de las tasas de interés constituye uno de los puntos sobre los que se han generado más polémicas respecto a las experiencias económicas del Cono Sur de fines de la década pasada y principios de la actual; sin que se haya logrado un acuerdo general sobre el tema. Varias explicaciones alternativas se han ofrecido al respecto:

a) Algunos han enfatizado la existencia de costos de transacciones importantes en el proceso de obtener fondos en el exterior; lo cual hace que dichos costos se deban incorporar a las tasas de interés domésticas con lo cual estas resultan sistemáticamente más altas que la tasa de "corte" o de arbitraje. Este "premio" que se de-

be pagar por obtener fondos en el exterior explicaría el por qué las tasas de interés domésticas fueron tan altas en términos nominales y reales. Este argumento podría utilizarse para explicar lo ocurrido en Chile donde la cuenta de capital estuvo cerrada durante buena parte del período y por tanto resulta plausible pensar en la existencia de dichos costos de arbitraje de fondos; pero tendría mucho menos fuerza en los casos de Argentina y Uruguay en donde el mercado de capitales estuvo completamente liberalizado desde el inicio de los programas de estabilización.

b) Otra explicación tradicionalmente usada para explicar las altas tasas de interés está dada por la existencia de expectativas de devaluación por encima de la devaluación preanunciada por el gobierno en las respectivas "tablitas" (o por el eventual rompimiento del tipo de cambio fijo en el caso de Chile). Esta expectativa de devaluación se incorpora a las tasas nominales de interés dado que los tenedores de activos en moneda nacional se cubren por ese medio contra la eventual pérdida de capital que el no cumplimiento de las pautas cambiarias generaría. Y ello llevaría a que las tasas nominales de interés fueran sistemáticamente más altas que la tasa externa más la devaluación preanunciada.

Para explicar por esta vía las altas tasas reales de interés (que son las relevantes a los efectos de tomar las decisiones intertemporales de asignación del gasto de consumo e inversión) se debería encontrar algún mecanismo para que esa expectativa de devaluación por encima de la preanunciada que si se incorpora a la tasa nominal de interés no se incorpore a la tasa de inflación esperada. Resulta difícil pensar en argumentos para que ello no sea así en el caso de los bienes comerciables internacionalmente ya que éstos en sus precios deberían reflejar la devaluación esperada. Por lo que para que se dé el problema de las altas tasas reales de interés por esta vía deberíamos pensar en algún mecanismo de

ajuste lento en las expectativas de inflación en el mercado de bienes no comerciables.

c) Otra avenida que ha sido explorada para encontrarle una explicación satisfactoria a la no convergencia de las tasas de interés enfatiza la posibilidad de un comportamiento colusivo por parte del sistema bancario que mantendría tasas nominales superiores a las de arbitraje al tiempo que le permitiría obtener un elevado "spread" al sistema bancario.

d) A la luz de las crisis financieras que los tres países vivieron sobre el final de las experiencias de estabilización; una ruta para explicar el no arbitraje de las tasas y sobre todo el gran "spread" entre tasas activas y pasivas (las tasas pasivas se arbitraron mucho mejor que las activas por lo cual el gran problema es cómo explicar el elevado "spread") puede estar dada por una desconfianza general tanto por parte del sistema bancario como por parte de los deudores en el futuro de la política. La desconfianza por parte del sistema bancario sobre la posibilidad de recuperar sus créditos podría explicar -a través del mayor riesgo percibido- el aumento del spread y de las tasas activas; al tiempo que el deseo de posponer las pérdidas puede haber sido un incentivo suficiente para seguir renovando los créditos. Este mismo deseo de seguir posponiendo las pérdidas y la esperanza -luego lamentablemente confirmada en los hechos- de que quizás no pagarían sus deudas puede explicar que los deudores hayan seguido endeudándose a esas elevadas tasas de interés. Obviamente este es un punto muy difícil de testear empíricamente, aunque las crisis financieras que los tres países vivieron -y en buena medida todavía viven, al menos en el caso uruguayo- deberían hacernos pensar y trabajar mucho más sobre él.

Si bien las explicaciones elaboradas anteriormente resultan plausibles, debemos destacar que este

punto del no arbitraje de las tasas de interés domésticas con la internacional es uno de los temas en los cuales menos avances se han hecho en la literatura que ha estudiado la problemática asociada a las estrategias de estabilización y liberalización en el Cono Sur.

V. EL EFECTO DEL SHOCK EXTERNO

Como se señalara en la introducción a este trabajo; si bien la apertura de la economía doméstica al intercambio de bienes y servicios y de capitales mejora el bienestar de la comunidad al poder aprovechar ésta los beneficios de la división internacional del trabajo y la especialización; también es cierto que la vuelven más vulnerable ante shocks en los mercados internacionales de bienes y de capitales.

Lamentablemente, el presupuesto o premisa de que la economía mundial es más estable y por lo tanto brinda un marco mucho más adecuado para el desarrollo económico no parece haberse dado durante las etapas iniciales de los programas de estabilización en el Cono Sur. Estos se iniciaron en un contexto internacional con alta inflación, con el dólar depreciándose y con un "boom" en el precio de las distintas materias primas. Esta situación inicial cambió radicalmente a comienzos de la década de los 80. Con una inflación de dos dígitos el principal objetivo económico de la administración Reagan estuvo constituido por la lucha contra la inflación a través de una política monetaria restrictiva. Ello provocó un fuerte aumento en tasas nominales de interés y una considerable apreciación del dólar frente a las principales monedas europeas y el yen. Esta apreciación del dólar junto a la recesión que se produjo a consecuencia de la política antiinflacionaria tuvieron su impacto en los precios de las materias primas, que cayeron abruptamente. La conjunción de estos factores (aumento en las tasas nominales de interés y caída en el precio

de las materias primas producidas y exportadas por estos países incrementó en forma importante la tasa real de interés "recibida" por las economías del Cono Sur desde el resto del mundo, con efectos recesivos devastadores sobre estas economías.

Este cambio en el comportamiento de la tasa real de interés (que de ser sumamente negativa al inicio de los programas de estabilización pasó a ser sumamente positiva) es sin dudas el principal shock externo que recibieron estas economías y es un factor crucial para explicar el "boom" inicial y la profundidad e intensidad de la recesión que se dió al final de las experiencias de estabilización y que terminaron con el fracáso de las mismas. Es también, no cabe duda, el factor fundamental que explica las crisis de deuda interna y externa que los tres países sufrieron.

En el caso específico de Uruguay; es claro también que la economía recibió durante los años 79 y 80 un shock adicional que estuvo dado por la demanda agregada argentina que dada la relación de precios favorables para Uruguay que existió durante esos años (como consecuencia de que el "atraso" cambiario en Argentina fue mucho más pronunciado que el que se estaba generando en Uruguay) se volcó masivamente en el mercado doméstico uruguayo; provocando importantes aumentos de precios en bienes no transables y en aquellos comerciables que aún gozaban de protección redundante.

Este shock externo tuvo importantísimas consecuencias para la evolución económica de los tres países. El "boom" que inicialmente dichos efectos externos provocaron se manifestó en un importante aumento del nivel de producto e inversión, hecho que fue financiado a través del influjo de capitales que se dió durante el período. A su vez los precios de los diferentes activos reales resultaron sumamente inflados, a niveles que luego resultaron no poder mantenerse al cambiar de signo el

shock externo. La apertura de la cuenta de capital facilitó enormemente este proceso al permitir "financiar" tanto el mayor nivel de inversión y de producto como los mayores precios de los activos reales (tierra, bienes raíces, etc). Este "boom" en el precio de los activos a su vez está en la raíz de la crisis financiera que luego se desató; ya que el valor real de las carteras del sistema bancario se desplomó una vez que la "burbuja" en el mercado de activos reales "reventó" al cambiar los factores fundamentales que daban sustento a dicho boom.

Esta crisis financiera doméstica no es ni más ni menos que la contracara interna de la crisis de deuda externa que se desató en 1982. En efecto, la deuda externa que se había estado acumulando desde el inicio de los programas de estabilización y con particular intensidad hacia el final de los mismos al tratar los distintos gobiernos -infructuosamente- de defender sus estrategias cambiarias; se transformó en una carga insoportable al aumentar dramáticamente la tasa real de interés externa relevante para este conjunto de países (o sea la tasa externa nominal deflactada por la inflación de su canasta de bienes comerciables).

Respecto al shock externo mucho se ha hablado y escrito; aunque lamentablemente muchas veces la discusión no se centró sobre bases teóricas objetivas y serias -sobre todo a nivel de discusión doméstica- sino que tomó la forma de un "sacarse o atribuirse responsabilidades" respecto a lo que fue el manejo macroeconómico de los años 1979-82.

Poniendo las cosas en perspectiva, parece claro a esta altura de los acontecimientos que dicho fenómeno existió y que en ese período asistimos a un cambio impresionante en la tasa real de interés recibida por las economías del Cono Sur dada la suba en la tasa nominal internacional y sobre todo debido a la espectacular caída de los precios de los bienes comerciables producidos

por estos países. Que el shock externo fue de una magnitud muy importante y de una permanencia que fue difícil de cuantificar en su momento; nos parece que es algo que a esta altura de los acontecimientos debería quedar fuera de discusión.

Este, creemos que es uno de los caminos que deberían explorarse con sumo cuidado a los efectos de tratar de desentrañar las causas del fracaso estrepitoso de las políticas de estabilización en Argentina, Chile y Uruguay, ya que es un factor cuya importancia fue mucho mayor de la que originalmente se pensara.

Dado que una economía que pretenda integrarse a la economía mundial tanto en el mercado de bienes y de servicios como de capitales estará inexorablemente sujeta a ese tipo de shocks externos a las tasas de interés y los niveles de precios externos que se manifiestan en cambios en las tasas reales de interés domésticas; una cuestión crucial que surge es si existen mecanismos que permitan mitigar o aún eliminar el efecto de tales shocks externos.

Estas cuestiones se estudiaron inicialmente en la literatura que analizó el problema de la transmisión de perturbaciones bajo distintos sistemas cambiarios; y luego más recientemente en el cuerpo de literatura que se concentró en el estudio del "manejo óptimo del tipo de cambio". De esta línea de investigación surge que -al menos al nivel de abstracción teórica con el que inevitablemente se trabaja- es posible aislar a la economía doméstica de los shocks a las tasas de interés y precios externos utilizando sofisticadas reglas monetarias o de indexación de salarios en las cuales se utilizan como indicadores de esas reglas de política a las distintas variables nominales del sistema económico (tipo de cambio, tasas de interés, niveles de precios, etc). Ejemplos de este tipo de enfoque están dados por Aizenman y Frenkel (1985), Turnovsky (1984, 1985) y Santo (1986),

entre otros. La implementación práctica de dichas sofisticadas reglas de política es un aspecto que no está considerado en suficiente detalle por dicha literatura, como tampoco lo está la obtención de estimaciones confiables de los distintos parámetros estructurales de la economía y de la estructura estocástica de los distintos shocks que afectan los valores óptimos de las reglas de política. Aún tomando en cuenta estas limitaciones, es posible extraer conclusiones cualitativas de dicho análisis que muestran la posibilidad de aislar más o menos en forma completa a la economía doméstica de los shocks a las tasas externas de interés y a los precios externos.

Otra forma para aislar a la economía doméstica en mayor o menor medida de shocks a la tasa de interés real externa viene dada por la posibilidad de cerrar la economía sea por el lado de la cuenta capital (con lo cual la tasa nominal doméstica quedaría completamente desligada de la internacional) o por el lado de la cuenta corriente (con lo cual los precios domésticos quedarían desligados de los precios externos).

Obviamente esta es una alternativa mucho más costosa porque implicaría perder las ventajas que se derivan sea de la integración en el mercado de bienes (o sea las economías de escala derivadas de la especialización internacional del trabajo y las ganancias del comercio) o de la integración en el mercado de capitales (o sea la posibilidad de independizar la senda óptima del gasto doméstico en consumo e inversión del comportamiento del producto interno, manteniendo la restricción de solvencia intertemporal de que nadie puede gastar más que su riqueza).

Finalmente, uno podría pensar en utilizar a la política fiscal como un instrumento a los efectos de reducir los efectos del shock a la tasa real externa recibida mediante una política de impuestos o subsidios que

tiendan a aumentar o disminuir la tasa real de interés doméstica según sea el caso. Así, cuando estamos en presencia de un "boom" en el precio de las materias primas uno podría pensar en utilizar impuestos que ya sea reduzcan el precio interno recibido por los agentes domésticos o eleven la tasa de interés nominal por encima de la internacional de forma de evitar un "recalentamiento" de la economía. Cuando los precios se encuentran deprimidos, subsidios a la tasa de interés o a los mismos precios de los productos ayudarían a disminuir la severidad de la recesión al disminuir la tasa real de interés percibida. En la medida que se trate de problemas tan solo de algunos sectores; este tipo de acciones de política fiscal podrían resultar incluso más efectivas y menos costosas que otro tipo de acciones de política que afectarían a toda la economía como podría ser la política monetaria.

La posibilidad de efectuar ese tipo de compensaciones a través de política fiscal resulta muy atractiva, aunque varios puntos pueden hacerse al respecto. En primer lugar, la pregunta obvia que uno debería hacerse es porqué el sector privado, que en definitiva es el afectado por dichos shocks externos no es capaz de realizar dicha compensación por si mismo (i.e. "ahorrar" parte del shock positivo para cuando éste cambie de signo). Ello lleva inevitablemente a que para efectuar dicho tipo de política fiscal compensatoria las autoridades económicas deberían tener superior información respecto a la naturaleza exacta, magnitud y permanencia del o de los shocks afectando a la economía. Aún suponiendo que así fuera; no resulta para nada claro que lo óptimo sea que el gobierno lleve a cabo la política compensatoria; ya que éste podría dar al sector privado su superior información respecto al shock afectando a la economía y éste podría -quizás más eficientemente- realizar los ajustes pertinentes.

A modo de conclusión, digamos que una economía pe-

queña y abierta al mundo exterior inexorablemente estará sujeta a shocks externos en el mercado de bienes y de capitales que se manifestarán en cambios en la tasa real de interés recibida desde el resto del mundo. En el caso específico de los países del Cono Sur; estos efectos se presentaron con particular intensidad durante el período 1979-82; y si adoptamos la visión de que la política antiinflacionaria implementada ya de por sí implicaba un ciclo de "boom" inicial y recesión al final (por ejemplo siguiendo la línea de explicación de Rodríguez); dicho comportamiento de la tasa real externa contribuyó a exacerbar el ciclo expansivo inicial y la fase recesiva final. Ex-post resulta claro que la condiciones externas en las cuales se desarrolló el intento de estabilización no fueron las más propicias para lograr el objetivo de abatir la inflación. Podría argumentarse en este sentido que la elección de la estrategia antiinflacionaria no fue la más feliz, al haber acentuado el ciclo económico en estos países. Si la estrategia antiinflacionaria se hubiera basado en un control de la cantidad de dinero con tipo de cambio flexible, la particular configuración del shock externo hubiera atenuado en lugar de acentuado el ciclo económico de estos países; ya que al ciclo interno generado por la política monetaria restrictiva de recesión inicial y expansión al final se superpondría al ciclo externo de expansión al comienzo y recesión al final (dado el particular comportamiento de la tasa real de interés externa durante el período). Desde este punto de vista, quizás pueda argumentarse que -dada la particular configuración del shock externo recibido durante el intento de estabilización- la estrategia inflacionaria basada en el control de la cantidad de dinero podría haber tenido mayores probabilidades de éxito. Al nivel de especulación teórica en que estamos trabajando -dado que obviamente no se puede volver a reescribir la historia cabría señalar también que dicha opción de política alternativa podría haber llevado a un largo período recesivo que podría haber minado significativamente la confianza en la estrategia estabilizadora; si el efecto

recesivo de la política monetaria hubiera sido muy intenso y el shock externo se hubiera hecho sentir con más fuerza en la etapa final en que las tasas reales de interés aumentaron espectacularmente.

El punto de toda esta discusión es tratar de focalizar la atención sobre un aspecto que lamentablemente en su momento no fue entendido en toda su dimensión y cuyos efectos fueron minimizados. El cambio espectacular en las tasas reales de interés recibidas por estas economías no es simplemente una creación teórica para defender o minimizar errores en el manejo macroeconómico durante las experiencias de estabilización (sobre este punto volveremos más adelante) sino que es algo muy tangible y que está bien documentado; y un fenómeno cuyos efectos se han sentido hasta el momento actual (aunque por suerte durante el último año parece haber cambiado de signo).

Una correcta apreciación de este fenómeno y de sus conexiones con lo ocurrido durante el período de estabilización es un paso fundamental que debe darse no sólo para entender lo que pasó entonces sino para calibrar los desarrollos económicos posteriores. Negar la existencia de dichos shocks externos en una economía que pretenda integrarse en forma seria a los mercados internacionales de bienes y de capital; es simplemente desconocer la realidad y puede llevar a cometer gruesos errores en el manejo de la política económica doméstica.

VI. LAS INCONSISTENCIAS INTERNAS EN EL MANEJO DE LAS POLITICAS DE ESTABILIZACION Y LIBERALIZACION

Desarrollos recientes en la teoría de la política macroeconómica han enfatizado condiciones necesarias para que dichas políticas sean efectivas para estabilizar los niveles de producto y empleo. Dichos factores incluyen la distinción entre acciones de política anticipadas

y no anticipadas; la importancia de la información incompleta respecto a la particular naturaleza, magnitud y permanencia de los shocks que desplazan el equilibrio del sistema económico; la existencia de contratos nominales que fijan los valores de precios y salarios durante un intervalo finito de tiempo, etc. Aparte de dichos factores, hay otros elementos que juegan un rol fundamental en cuanto a la credibilidad de la política o políticas implementadas (aspecto que lamentablemente no ha recibido suficiente atención en la literatura) como lo son sin lugar a dudas la consistencia interna e intertemporal de las políticas.

Este problema de las inconsistencias internas en las políticas aplicadas en Argentina, Chile y Uruguay ha sido sumamente debatido, habiendo llegado diferentes autores a la conclusión de que hubo serios errores en el manejo macroeconómico durante los procesos de estabilización. Los puntos que más se han resaltado en la literatura que ha estudiado esta problemática son:

a) Una excesiva confianza por parte de las autoridades en el manejo del tipo de cambio como el instrumento principal para abatir la inflación. Se pensó que usando aluna versión más o menos elaborada de la "paridad de los poderes de compra" se podría bajar sistemáticamente la inflación doméstica independientemente de cual fuera el manejo de la demanda agregada.

Lo que se critica básicamente es el excesivo énfasis puesto en el efecto que sobre las expectativas del público generaría la política de reducción gradual de la tasa de devaluación. Como se recordará este era el punto crucial de la estrategia usada en las "tablitas"; ya que la reducción de la tasa de devaluación abatiría la tasa de inflación doméstica por la vía directa de una menor inflación en el sector de bienes comerciables y por la vía indirecta que sobre las expectativas de inflación en el sector de bienes no comerciables generaría dicho cam-

bio en la inflación esperada en el sector comerciable dada la relación única que en equilibrio existe entre ambos tipos de bienes.

En la medida que las expectativas de los agentes en el sector de bienes no comerciables tuvieran cierta inercia y no se adecuaran rápidamente, el proceso de abatir la inflación podría verse enlentecido. Es más, esta falta de flexibilidad en la tasa de inflación doméstica podría incluso generar un "boom" inicial que en lugar de hacer bajar la tasa de inflación en impacto la aumentara. Además, la relación de equilibrio entre bienes comerciables y no comerciables es algo que se da para una relación ingreso-gasto dada. Cambios o shocks a dicha relación ingreso-gasto hacen variar dicho precio relativo de equilibrio y entonces afectan la convergencia de las tasas de interés doméstica con la internacional. Todos estos factores pueden contribuir a acentuar cambios en los precios relativos (i.e. "atraso cambiario") que en definitiva terminan por minar en forma importante la credibilidad en la política implementada. Es por ello que solamente con el manejo del tipo de cambio no alcanzaría para lograr el objetivo de hacer converger la inflación doméstica a la internacional. En este sentido una política de manejo de demanda agregada de tipo restrictivo (a través de la política fiscal) es un complemento indispensable a la política cambiaria para lograr abatir la inflación; ya que ello quitaría buena parte de la presión de demanda en el sector de bienes no comerciables acelerando la convergencia de la tasa de inflación en ese sector.

La crítica central pues es al abuso de la "paridad de los poderes de compra" como el elemento central para abatir la inflación; sin tomar en cuenta que la existencia de un sector de bienes no comerciables con una compleja dinámica propia puede retardar apreciablemente el proceso de convergencia hacia el nuevo equilibrio.

b) Otro de los puntos que ha sido duramente criticado como una de las fallas más notorias del manejo interno de la política macroeconómica durante los procesos de estabilización está constituido por el problema de los "multiples numerarios" que surge al fijar el gobierno simultáneamente varias variables cruciales de la economía como ser salarios; tarifas públicas y tipo de cambio.

Es ya un hecho reconocido por la inmensa mayoría de la profesión económica que el gobierno a lo sumo puede fijar un sólo "numerario" al sistema económico de forma tal de darle un ancla a los valores nominales de las distintas variables; ya sea el numerario la cantidad de dinero, el tipo de cambio, los salarios nominales o alguna otra variable que esté bajo el control del gobierno y que puede servir las funciones de numerario. La elección entre las distintas alternativas dependerá básicamente de los costos alternativos y del control efectivo que el gobierno puede hacer de cada uno de los distintos candidatos a numerario.

Lo que evidentemente no se puede hacer es fijar el valor de más de una variable en términos nominales porque lo que ahí se estaría fijando es el valor real de las variables (por ejemplo el valor en dólares de las tarifas públicas o los salarios); y a menos que dicho valor real se fijara en los niveles de equilibrio la situación se volvería insostenible en el largo plazo.

La fijación de salarios y tarifas públicas a un nivel superior al que la pauta cambiaria permitiría puede haber contribuído en forma importante a la generación del desequilibrio en los precios relativos que terminó en el atraso cambiario; sea porque los valores iniciales de las variables no eran los adecuados o porque hubo inconsistencias en sus tasas de crecimiento.

c) Un punto que ha sido intensamente señalado como uno

de los errores cruciales en el manejo macroeconómico en el caso chileno especialmente está dado por la existencia de un mecanismo de indexación total por inflación pasada en el momento en que se fijó el tipo de cambio. Con una inflación que en esos momentos andaba en alrededor de 30% anual; ello implicó una caída del tipo de cambio real en ese mismo guarismo casi que se fijó el tipo de cambio; ya que toda dicha inflación acumulada se trasladó a salarios a través del mecanismo de indexación vigente. La existencia de términos de intercambio favorables para los sectores comerciables chilenos en esos momentos permitió absorber ese importante aumento de salarios en términos de dólares; pero una vez que la coyuntura internacional cambió la situación se hizo insostenible.

La existencia de este tipo de mecanismos de indexación que ajustan salarios y otros precios en base a la inflación pasada es algo que debe tenerse muy en cuenta cuando se diseña una estrategia antiinflacionaria; ya que es uno de los mecanismos principales por medio de las cuales se le quita flexibilidad al nivel de precios y a la tasa de inflación al perpetuar la inflación pasada. Una política que tiende a reducir la tasa de inflación en presencia de este tipo de contratos de indexación puede generar importantes distorsiones en los precios relativos que en definitiva pueden terminar acabando con el intento de estabilización.

Además; como lo señala la extensa literatura sobre indexación que se desarrolló a partir del trabajo pionero de Jo Anna Gray (1976); el tener indexación completa contra inflación pasada resulta óptimo sólo en el caso de que los cambios en el nivel de precios son consecuencias de fenómenos monetarios. Si ello no es así y en cambio los factores prevalecientes que actúan son shocks a la oferta y demanda de bienes, entonces el grado óptimo de indexación es menor al 100% a los efectos de poder permitir los necesarios ajustes de los salarios reales

como consecuencia de los cambios en la productividad marginal del trabajo que dichos shocks generan.

Dado que en la realidad tenemos operando simultáneamente shocks reales y monetarios, resulta claro que nunca resulta óptimo la existencia de indexación completa de salarios frente a la inflación pasada que fija el valor de los salarios reales.

Para concluir este punto, digamos que el éxito de la estrategia antiinflacionaria está inversamente relacionado con el grado de indexación respecto a la inflación pasada existente en la economía; y que este es uno de los puntos principales que se debe cambiar al iniciar la lucha inflacionaria de forma tal de evitar perpetuar el efecto de arrastre que surge por el mecanísmo de indexación.

d) Otra inconsistencia que ha sido señalada, particularmente en el caso de la experiencia argentina, viene dada por la incompatibilidad entre el nivel del déficit fiscal y la tasa de devaluación preanunciada. El problema está vinculado al hecho de que la tasa de devaluación preanunciada generaba una tasa de inflación insuficiente para recaudar el monto de "impuesto inflacionario" requerido para financiar dicho nivel de déficit. Dado que es imposible seguir financiando permanentemente el déficit fiscal con endeudamiento, dicha incompatibilidad implicaba que tarde o temprano la pauta cambiaria debería ser abandonada (obviamente los que sostienen esta argumentación dan poca probabilidad a la reducción de la brecha fiscal para hacerla compatible con dicha pauta cambiaria).

e) Algunos han señalado como un problema el hecho de que los programas de estabilización "mandaron" las señales incorrectas sobre la viabilidad y el futuro de las reformas comerciales que se iniciaban en esa época en Argentina y Uruguay (en Chile el mercado de bienes había sido liberalizado mucho antes).

Como viéramos al considerar el orden apropiado de liberalización, el éxito de la reforma comercial está directamente ligado al hecho de conseguir inicialmente una depreciación del tipo de cambio real que facilitara la movilización de recursos y aumentara la rentabilidad del sector exportador. Por otro lado, también vimos que las estrategias antiinflacionarias que casi como norma conduce a un período inicial de apreciación del tipo real de cambio; por lo que ello sería inconsistente con el objetivo de consolidar la reforma comercial y la credibilidad en el éxito de la misma se vería notoriamente disminuída. Había por tanto una incompatibilidad entre el objetivo de liberalizar y el de estabilizar.

VII. CONCLUSIONES

El objetivo de este trabajo ha sido el de analizar a grandes rasgos cuáles han sido los principales problemas asociados a las políticas de estabilización y liberalización adoptadas por los países del Cono Sur en la década de los 70 con el ánimo de extraer enseñanzas que puedan resultar útiles para los conductores de la política económica en el futuro.

Los principales resultados que han sido obtenidos en al análisis de los distintos puntos son los siguientes:

a) Respecto al fenómeno del atraso cambiario, resulta claro que no es una propiedad intrínseca de la adopción de un sistema tabular de cambios como instrumento antiinflacionario. Más bien diríamos que es la regla cuando se está en un programa antiinflacionario sea éste basado en un control de la cantidad de dinero o en el manejo del tipo de cambio. Ello es consecuencia de ciertas rigideces que impiden que la economía pueda moverse ins-

tantáneamente del equilibrio inflacionario al nuevo equilibrio sin inflación y que se manifiestan en que el nivel de precios y la tasa de inflación sean variables que se mueven lentamente y con inercia propia.

En un mundo sin fricciones y con total flexibilidad; donde hay completa credibilidad y entendimiento de las políticas sería posible en principio hacer pasar a la economía de un equilibrio al otro sin que se produzca el fenómeno de atraso cambiario cuando se estabiliza usando un sistema tipo "tablita" y existe perfecta movilidad de capitales. A medida que nos vamos alejando de esas condiciones ideales; la posibilidad de que exista el fenómeno de atraso cambiario se acrecienta.

Hay otro punto que muchas veces se olvida y es que el atraso cambiario no necesariamente es algo malo en si mismo ya que puede tratarse de un fenómeno de equilibrio. En efecto, shocks a la oferta de bienes no comerciables o al nivel de gasto deseado se traducen en cambios en los precios relativos de los bienes no comerciables a los efectos de equilibrar el mercado de bienes domésticos.

Estos cambios en el tipo de cambio real son necesarios a los efectos de restaurar el equilibrio económico general y no sólo no son algo malo en sí mismo sino que además resultaría ilusorio y desastrozo tratar de evitarlos. No ocurre lo mismo con los movimientos en el tipo de cambio real que se dan como consecuencia de rigideces en el sistema económico; y aquí el punto básico es cómo lograr minimizar el efecto de dichas rigideces eliminando sistemas de indexación con respecto a la inflación pasada, contratos nominales y otros factores que perpetúan situaciones heredadas del pasado inflacionario que justamente se quiere eliminar.

De más está decir que la distinción entre ambos tipos de movimiento del tipo de cambio real -aquellos que

corresponden a un fenómeno de equilibrio y aquellos que no- es en la práctica muy difícil ya que requeriría un conocimiento muy preciso de la naturaleza exacta de los shocks afectando a la economía.

b) Respecto al orden adecuado de liberalización de las cuentas corriente y de capital; el análisis sugiere que el orden cuenta corriente primero cuenta de capital después sería el adecuado tanto desde el punto de vista microeconómico como del macroeconómico. Desde este último punto de vista resulta fundamental contar con el arbitraje internacional de bienes a los efectos de ponerle un techo efectivo al movimiento de precios durante la lucha antiinflacionaria; al poder contar con la oferta externa de bienes y servicios para evacuar eventuales presiones de demanda. Desde el punto de vista microeconómico, la presunción es también que dicho orden de liberalización es el adecuado dado que es el que minimizaría los costos en términos de bienestar de la apertura. Lamentablemente la experiencia chilena, que siguió casi al pie de la letra dicho orden no permite ser muy tajante al respecto al no mostrar ésta resultado dramáticamente superiores a los de las experiencias de Argentina y Uruguay que siguieron el orden inverso (al fin de cuentas como lo señalara Edwards el destino de los tres países fue similar al comienzo de la década de los 80). Por tanto este es un punto sobre el cual es necesario continuar investigando a los efectos de poder establecer en forma más rigurosa las ventajas e inconvenientes de distintos órdenes alternativos.

c) En lo que hace referencia a los efectos externos operando durante los programas de estabilización, resulta claro que los mismos se desarrollaron durante un período particularmente turbulento en lo que el comportamiento de las tasas de interés y precios de las materias primas se refiere. Dado que una economía pequeña y abierta estará sujeta sistemáticamente a dichos shocks, resulta obvia la importancia de invertir recursos para

tratar de determinar la verdadera naturaleza, alcance y magnitud de los shocks afectando a la economía a los efectos de tomar las medidas correctivas apropiadas.

d) Las distintas inconsistencias internas que se han señalado están indicando caminos que obviamente no deberían volver a transitarse en el futuro. Otro aspecto que debe tenerse presente es conservar la suficiente flexibilidad en la política de forma de ir adaptándola a las cambiantes circunstancias que se puedan ir presentando (sin que ello implique entrar en la discrecionalidad pura). En este sentido la "mistificación" del instrumento tipo de cambio (aunque obviamente es algo que se aplica en general) constituyó un elemento negativo al retardar la toma de medidas que podrían haber paliado en algo la situación de deterioro económico que se estaba viviendo.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

Aizenman, Joshua y Frenkel, Jacob A. (1985) "Optimal Wage Indexation, Foreign Exchange Market Intervention and Monetary Policy". American Economic Review 75 (1985): 402-423.

Buffie, Edward F. (1983): "Price - Output Dynamics, Capital Inflows and Real Appreciation". Mimeo. Department of Economics, University of Pennsylvania, Philadelphia.

Calvo, Guillermo (1982): "Real Exchange Rate Dynamics with fixed Nominal Parties: On the Economics of Overshooting and Interest - Rate Management with Rational Price Setting" Discussion Paper N° 162 -Department of Economics, Columbia University, New York.

..... (1983): "Trying to Stabilize: Some Theoretical Reflections based on the Case of Argentina". In Financial Policies and the World Capital Market: The Problem of Latin American Countries, ed: Pedro Aspe Armella, Rudiger Dornbusch and Maurice Obstfeld. Chicago: University of Chicago: University of Chicago Press.

..... (1982): "Staggered Contracts and Exchange Rate Policy". Discussion Paper N° 129, Columbia University, New York.

Díaz Alejandro, Carlos F. (1981): "Southern Cone Stablitation Plans": In Economics Stabilitation in Developing Countries: ed. William R. Cline and Sidney Wointraub. Washington, D.C.: The Brookings Institution.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS (continuación)

Dornbusch, Rudiger (1982): "Stabilization Policies in Developing Countries: What have we Learned? World Development 10 (Sep)

..... (1983) "Remarks on the Southern Cone". IMF Staff Papers (Marzo 1983).

..... (1984): "External Debt, Budget Déficits and Disequilibrium Exchange Rates". NBER Working Paper N° 1336

Edwards, Sebastián. (1984) "The Order of Liberalization of The Current and the Capital Accounts of the Balance of Payments" NBER Working Paper Series N° 1507, Noviembre 1984.

Frenkel, Jacob A. (1982) "The Order of Economic Liberalization: Discussion". in K. Brunner y A. H. Meltzer (eds). Economic Policy in a World of Change. (North Holland 1982).

..... (1983) "Remarks on the Southern Cone". IMF Staff papers (Marzo 1983).

Gray, Jo Anna. (1976) "Wage Indexation: A Macroeconomic Approach". Journal of Monetary Economics 2 (1976): 221-35.

Harberger, Arnold C. (1982): "The Chilean Economy in the 1970's: Crisis, Stabilization, Liberalization, Reform". In Carnegie-Rochester Conference - Series on Public Policy vol. 17. Amsterdam: North-Holland.

Khan, Mohsin S., and Roberto Zahler (1983): "The Macroeconomics Effects of Change in Barriers to Trade and Capital Flows: A Simulation Analysis". In IMF Staff Papers 30 (June).

Krueger, Anne. O. (1983) "Trade and Employment in Developing Centries" - (University of Chicago Press. (1983).

Mc. Kinnon, Ronald J. "The Order of Economic Liberalization: Lessons from Chile and Argentina". en K. Brunner y A. Meltzer (eds), Economic Policy - in a World of Change (North Holland 1982).

Mussa, Michael (1982). "A Model of Exchange Rate Dynamics" in Journal of - Political Economy.

Mussa, Michael (1984): "The Theory of Exchange Rate Determination" in John F. Bilson and Richard C. Martson (eds), Chicago, University of Chicago Press.

Obstfeld, Maurice (1984): "The Capital Inflows Problem Revisited: A Stylized Model Of Southern - Cone Disinflation" NBER Working Paper N° 1456.

..... and Kenneth Rogoff (1984): "Exchange Rate Dynamics with Sluggish Prices under Alternative Price - Adjustment Rules". Int'l. Economic Review (25) (Febraury).

Obstfeld, Maurice (1984): "Capital Flows, the Current Account and the real exchange rate: Consequences of Liberalization and Stabilization" Discussion paper Series N° 271, Columbia University.

Rodríguez, Carlos (1982): "The Argentine Stabilization Plan of December 20th." World Development 10 (Sept).

Santo, Michele. (1986): "Optimal Wage Indexation and Monetary Policy in a Small Open Economy with Non-traded Goods". Tesis doctoral, Universidad de Chicago, Agosto 1986.

Stockman, Alan C. (1983): "Real Exchange Rates under Alternative Nominal Exchange-Rate Systems" Journal of International Money and Finance 2 (August).

Turnovsky, Stephen. (1984) "Exchange Market Intervention Under Alternative Forms of Exogenous Disturbances". Journal of International Economics 17 (1984): 279-297.

..... (1985) "Optimal Exchange Market Intervention: Two- Alternative Classes of Rules". En Jadgeep S. Bhandari (ed.), Exchange Rate Management Under Uncertainty. Cambridge: MIT Press, 1985. Pags 55-72.

Van Wijnbergen, Sweder (1983): "The Crawling Peg, Capital Flows and the Real Exchange Rate in LDC's." Mimeo. The World Bank; Washington D.C.

ENSAYOS ECONOMICOS
N° 40

CAMBIOS EN LA EFICIENCIA DEL SISTEMA BANCARIO COMERCIAL PRIVADO ARGENTINO INDUCIDOS POR LA REFORMA DE 1977.*

por Aldo A. Arnaudo y Marta P. de Buraschi

I. INTRODUCCION

La Ley N° 21526 (Reforma de 1977) y las normas reglamentarias establecidas por el Banco Central de la República Argentina para su aplicación (Art. 4) constituyeron sin duda una modificación sustancial al sistema financiero argentino. La Reforma de 1977 estableció una situación de privilegio para los bancos comerciales al permitirles hacer todas las operaciones de los demás intermediarios financieros (Art. 21), de modo que no solo benefició a las instituciones existentes de esa clase, sino que creó un incentivo muy fuerte para la transformación en bancos de las que no lo eran. En los hechos, haya o no sido voluntad de sus autores, trajo un incremento del número de bancos comerciales, a pesar de que los requisitos mínimos de capital fueron marcadamente restrictivos. La posibilidad de abrir sucursales sin autorización previa de la autoridad monetaria (Art. 16), a

*Trabajo presentado en las IX Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo, 23 y 24 de Abril de 1987 - ORGANIZADAS POR EL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA.

su vez, llevó a la proliferación de casas bancarias. Además, no manifiesta por el número de ellas, pero sí por el monto de operaciones, se produjo una gran concentración en la ciudad de Buenos Aires, donde la competencia era más pronunciada.

Requisitos elevados de capital y aumento del número de entidades financieras confluyeron para que los costos por unidad de las operaciones pasivas de depósitos (y aceptaciones) 1/ -una medida bastante imperfecta de la eficiencia del sistema- crecieran en los años siguientes hasta alcanzar niveles muy altos. Tal la tesis principal: los costos del sistema bancario comercial privado aumentaron como consecuencia de la Reforma de 1977. Sin embargo, esta conclusión merece una pequeña calificación temporal porque el volumen en términos reales de la intermediación financiera disminuyo a partir de 1980 2/ y las entidades debieron enfrentar una gran proporción de costos fijos. A esta situación no se hubiera llegado, o no se hubiera mantenido el statu-quo existente, de no mediar una actitud paternalista de la autoridad monetaria consistente en la concesión de un subsidio para enjugar sus costos operativos 3/ por arriba del diferencial entre la tasa activa y pasiva de interés.

II. TRANSFORMACIONES INSTITUCIONALES OCASIONADAS POR LA REFORMA

La Ley N° 21526 impuso como innovación la transición de un sistema de especialización donde cada categoría de intermediario financiero era autorizada para realizar ciertos tipos de operaciones activas y pasivas a un sistema de universalidad donde las entidades estaban capacitadas para efectuar todo tipo de operación. En el límite extremo existiría un solo tipo de entidad (llámese, banco, si se quiere) para cualquier operación financiera. La legislación no llegó a tal extremo, previendo por el contrario diferentes clases de institucio-

nes: bancos comerciales, bancos de inversión, bancos hipotecarios, compañías financieras, cajas de créditos y sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda u otros inmuebles.

Aparentemente se eligió la multiplicidad de instituciones, pero el Art. 21 estableció que los bancos comerciales podrían realizar todas las operaciones activas, pasivas y de servicios que no les fueran prohibidas por la Ley. En suma, el sistema creado en 1977 bien puede considerarse de universalidad, y las entidades privilegiadas fueron los bancos comerciales.

En los dos años siguientes a la implementación de la Reforma en junio de 1977, más precisamente hasta fines de 1979, el sistema financiero argentino tuvo cambios hasta entonces inéditos en el país. Dos causas explican este fenómeno. Primero, la tendencia a convertirse en banco comercial beneficiándose con la situación privilegiada de este tipo de entidad. Segundo, las disposiciones transitorias establecidas por la ley para el paso desde un sistema regido por reglas diferentes. Ellas contemplaban las siguientes situaciones. Las sociedades de crédito para consumo desaparecerían, y las existentes podrían transformarse en cajas de crédito o en compañías financieras en el plazo de un año prorrogable por otro habiendo circunstancias justificadas (Art. 58). Las cajas de crédito tenían dos alternativas: adecuar su operatoria a las nuevas normas en el plazo de un año prorrogable por otro más en circunstancias justificadas (Art. 60), o transformarse en bancos comerciales manteniendo la forma jurídica cooperativa (Art. 62). Dentro del plazo de un año debía concretarse la incorporación efectiva de las sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda u otros inmuebles (Art. 63).

Las incorporaciones de entidades financieras nuevas fueron relativamente modestas: la categoría de bancos comerciales tuvo 7 autorizaciones, donde se incluyen 4 sucursales de bancos extranjeros, sobre una existencia

de 110 a mayo de 1977; la de compañías financieras 27, sobre una existencia de 79 a dicha fecha; en las demás categorías no hubieron nuevas autorizaciones. En cambio, la gran mayoría -o la casi totalidad- de los movimientos consistió en transformaciones inducidas por la propia legislación hacia bancos comerciales por parte de entidades que no lo eran. En el Cuadro 1 se evidencian en términos cuantitativos las dos fuerzas subyacentes, la orientación de las entidades financieras a convertirse en bancos comerciales y la necesidad de las sociedades de crédito para consumo de convertirse en compañías financieras o cajas de crédito. Los cierres y absorciones no comprendidos en aquellas tendencias han sido separados, pudiendo comprobarse sin dificultad que constituyen una porción pequeña del total.

Las compañías financieras transformadas en bancos comerciales llegaron a 17; 9 de ellas estaban localizadas en la ciudad de Buenos Aires y el resto en el interior del país, de las cuales 4 tenían sucursal en esa misma ciudad. Por el contrario, 274 cajas de crédito se fusionaron constituyendo 80 bancos comerciales, de los cuales solo 10 estaban ubicados en la ciudad mencionada. Este proceso de consolidación territorial fue debido en parte a la posición de libertad tomada por la Ley N° 21526 en materia de sucursales, respecto a la anterior N° 18061. El Art. 7 de esta última establecía el requisito de autorización por el Banco Central de la República Argentina y el Art. 8 que se daría preferencia a las entidades nacionales y entre ellas, las del interior que desearan expandirse dentro de sus respectivas zonas de influencia y colindantes. El Art. 16 de la Ley N° 21526 mencionaba solamente el aviso a la autoridad monetaria para habilitar filiales. De acuerdo a este principio ya no habría mercados financieros geográficamente determinados sino un único mercado nacional. Por esa razón a los 14 bancos oficiales provinciales existentes en junio de 1977 con sucursal en la ciudad de Buenos Aires se les agregó 1 y a los 9 bancos privados del interior que estaban en iguales condiciones se les agregaron 5.

Cuadro 1

Transformaciones, Fusiones y Cierres de Entidades Financieras ocurridas entre junio de 1977 y diciembre de 1979

Categoría	Transformaciones y fusiones		Cierres
	Orientación a convertirse en bancos comerciales	Necesidad de convertirse en otra institución	
Bancos Comerciales	98		6
Anteriores:			
Compañías Financieras ...	17		
Cajas de Crédito	80		
Sociedades de Ahorro y Préstamo para la Vivienda	1		
Compañías Financieras		58	7
Anteriores:			
Sociedades de Crédito para Consumo		58	
Cajas de Crédito		3	47
Anteriores:			
Sociedades de Crédito para Consumo		3	
Sociedades de Crédito para Consumo			47
Sociedades de Ahorro y Préstamo para la Vivienda			4

Fuente: Banco Central de la República Argentina. Circulares y Memoria 1980.

III. CAPITAL MINIMO PARA EJERCER LA INTERMEDIACION FINANCIERA

Este proceso de expansión en el número de bancos comerciales, productos de las condiciones operativas de privilegio y de las disposiciones liberales respecto a sucursales, se vio limitado por los requisitos de capital impuesto a las instituciones financieras. En la mayoría de los países dichas entidades tienen un capital mínimo requerido por la autoridad o por la costumbre en función del monto de sus obligaciones, constituidas fundamentalmente por los depósitos de sus clientes. Si bien dichas exigencias son cambiantes de un país a otro, un valor prudente puede cuantificarse en un 4 a 5% de capital en relación a sus obligaciones. Los montos efectivos dependen de muchas circunstancias (gastos de la intermediación financiera, tamaño de las operaciones, grado de cumplimiento de los deudores, etc.) y las instituciones financieras tratan de mantenerlo en el mínimo, como cualquier empresa de otro sector. Si una entidad mantuviera una relación capital/obligaciones por arriba de la necesaria, tendría una rentabilidad inferior a la de aquellas que tuvieran la relación justa pues debería utilizar la parte excedente en operaciones de préstamo, cuya tasa de rendimiento es inferior a la de rentabilidad de su propio capital 4/. De no existir esta condición, a los banqueros les convendría depositar los fondos en entidades con relación justa -la diferencia entre tasas de interés activas y pasivas sería el costo de intermediación- y desaparecería el incentivo empresario.

Las disposiciones reglamentarias de la Reforma de 1977 establecieron elevados capitales mínimos, supuestamente para asegurar la responsabilidad y solvencia de las instituciones. En la práctica, la existencia de tales requisitos implicó también un umbral mínimo de operaciones: las entidades que no lo consiguieran tendrían costos más altos, o rentabilidad más baja. No aseguró tampoco que el capital fuera suficientemente líquido

para afrontar las obligaciones en caso de corridas, descenso de depósitos o cierres. Esas dos fueron las consecuencias fundamentales y se considerarán por separado.

Alguna medida de las variaciones en el capital mínimo en relación a las operaciones (depósitos) de las entidades privadas puede obtenerse analizando comparativamente las regulaciones aplicables desde 1979 con las vigentes en 1974 5/. En el Cuadro 2 se han recogido las cifras del número "viable" de instituciones haciendo varios supuestos: i) todas las entidades son iguales entre sí; ii) no tienen sucursales en otras zonas del país con requisitos diferentes, de modo que la relación de capital depende exclusivamente de su única ubicación geográfica, iii) la relación óptima entre capital y depósitos es del 5%. De acuerdo a estos criterios se registra en la segunda y tercera líneas el número de entidades compatible con el volumen de depósitos al final de diciembre de 1973 y de 1978, según ellas estén ubicadas en la Zona I (ciudad de Buenos Aires) -cuyo requisito de capital mínimo es el máximo- o en la Zona V -cuyo requisito es el mínimo-, se trate de bancos comerciales privados, compañías financieras o cajas de crédito 6/.

La primera cuestión a considerar es la proporción entre entidades existentes y el número presumiblemente viable según la hipótesis anteriores. En 1974 los valores extremos de este último para los bancos comerciales fluctuaban entre 35 y 296, 10 y 41 para las compañías financieras, y 9 y 18 para las cajas de crédito, mientras las entidades existentes eran respectivamente, 83, 79 y 428. Se puede apreciar que la relación más cercana entre existencia de instituciones y exigencia de capital se da en los bancos comerciales, donde la primera se encuentra ubicada entre los extremos de la segunda. Esa situación no se reproduce en el caso de las compañías financieras, y alcanza proporciones muy alejadas en las cajas de crédito. La elevada exigencia de capital reque-

Cuadro 2

Capitales Mínimos Exigidos y Número Viable de Entidades Financieras

	1974 (Circular B 1094)			1979 (Circular RF 601)		
	Bancos comercia-les	Compañías financie-ras	Cajas de crédito	Bancos comercia-les	Compañías financie-ras	Cajas de crédito
Existentes (al 31.12)	83	79	428	181	142	104
Viables						
Cantidad mínima (Zona I)	35	10	9	31	26	20
Cantidad máxima (Zona V)	296	41	18	173	146	110
Hipótesis A (Concentración de Depósitos)						
Cantidad mínima				21	17	13
Cantidad máxima				115	98	74
Hipótesis B (Ubicación Geográfica)				102	86	65
Hipótesis C (Disminución de la Relación Capital/Depósitos)						
Cantidad mínima				25	21	16
Cantidad máxima				138	117	88

Fuente: Banco Central de la República Argentina. Circulares y Boletines Estadísticos

rida a las cajas de crédito explica su organización en forma cooperativa: el espíritu de lucro no existe entre sus asociados, que no exigen una retribución adecuada (o competitiva) de sus inversiones.

En 1979, de acuerdo a los postulados enunciados en los fundamentos de la Reforma de 1977, se elevan las exigencias de capital. Para bancos comerciales, se reduce la dotación viable a un mínimo de 31 y un máximo de 173, ambos valores por debajo de las 181 entidades existentes. Al aumentar (respecto a 1974) tanto las exigencias de capital en términos reales como el número de instituciones, los dos factores jugaron en igual sentido ejerciendo una mayor presión negativa sobre la rentabilidad de las instituciones. El aumento del capital mínimo tuvo una repercusión pequeña en la ciudad de Buenos Aires y resultó muy importante para los bancos comerciales del interior. Por el contrario, las exigencias resultaron disminuidas para las compañías financieras y cajas de crédito y la dotación posible estuvo, respectivamente, entre mínimos de 26 y 20 y máximos de 146 y 110, dentro de límites que comprenden las 142 y 104 entidades existentes. Se amplió también, para ambas categorías de instituciones, el rango de los requerimientos según ubicación geográfica, de nuevo en contra de lo acontecido con los bancos comerciales.

Los supuestos utilizados para calcular el número viable de instituciones de acuerdo a los requisitos de capital mínimo pueden ser modificados para incorporar situaciones más realistas, aunque en general hay un acentuamiento en las direcciones señaladas. La Hipótesis A tiene en cuenta cierto grado de concentración de los depósitos y supone que la mitad es recogida por un cuarto de las instituciones; como consecuencia, baja la dotación viable y los nuevos límites para bancos comerciales son 21 y 115, para compañías financieras 17 y 98, y para cajas de crédito 13 y 74. En la Hipótesis B se parte de una distribución geográfica desconcentrada y del

sinnúmero de alternativas posibles se ha elegido aquella donde la mitad de las instituciones está ubicada en la Zona I (ciudad de Buenos Aires) y la mitad en la Zona V; los valores obtenidos pasan a ser 102, 86 y 65 para las respectivas categorías de entidades. Finalmente, en la Hipótesis C la relación del 5% entre capital y depósitos se reduce al 4%, cifra que las reglamentaciones fijaron para los depósitos marginales (por arriba de los cubiertos con el capital mínimo).

Parte apreciable -la inmensa mayoría,dirán algunos- de las entidades financieras privadas debieron soportar requisitos de capital exagerados para el volumen de operaciones que venían realizando. El requisito de capital mínimo implicó un aumento de los costos fijos de la empresa igual al exceso de capital (sobre el técnicamente requerido) multiplicado por la diferencia entre la tasa de rendimiento del capital y la tasa activa de interés, aumentando por consiguiente los costos de operación de todo el sistema financiero. Aún cuando este factor repercute diferencialmente sobre las instituciones, por lo general las más favorecidas resultaron los grandes bancos comerciales ubicados en la ciudad de Buenos Aires y en menor medida las compañías financieras y cajas de crédito. Aparte de un mayor volumen de operaciones, la situación solo podría mejorarse aumentando la proporción de los depósitos en instituciones privadas (respecto a las oficiales) u obteniendo capitales que no buscarán la rentabilidad como principal objetivo.

Desde el punto de vista empresario, la rentabilidad del sector financiero (competitiva con la de otros sectores) puede medirse respecto al capital mínimo requerido por la autoridad o respecto al capital necesario para llevar a cabo la actividad. No pudiéndose afectar la relación entre lo mínimo y lo necesario, la tasa efectiva de rentabilidad está determinada entonces por la coloca-

ción de la diferencia entre el primero y el segundo. Las dos alternativas permitidas, aún cuando sujetas a máximos legales, son los préstamos a sus clientes y las inmovilizaciones en inmuebles de uso propio, en títulos públicos indexados o en moneda extranjera. Las tasas reales de interés activas fueron negativas en algunos casos -mucho más cuando luego las entidades debieron acordar préstamos a tasas reguladas por la autoridad monetaria-, a diferencia del rendimiento nulo o ligeramente positivo de las inmovilizaciones en inmuebles (a la depreciación que juega negativamente se oponen ventajas impositivas y ganancias dejadas por los negocios inmobiliarios) y el rendimiento positivo de los títulos. Además, las facilidades para la propiedad de inmuebles permitían una mayor competitividad (no por tasas de interés) al disponer de un mayor acceso al público mediante la instalación de sucursales, las cuales -debe recordarse- no estaban sujetas a autorización alguna.

Para cumplimentar tales disposiciones, las entidades financieras acabaron con elevadas tenencias de inmuebles, puesto que el acceso a títulos públicos estaba restringido. En efecto, la relación Inmuebles/Depósitos permaneció prácticamente idéntica antes y después de la Reforma, no obstante que los depósitos se incrementaron en términos reales aproximadamente al doble, por lo cual cabe concluir que la cantidad física de inmuebles lo hizo en la misma proporción. La exigencia de inmuebles como inversión del capital no sirvió para afrontar situaciones de dificultades (cierres, etc.) y luego habrían de pasar a la entidad liquidadora (Banco Central de la República Argentina). La colocación en títulos públicos sin limitaciones hubiera sido más conveniente porque habría provisto la posibilidad de su venta y transformación en dinero, al tener un mercado más amplio que el muy estrecho -si existente- de los edificios bancarios o de entidades financieras.

IV. REPERCUSION SOBRE LOS COSTOS BANCARIOS

El crecimiento y la incorporación de entidades financieras en la categoría de bancos comerciales, y la excesiva inmovilización de capital se reflejaron en los costos operativos del sistema, aumentándolos y en pocos casos dejándolos igual o disminuyéndolos, con lo cual su eficiencia tendió a disminuir. Para apreciar este último fenómeno, se deben comparar los costos de las entidades existentes antes y después de la Reforma, a cuyo efecto se han tomado los años 1975-76 y 1976-77, y los años 1979-80 y 1980-81. Obviamente no tiene sentido considerar las entidades nuevas, de modo que en este caso habrá que comparar los costos de las instituciones existentes con los de las que operan a partir de ese momento. Dicha comparación deberá ser simultánea en el tiempo, y los períodos 1979-89 y 1980-81 se han tomado al efecto.

El análisis se hace por categoría de bancos privados comerciales, suponiendo que así se evitan las características individuales. La agrupación es la siguiente: bancos con sucursales, bancos metropolitanos, bancos regionales y bancos locales. Tal clasificación fue realizada en la década del setenta teniendo en vista la especialización operativa de las distintas categorías; si bien las condiciones cambiaron con la Reforma de 1977, la impresión es que no se alteraron en lo fundamental. Los bancos con sucursales en todo el país tienen un ámbito nacional de operaciones, participando en las relacionadas con moneda extranjera, fianzas y aceptaciones. Los bancos metropolitanos se encuentran ubicados en la Ciudad de Buenos Aires y localidades de mayor población y no se diferencian en lo esencial de los anteriores sino por su extensión territorial. Los bancos regionales tienen sus sedes centrales en localidades que no son las grandes ciudades y desarrollan sus actividades mediante sucursales; sus competidores son los bancos oficiales (nacionales y provinciales) antes que los demás bancos

comerciales privados. Finalmente, los bancos locales están emplazados en localidades medianas y pequeñas (hasta 300.000 habitantes) y por lo general solo tienen -cuando así acontece- sucursales en el lugar.

El requisito de homogeneidad puede examinarse observando en el Apéndice las líneas que consignan las desviaciones standard de los costos por unidad de depósito para cada categoría de bancos y para el patrón temporal de agrupación 1975-1976 (entidades que cierran sus balances entre julio de 1975 y junio de 1976), 1976-1977 (entidades que cierran sus balances entre julio de 1976 y junio de 1977), 1979-1980 (entidades que cierran sus balances entre julio de 1979 y junio de 1980), 1980-1981 (entidades que cierran sus balances entre julio de 1980 y junio de 1981) 8/. La relación entre unas y otros puede cifrarse en 25%, es decir se tiene una concentración aceptable en torno del valor medio y esa relación se mantiene a través del tiempo. Tal división temporal resulta conveniente por dos factores: primero, registra situaciones anuales posteriores a los plazos de ajuste determinados por la Ley N° 21526; segundo, evita en lo posible las particulares condiciones traídas por la crisis de 1980, agudizada por los acontecimientos de 1981 en adelante.

Los costos a considerar caen en tres categorías: a) gastos en personal, que incluye los así denominados (hasta 1981), y las remuneraciones y cargas sociales y honorarios y servicios administrativos desde 1981; b) gastos administrativos, llamados otros gastos hasta 1980, y deducidos los items a) y c) del rubro gastos administrativos desde 1981; c) amortizaciones, que abarca depreciación de bienes físicos muebles e inmuebles, y otras previsiones 9/. Dos limitaciones de los datos deben tenerse en cuenta. Por un lado, no es seguro que todos los bancos (salvo desde 1981 en adelante) tengan reglas uniformes para apropiar un gasto determinado a una categoría dada, pues las reglas de supervisión contable

permitían bastante discreción. Por otro, la categoría de pérdidas diversas, una especie inclusiva de gastos no especificados, no parece que tenga los atributos mínimos de representatividad; su envergadura cuantitativa aumentó tremendamente desde 1980 al incluir (específicamente desde 1981) los cargos por incobrabilidad de créditos.

V. COSTOS EN LOS BANCOS EXISTENTES ANTES Y DESPUES DE LA REFORMA

Todas las categorías de bancos, en general, experimentaron un aumento de costos al comparar los años inmediatos anteriores (se tome el período 1975-1976 o 1976-1977) con los posteriores a la Reforma. Se advierte también que dicho aumento es en muchos casos progresivo en el tiempo, como lo ponen de manifiesto las cifras de años sucesivos. Excepción a esta tendencia la constituyen los gastos en personal de los bancos regionales y de los bancos con sucursales, que tuvieron una variación insignificante. Estos últimos parecen haber capeado el incremento general aprovechando la cantidad de sucursales, su mayor adaptación a las reglamentaciones sobre capital mínimo, etc. El número promedio de sucursales de este tipo de banco era 42.2 en el período 1976-77 y había ascendido levemente a 45.5 en 1980-81; en cambio, en el caso de los bancos metropolitanos se pasó de 4.2 a 10.8, en los bancos locales de 3.5 a 6 y en los bancos regionales de 9.2 a 11.4, siempre en iguales períodos.

Una conclusión muy importante a tener en cuenta es entonces que todo el sistema financiero habrá de operar en un contexto de mayores costos. La interpretación más frecuente de la causa de esta característica es atribuírla a la libertad para la fijación de las tasas de

interés, que hasta entonces habían sido reguladas parcialmente por la autoridad monetaria. En un régimen como el argentino posterior a la Reforma donde las reservas fueron retribuidas a la tasa pasiva, los costos totales por unidad de depósito pueden llegar a un máximo (si no se quiere incurrir en pérdidas) igual a la diferencia entre la tasa pasiva y activa de interés (margen financiero). Esta diferencia, soportada por depositantes y deudores del sistema financiero, carece de límites predeterminados si las tasas de interés dependen del mercado; por el contrario, si son fijadas por la autoridad monetaria tienen un límite fijado por los topes máximos de aquellas y el monto de las reservas no remuneradas.

La racionalización anterior, empero, solo sirve para demostrar la posibilidad de aumento del costo de intermediación en la medida que las tasas de interés lo hicieran posible. Su efectivo aumento 10/ fue producto de dos causas concurrentes. Primero, los deudores del sistema financiero estuvieron dispuestos a aceptar tasas activas de interés más altas pensando que éste sería un fenómeno transitorio, luego del cual volverían a ser más bajas, alcanzarían valores negativos y sus deudas disminuirían en términos reales. Tuvieron razón a estar por las experiencias de 1981 y 1982, cuando recibieron un subsidio proporcional a sus deudas. Segundo, las condiciones de competencia no llevaron a la disminución de costos, y la mayor producción -en este caso, de activos y pasivos financieros- tuvo costos crecientes.

Un examen de los distintos componentes de los costos permite conocer con mayor precisión las consecuencias de la Reforma de 1977. Los gastos en personal, a estar por las cifras del Cuadro 3, aumentaron en forma significativa en el caso de los bancos metropolitanos, posiblemente porque ella incluye las instituciones que realizan operaciones de intermediación financiera no registradas bajo la forma de depósitos. Los bancos loca-

les, si bien en promedio vieron aumentos de importancia en este tipo de gasto, mantuvieron la gran dispersión experimentada en el pasado.

Los gastos administrativos crecieron sustancialmente en los bancos metropolitanos, regionales y locales, y fueron significativamente superiores a los registrados antes de la Reforma. Es interesante también señalar que el aumento en términos absolutos es bastante uniforme en todas las categorías. Fuera de los costos para sostener una competencia distinta de la de precios (tasas de interés en este caso), concretada en mayor número de sucursales, servicios a los depositantes, publicidad, etc., cuyo monto es imposible identificar, es probable que influyeran notablemente gastos de mecanización o computación debido a un acelerado proceso de modernización mediante la incorporación de técnicas más avanzadas 11/. No obstante, los gastos en personal deberían haberse reducido por la sustitución de trabajo por capital, fenómeno que no ocurrió al permanecer constantes los valores de aquellos y presentarse el absurdo de costos totales más elevados para técnicas supuestamente más eficientes.

Finalmente, las amortizaciones y previsiones crecieron en todas las categorías de bancos, y lo hicieron en forma estadísticamente significativa. No obstante que los valores absolutos puedan aparecer modestos, en términos relativos no lo fueron y constituyeron la clase de costo con la mayor proporción de aumento. Como es imposible establecer con alguna precisión la fuente de este crecimiento, no cabe concluir sino que fue el producto de dos factores, el aumento de las reservas por incobrabilidad de los deudores -casi con seguridad el factor principal- y el aumento de las depreciaciones por una mayor posesión de bienes físicos, fundamentalmente inmuebles.

Cuadro 3

Diferencia de Costos en Bancos Existentes antes y después de la Reforma (% de depósitos)

Categoría	1979-80 respecto a:		1980-81 respecto a:	
	1975-76	1976-77	1975-76	1976-77
Bancos con Sucursales				
Gastos en Personal	-0.80	-0.66	0.49	0.63
Gastos Administrativos	2.06++	0.44	0.47	-1.15++
Amortizaciones y Previsiones ..	1.46++	1.09+	2.94+	2.25+
Bancos Metropolitanos				
Gastos en Personal	1.13+	0.88+	2.79++	2.54+
Gastos Administrativos	2.59++	1.05++	2.74++	1.20++
Amortizaciones y Previsiones ..	0.36++	0.23+	1.04++	0.91++
Bancos Regionales				
Gastos en Personal	-1.44+	-1.42+	0.23	0.25
Gastos Administrativos	2.92++	1.62++	1.98++	0.68+
Amortizaciones y Previsiones ..	1.77++	1.60++	4.76++	4.59++
Bancos Locales				
Gastos en Personal	-0.28	0.51	1.78	1.55
Gastos Administrativos	4.10++	2.55+	2.02++	0.47
Amortizaciones y Previsiones ..	0.35+	0.46++	2.11++	2.22++

Nota: Las diferencias han sido sujetas a la prueba estadística t; un valor de dicho estadístico superior a 2 (en valor absoluto) se indica con un par de cruces, entre 1 y 2 (en valor absoluto) con una cruz y no se registra cuando es inferior a 1 (en valor absoluto).

Fuente: Apéndice, Cuadro A.

VI. COSTOS EN LOS BANCOS NUEVOS

En el Cuadro 4 se han registrado los diferenciales de costo de entidades bancarias constituidas con posterioridad a la Reforma respecto a los de las existentes con anterioridad y posterioridad a esa fecha. Las dos últimas columnas indican el número de instituciones cuyos costos están registrados en la segunda, de manera de determinar los patrones de paso de cierta categoría de institución no bancaria a cierta categoría de banco comercial. La mayoría de las transformaciones de compañías financieras lo hicieron a la categoría de bancos metropolitanos y las de cajas de crédito en la de bancos regionales y locales.

Aceptando el incremento de costos simultáneo con la Reforma, las nuevas instituciones habrían de soportarlos en igual forma que las existentes, de modo que la comparación adecuada debe hacerse con entidades análogas en los dos últimos períodos en consideración (1979-80 y 1980-81) 12/. La cuestión es bien clara. Las instituciones que se convirtieron en bancos metropolitanos tuvieron gastos en personal sustancialmente más bajos que sus homólogas que venían desempeñándose hasta ese entonces, probablemente aprovechando las economías de localización geográfica y de una infraestructura anterior, mientras que ya tenían asegurada su clientela pues venían desempeñándose como intermediarios financieros. El número medio de sucursales en 1980-81 era 2.6, en comparación con el de 10.8 que tenían los bancos existentes en esa categoría. En materia de gastos administrativos las diferencias eran pequeñas en 1980-81 y el alto valor en el período anterior puede deberse al pequeño número de bancos considerados (Véase Cuadro B del Apéndice). En cambio, la mayor cantidad de amortizaciones y previsiones puede vincularse a que la relación Inmuebles/Depósitos era aproximadamente superior en un 50% a sus homólogos ya instalados.

Cuadro 4

Diferencia de Costos en Bancos Constituidos después de la Reforma Respecto a los Existentes (% de depósitos)

Categoría	1979-80	1980-81	Calificación anterior	
			Compañía Financiera	Caja de Crédito
Bancos Metropolitanos			7	9
Gastos de Personal	-2.36+	-2.76++		
Gastos Administrativos	3.45+	0.29		
Amortizaciones y Previsiones ..	0.84+	1.36+		
Bancos Regionales			8	20
Gastos de Personal	4.40+	4.10++		
Gastos Administrativos	3.45++	2.88++		
Amortizaciones y Previsiones ..	2.12+	0.29		
Bancos Locales			3	27
Gastos de Personal	1.99	1.36		
Gastos Administrativos	-0.37	2.86++		
Amortizaciones y Previsiones ..	1.46+	1.78++		

Nota: Las diferencias han sido sujetas a la prueba estadística t; un valor de dicho estadístico superior a 2 (en valor absoluto) se indica con un par de cruces, entre 1 y 2 (en valor absoluto) con una cruz y no se registra cuando es inferior a 1 (en valor absoluto).

Los nuevos bancos regionales, por el contrario, tuvieron gastos en personal y administrativos sustancialmente más altos y significativamente diferentes a sus semejantes. Esto ocurrió sin duda porque la dispersión territorial exigió gastos proporcionalmente mucho más elevados que la expansión de operaciones; no obstante, el número promedio de sucursales (12.7) no discrepó en lo sustancial de los instalados con anterioridad (11.4) 13/.

Algo similar, por las mismas razones y en proporciones un poco más pequeñas, ocurrió con los nuevos bancos locales, que experimentaron un aumento menos pronunciado en lo que hace a los gastos en personal y parecido en lo que hace a gastos administrativos. Los mayores valores de amortizaciones y previsiones se correlacionan con una más elevada (casi el doble) relación Inmuebles/Depósitos respecto a sus homólogos.

En suma, pareciera que las incorporaciones de compañías financieras se hicieron con un mayor grado de eficiencia, si como tal se entiende su menor costo operativo. Por el contrario, las cajas de crédito, que pasaron en general a las categorías de bancos regionales o locales, enfrentaron costos superiores a los de los bancos existentes, con diferencias sustanciales en el primer caso y menos pronunciadas en el segundo. Los costos de las nuevas entidades son entre el 30 y 50% más altos que los de los existentes y eso acontece para los costos en personal, gastos administrativos y amortizaciones.

APENDICE

Cuadro A

Costos (promedio; desviación standard, entre paréntesis) por Unidad de Depósitos 1/ 2/ en los Bancos Comerciales Privados Existentes antes y después de la Reforma (%)

Categoría	1975-76	1976-77	1979-80	1980-81
Bancos con Sucursales (N°)	13	15	15	13
Gastos en Personal	7.65 (1.96)	7.51 (2.22)	6.85 (2.33)	8.14 (2.36)
Gastos Administrativos	4.02 (1.26)	5.64 (1.53)	6.08 (1.80)	4.49 (1.26) 3/
Amortizaciones y Previsiones	0.98 (0.51)	1.35 (0.91)	2.44 (2.06)	3.92 (3.77) 3/
Otras Pérdidas	0.05 (0.04)	1.02 (1.05)	12.43 (4.34)	8.68 (2.54)
Bancos Metropolitanos (N°)	33	27	19	18
Gastos en Personal	8.11 (1.96)	8.36 (2.57)	9.24 (1.03)	10.90 (5.14)
Gastos Administrativos	3.75 (1.04)	5.29 (0.96)	6.34 (1.39)	6.49 (2.02) 3/
Amortizaciones y Previsiones	0.97 (0.54)	1.10 (0.58)	1.33 (0.34)	2.01 (1.20) 3/
Otras Pérdidas	0.11 (0.09)	0.58 (0.74)	11.63 (2.34)	9.36 (1.57)
Bancos Regionales (N°)	34	27	19	17
Gastos en Personal	9.20 (2.84)	9.18 (2.06)	7.76 (3.26)	9.43 (2.09)
Gastos Administrativos	3.97 (1.57)	5.27 (1.55)	6.89 (1.79)	5.95 (2.51) 3/
Amortizaciones y Previsiones	0.91 (0.42)	1.08 (0.35)	2.68 (2.73)	5.67 (3.36) 3/
Otras Pérdidas	0.17 (0.48)	0.52 (0.62)	8.88 (1.86)	6.97 (1.52)
Bancos Locales (N°)	11	11	10	9
Gastos de Personal	8.36 (2.23)	8.59 (2.18)	8.08 (2.23)	10.14 (8.97)
Gastos Administrativos	3.47 (1.59)	5.02 (1.85)	7.57 (3.25)	5.49 (3.18) 3/
Amortizaciones y Previsiones	0.93 (0.63)	0.82 (0.28)	1.28 (0.65)	3.04 (0.44) 3/
Otras Pérdidas	0.01 (0.02)	1.05 (0.85)	8.97 (1.54)	7.43 (0.50)

Fuente: Balances y cuentas de resultados.

Notas:

1/ - El cociente costo/depósito se corrigió por la evolución de los precios para evitar en lo posible los efectos de una inflación elevada y variable. Las distintas categorías de gastos fueron multiplicadas por el promedio del incremento de precios ocurrido cada mes respecto al de cierre del balance. Los depósitos, por su parte, son la semisuma de la cifra a fines y comienzo del período, corregida esta última por el incremento de precios entre uno y otro. En otros términos, para cada año se tiene

$$c_i = (12\, C_i\, P_{12} / \sum_{K=1}^{12} P_K) \;/\; (1/2 \left| D_o\, (P_{12} / P_o) + D_{12} \right|$$

donde c_i es cada categoría de costo unitario (respecto a los depósitos), C_i el volumen anual respectivo, D_o los depósitos al comienzo del ejercicio, D_{12} al final y P_K el índice de precios (mayoristas, nivel general);

2/ - Incluye aceptaciones para los períodos anteriores a la Reforma.

3/ - Solamente se toman los bancos que cierran sus balances en 1980 (6, 11, 9 y 2, respectivamente) debido a las dificultades de compatibilización de valores distintos a Gastos en Personal y Gastos Administrativos a partir de 1981, Conf. Nota 9.

Cuadro B

Costos (promedio; desviación standard, entre paréntesis) por Unidad de Depósitos 1/ en los Bancos Comerciales Privados Constituidos después de la Reforma (%)

Categoría	1979-80	1980-82
Bancos Metropolitanos (N°)	4	16
Gastos en Personal	6.88 (2.47)	7.01 (2.45)
Gastos Administrativos	9.79 (3.20)	6.20 (2.57)
Amortizaciones y Previsiones ...	2.17 (0.79)	3.77 (3.05) 2/
Otras Pérdidas	5.87 (3.31)	5.68 (2.53) 2/
Bancos Regionales (N°)	7	23
Gastos en Personal	12.16 (3.33)	13.53 (5.13)
Gastos Administrativos	10.34 (1.88)	8.83 (3.59)
Amortizaciones y Previsiones ...	4.80 (2.46)	5.38 (2.68) 2/
Otras Pérdidas	9.38 (4.81)	6.78 (2.56) 2/
Bancos Locales (N°)	5	30
Gastos en Personal	10.07 (4.54)	11.50 (4.49)
Gastos Administrativos	7.20 (2.36)	8.35 (3.64)
Amortizaciones y Previsiones ...	2.74 (1.79)	4.82 (2.31) 2/
Otras Pérdidas	6.61 (3.03)	7.69 (2.60) 2/

Fuente: Balances y Cuentas de Resultados.

Notas:

1 - Igual que Nota 1 del Cuadro A;
2 - Solamente se toman los bancos que cierran sus balances en 1980 (11, 13 y 21, respectivamente) debido a las dificultades de compatibilización de valores distintos a Gastos en Personal y Gastos Administrativos a partir de 1981. Conf. Nota 9.

NOTAS

1/ Las aceptaciones se consideran un depósito con efectivo mínimo nulo. Al exigirse desde la Reforma un efectivo mínimo igual al de los depósitos, las aceptaciones desaparecieron convirtiéndose en depósitos a plazo.

2/ De acuerdo a cifras oficiales la relación entre depósitos en entidades financieras al 30 de junio de cada año y producto bruto a precios corrientes habría caído progresivamente desde 0.211 en 1980 a 0.196, 0.170 y 0.123 los tres años siguientes.

3/ El régimen de subsidio a las entidades financieras es bastante complicado y ha tendido a serlo cada vez más, habiendo existido aún cuando había una completa libertad para la fijación de las tasas de interés. Resulta difícil individualizar la parte correspondiente a intereses del préstamo al Estado implícito en efectivos mínimos altos del subsidio específico en los diferentes pagos que hace el Banco Central de la República Argentina al sistema financiero.

4/ La conclusión se basa en la conocida relación que en el margen el costo de los fondos externos a una empresa es igual al costo del capital propio; si aquel es creciente y el rendimiento de éste decreciente, el costo medio del capital ajeno es inferior al del propio. Esta relación de equilibrio es válida en un ambiente donde el rendimiento de capital es uniforme en todos los sectores.

5/ Son las fechas más próximas a los momentos cuando se fijan capitales mínimos en términos reales, dejando de lado las meras actualizaciones monetarias debidas al proceso inflacionario.

6/ Los valores han sido obtenidos multiplicando los depósitos en instituciones privadas por la relación de capital (5% en la alternativa básica e hipótesis A y B, 4% en la hipótesis C) y dividiendo por los requisitos reglamentarios mínimos.

7/ Conf. A. Arnaudo. "Economías de Operación y Economías de Escala en el Sistema Bancario Comercial Argentino 1960-72", Ensayos Económicos 2 (junio 1977). Una más detallada clasificación similar es realizada para el sistema financiero italiano por L. Bajetta, "Note per un Analisi delle Implicazioni del Rapporto Banca-Territorio", Bancaria XL, 3 (Marzo 1984).

8/ El empalme de la información antes y después de 1981, cuando se ponen en vigencia diferentes principios de contabilidad, tiene sus problemas. Véase el texto.

9/ Con posterioridad a 1981 no hay homogeneidad en el tratamiento contable de las amortizaciones y previsiones respecto al período anterior. Si bien no es seguro que todas las instituciones siguieran los mismos temperamentos, es difícil que los hayan cambiado a través del tiempo, por lo cual es posible la comparación, aún cuando menos satisfactoria, hasta 1980; en consecuencia, se han excluido para este rubro los bancos que cerraron sus balances luego de diciembre de 1980.

10/ Antes de la liberación de tasas, contemporánea con la Reforma, el margen financiero estaba fijado indirectamente por la autoridad monetaria al establecer los valores de las tasas de interés y los límites para intermediar en el mercado de aceptaciones. Las cifras se ubicaron en torno al 20% anualizado (20.6, 24 y 18.6 para los años 1975, 1976 y primer semestre de 1977, respectivamente). Luego de la Reforma, en el segundo semestre de 1977 llegó a 64.4 y se redujo drásticamente en los dos años posteriores a 41.9 y 17.4, estabilizándose en 1980 en una cifra cercana al 20%. Las cifras han sido tomadas del Anexo 1, Cuadro 2 de E. Gaba. "La Reforma Financiera Argentina", Ensayos Económicos 19 (Septiembre 1981).

11/ Cf.: E. Feldman. Automatización Bancaria en los Sistemas Financieros Latinoamericanos (mimeo, 1984).

12/ Para amortizaciones y previsiones no subsiste la homogeneidad mencionada en la Nota 9.

13/ Queda pendiente la consideración del grado de dispersión geográfica.

ENSAYOS ECONOMICOS
N° 40

COMENTARIO DE LUIS A GIORGIO AL TRABAJO DE ALDO A ARNAUDO Y MARTA P DE BURASCHI

El trabajo realizado por el Dr. Arnaudo y la Dra. Buraschi es un aporte significativo al conocimiento de la estructura y performance del sistema financiero argentino a partir de la reforma de la Ley de Entidades Financieras ocurrida en 1977 mediante la Ley N° 21.526, y en particular sobre los efectos que dicha reforma tuvo sobre la eficiencia del sistema bancario.

La tesis principal del estudio sostiene que los costos del sistema bancario comercial privado aumentaron como consecuencia la Reforma de 1977; requisitos elevados de capitales mínimos y aumento del número de entidades financieras determinaron un incremento de los costos operativos medios de intermediación.

Desearía orientar mi comentario en dos sentidos, en primer lugar me referiré a la tésis principal del trabajo y en segundo término comentaré algunos aspectos metodológicos puntuales.

Con el propósito de ubicar en un esquema de largo plazo la conclusión principal "los costos del sistema bancario comercial privado aumentaron como consecuencia de la Reforma de 1977", resulta importante destacar que en Argentina se registró un largo proceso histórico de desmonetización y expansión física del sistema financiero, con una profundización a partir de las políticas implementadas en la década que se inicia en 1975, y que reconocen como factor preponderante hasta junio de 1985 una tasa de inflación promedio de la economía argentina del 200% anual.

En una perspectiva de largo plazo, puede afirmarse que el proceso de desmonetización muestra altibajos, asociados básicamente con las políticas monetarias y financieras y las tasas reales de interés resultantes de dichas políticas. En el primer quinquenio de la década de los años 50 el grado de monetización de la economía argentina superaba el 35%, un valor comparable al que se registraba por entonces en muchos mercados financieros desarrollados. Pero mientras que en la actualidad en esos mercados financieros (que en general corresponden a países industrializados) se observan coeficientes de monetización que oscilas entre un 50% y un 70%, tal coeficiente resultó para Argentina ligeramente superior al 20% durante el período 1980-1984, no superando el 15% para el trienio 1983-1985.

La tendencia a la desmonetización ha sido evidente; los coeficientes de monetización son en la actualidad 60% menores a los observables tres décadas atras. Sin embargo, es posible detectar episodios de remonetización. Estos se ubican básicamente en períodos en que las tasas de interés reales de los depósitos fueron positivas (lo que produjo un aumento o recuperación en la demanda de depósitos a interés) o en que se produjo una desaceleración significativa de la tasa de inflación (lo que generó un crecimiento de los componentes del agregado monetario conocido como M1 -billetes y mo-

nedas y depósitos en cuenta corriente-).

Se destacan los períodos 1967/69 y 1973/74, y el período de liberalización financiera de 1977-1981. En general, sin embargo, las tasas reales de interés fueron negativas y, consecuentemente ello, en conjunción con la persistente tasa de inflación que sufrió la economía argentina en el período 1950-1974, afectó desfavorablemente la demanda de activos monetarios.

Si alternativamente se observa como indicador de actividad financiera la evolución del conjunto de depósitos en términos reales (es decir sin corregir por el PBI) se alcanza una conclusión similar. La actividad financiera tuvo fuertes altibajos, en consonancia con los picos inflacionarios y las políticas en materia de tasa de interés. Nuevamente se encuentran los momentos de ruptura o fuerte caída en el volumen de depósitos en términos reales coincidiendo con los shocks de inflación de 1959, 1975-76 y 1982-83 y mediados de 1985. Adicionalmente se observa (como claro producto de la inflación alta y persistente primero y la situación cuasihiperinflacionaria después) una sistemática tendencia al cambio en la composición de la demanda de activos financieros de particulares en detrimento de los activos que no perciben interés (billetes y monedas y depósitos a la vista (M1)) es decir de los que están sujetos al impuesto inflacionario.

La relación entre M1 y el total de activos financieros era del 75% en la década del 50 y descendió persistentemente hasta menos del 25% en el quinquenio 1980-84 (Ver Cuadro 1). Al cambio secular en la composición de activos financieros contribuyó también la incorporación de instrumentos financieros a interés que, obviamente, generaron una sustitución en el sentido señalado precedentemente.

Considerando los años extremos del período

1950-1985 los depósitos en términos reales crecieron 14% (aproximadamente un 0,4% anual). Se se compara el primer y último quinquenio del período (1950-54 y 1980-84) la tasa de crecimiento acumulativo supera ligeramente el 1% anual.

En contraste, el indicador disponible de expansión de la estructura del sistema para igual período, es decir el número de empleados, refleja un crecimiento prácticamente ininterrumpido entre 1950 y 1980 que acumulativamente supera el 230% (ó 4% anual acumulativo). Otro indicador físico, el número de casas bancarias en funcionamiento está disponible desde 1957 y la serie estadística refleja también un crecimiento sin interrupción desde entonces. En efecto, mientras que a fines de los años cincuenta funcionaban alrededor de 1000 casas bancarias a fines de 1984 el total de casas era superior a 5100. Puede verse entonces que, desde una perspectiva de largo plazo (desde los años cincuenta hasta el presente) los depósitos crecieron en términos reales alrededor de un 25% (con significativos altibajos durante el período) en tanto el número de empleados se expandió en más de un 200% y la cantidad de casas bancarias en más de 400%. Consecuentemente la productividad media (medida, por ejemplo, a través de la relación depósitos por empleado bancario) es, en la actualidad un 60% inferior a la de comienzos de los años cincuenta.

Cuando el análisis se restringe a un período más reciente (1970-1985) para el cual existe una estimación homogénea del producto bruto generado por el sector financiero, no se alteran las conclusiones. En la actualidad el PBI del sector financiero es un 25% inferior al de hace 15 años (Ver Cuadro 2) mientras que el número de empleados y de casas bancarias crecieron 65% y 88%, respectivamente. El Producto Bruto Financiero por empleado bancario era en 1985 un 55% inferior al de 1970).

Tal expansión física es el resultado, a nivel ma-

croeconómico de las políticas financieras del Banco Central que, desde fines de la década del cincuenta incentivó la incorporación de nuevas entidades y de nuevas sucursales al sistema. Se entendía que, de esa forma se alentaba una mayor competencia. Sin embargo, como esta actitud permisiva para el desarrollo de la estructura bancaria (y luego también extra-bancaria) a nivel institucional se combinó, durante largos períodos con fuertes restricciones en materia de regulación de tasa de interés, el resultado fue el "achicamiento" o el estancamiento relativo del "tamaño monetario" del sistema con la fuerte expansión del "tamaño físico del sistema".

Desde un punto de vista microeconómico, existía, por un lado alicientes a entrar al sistema porque, a pesar de las regulaciones financieras, la tasa de beneficio fue elevada (si bien tuvo tendencia decreciente en el tiempo), merced a los altos "spreads" permitidos por la autoridad regulatoria y a las prácticas no competitivas que existieron en los años de tasas de interés reguladas.

Por otro lado, las entidades financieras existentes no encontraron oposición por parte del Banco Central a la apertura de sucursales que fue la estrategia seguida por aquéllas tanto en etapas de fuerte regulación como en los períodos de mayor liberación financiera. En general las entidades parecen haber actuado especulando con mantener o ganar participación en el mercado desplegando sucursales por todo el territorio. Tal estrategia es válida a nivel individual pero resulta neutralizada cuando se generaliza; más aún una estrategia generalizada y común a bancos nacionales, privados y extranjeros de apertura en un contexto de estancamiento o retroceso financiero como el descripto solo podría generar, como efectivamente ocurrió, mayores costos operativos. En otros términos más entidades y más sucursales implicaron necesariamente más empleo en el sistema financiero.

Los cambios producidos por la Reforma de 1977 no se apartan de la dinámica de comportamiento antes expuesta, aunque el conjunto de indicadores para el período 1977-1981 sostienen el argumento de que el aumento de los costos derivados de la expansión física del sistema financiero se vio más que compensado por el incremento del volumen operativo registrado en ese período. Se observa por ejemplo que el PBI del sector financiero por empleado registró un incremento entre 1977 y 1980 de practicamente el 100%.

Los efectos negativos de la Reforma sobre la eficiencia de la industria bancaria se presentan en realidad, como consecuencia de la inflexibilidad al ajuste que posee el sistema (tanto los bancos privados como públicos), una vez producida la crisis financiera de 1980 y en particular a partir de la licuación de pasivos de mediados de 1982.

Asimismo, desearía realizar algunos comentarios sobre aspectos puntuales del trabajo:

1) - El primero está referido a la metodología de determinación del número "viable" de entidades financieras en 1979. Los autores encuentran un número excesivo de bancos comerciales en relación a hipótesis de máxima y mínima que surgen entre otros supuestos de que el capital óptimo de los bancos debe ser igual al 5% (o el 4% en la hipótesis c) de los depósitos totales. Esta relación óptima se toma de sistemas financieras desarrollados, donde el contexto y las reglas de juego impuestas por la autoridad monetaria son completamente distintas al caso argentino. En particular el régimen imperante a partir de 1977 era de liberalización financiera (tasa nominal de interés no controlada por el B.C.R.A.) y garantía de los depósitos. Bajo estas condiciones el leverage óptimo desde el punto de

vista agregado y tomando en cuenta consideraciones de economía del bienestar debe ser necesariamente menor a 20, dado que el B.C.R.A. ante quiebra de alguna entidad del sistema debe responder por los pasivos de la misma.

Uno de los instrumentos que posee la autoridad monetaria para evitar una completa socialización de la pérdida derivada de la quiebra es justamente la fijación de un capital mínimo elevado.

2) - En relación con la incorporación de nueva tecnología, los autores destacan la paradoja de que el sistema financiero registre aumento de costos totales para la utilización de técnicas supuestamente más eficientes y ahorradoras de mano de obra. Este fenómeno puede explicarse si se considera que el objetivo de la incorporación tecnológica era esencialmente, diferenciar producto, no reducir costos y mejorar la competitividad vía precio. Por otra parte los precios relativos del capital y el trabajo en Argentina son completamente distintos a los de países desarrollados donde se ha venido registrando un aumento del costo de la mano de obra y una disminución del costo del equipamiento. En estos casos se puede conjeturar que la incorporación de tecnología informática baja efectivamente costos.

3) - Finalmente en relación con el tema de la subsistencia temporal de firmas que operan con elevado costo operativo medio, es decir sin que la rentabilidad se vea afectada, se pueden hacer las siguientes reflexiones.

- Podrían existir mecanismos por los cuales la ine-

ficiencia se exporta fuera de la firma y la industria, a través de condiciones no competitivas de negociación de compra-venta de insumos y productos. En particular, con respecto a la industria bancaria existe una importante bibliografía iniciada a partir de los trabajos de L. Chandler (1) y continuada por F. Edwards (2), A. Levenson (3) y D. Harris (4) entre otros.

- En segundo lugar, parte del déficit cuasi-fiscal del B.C.R.A. tiene como contrapartida un superávit del sistema financiero (público y privado). Este fue el caso por ejemplo de regímenes tales como el de la Cuenta Regulación Monetaria o mecanismos alternativos de financiación del déficit fiscal a través del sistema financiero que sustituyen el rol que debe cumplir un mercado de capitales de largo plazo.

Por último, y en relación con el comentario anterior, en condiciones cuasihiperinflacionarias, el sistema financiero tiene la posibilidad junto con el gobierno, de apropiarse de parte del impuesto inflacionario.

CUADRO 1

RELACION ENTRE MEDIOS DE PAGO Y TOTAL DE ACTIVOS FINANCIEROS DE PARTICULARES 1/

Períodos	9 en % -	
1950	75,0	
1	74,9	
2	75,3	75,0
3	75,4	
4	74,6	
5	74,8	
6	74,9	
7	74,7	75,6
8	75,2	
9	78,6	
1960	78,2	
1	76,2	
2	74,7	73,4
3	70,6	
4	67,5	
5	65,9	
6	65,7	
7	64,9	63,9
8	63,1	
9	60,1	
1970	57,8	
1	56,6	
2	50,2	53,0
3	50,8	
4	49,5	

CUADRO 1

(continuación)

Períodos	9 en % -	
1975	48,1	
6	49,6	
7	35,5	37,5
8	28,7	
9	25,7	
1980	25,4	
1	18,9	
2	20,6	22,8
3	25,2	
4	23,9	
5	26,0	26,0

1/ Activos financieros de particulares = medios de pago (M1) + depósitos y otros activos financieros a interés.
M1= billetes y monedas + depósitos en cuenta corriente de particulares.

FUENTE: Banco Central de la República Argentina.

CUADRO 2

INDICADORES DE PERFORMANCE DEL SISTEMA FINANCIERO

(1970 - 1985)

Períodos	PBI Sector Financiero	Dep. en términos reales	Número de casas bancarias	Número de empleados	PBI sec. finan. por empleado
			1970 = 100		
1970	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1971	100,6	91,1	103,9	106,0	94,9
1972	93,6	81,6	112,2	113,5	82,5
1973	104,5	95,4	120,5	124,3	84,1
1974	136,8	139,2	126,3	136,1	100,5
1975	99,6	85,0	123,9	147,1	67,7
1976	78,0	67,2	125,2	152,3	51,2
1977	110,1	91,3	158,8	151,9	69,2
1978	130,3	107,3	171,4	155,9	83,6
1979	149,8	120,6	181,8	159,8	93,7
1980	194,0	153,4	181,2	167,9	115,5
1981	173,6	143,2	183,5	165,8	104,7
1982	125,8	90,9	188,7	164,4	76,5
1983	86,3	66,1	199,2	163,7	52,7
1984	78,2	69,6	203,4	167,0	46,8
1985	74,8	94,4	187,5	164,9	45,4

FUENTE: Banco Central de la República Argentina

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

1/ L. Chandler: Monopolistic Elements in Comercial Banking, JPE 1938.

2/ F. Edwards: Concentration in Banking and its Effects on Business Loan Rates. Rev. Ec. Stat, Aug, 1964.

3/ A. Lavenson: Interest Rates and Cost Differentials in Bank Lending to small and large Business. Rev. Ec. Stat, 1962.

4/ D. Harris: Credit Rationing at Commercial Banks, JMCB, May 1976.

ENSAYOS ECONOMICOS
N° 40

UNA ESTIMACION ALTERNATIVA DE LOS AGREGADOS MONETARIOS EN LA ARGENTINA.*

por José A. Delfino

I. INTRODUCCION

El propósito de este trabajo es efectuar una estimación alternativa de los agregados monetarios de Argentina basada en los recientes desarrollos de la teoría económica de los números índices, examinar sus propiedades mas importantes y sugerir lineas de acción para comparar los resultados obtenidos con los convencionales, evaluando sus aptitudes para cumplir las funciones que generalmente se asigna al dinero.

La cantidad de activos monetarios existente en el sistema económico y algunos indicadores de su comportamiento, como el ritmo de crecimiento y su velocidad de circulación, constituyen variables claves en las decisiones de política monetaria y un determinante esencial en los procesos de optimización de las unidades económicas. Por este motivo su definición precisa y una cuantificación consistente parecen ser temas básicos en el análisis económico.

Aunque no es fácil definir el dinero en forma concluyente debido a la naturaleza compleja de los diferentes activos monetarios, a la frecuente aparición de nuevos instrumentos y a los cambios recientes en las prácti

*Trabajo presentado en las IX Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo, 23 y 24 de Abril de 1987 - ORGANIZADAS POR EL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA

cas financieras, se ha generalizado el empleo de ciertos agregados convencionales que agrupan clases similares de activos monetarios con fines analíticos, lo que de alguna manera implica suponer que las unidades económicas consideran al dinero definido de ese modo como un producto determinado en sus estrategias de optimización.

La preparación de esos agregados ha recibido, en cambio, una atención menor ya que por lo general se calculan mediante la suma simple de sus componentes, ignorando que distintos instrumentos combinan atributos de liquidez y depósito de valor en proporciones variadas, brindando a sus tenedores diferentes servicios y convirtiéndolos en sustitutos imperfectos.

Si se admite que los servicios que proporcionan los activos monetarios tienen un precio implícito por lo menos equivalente al costo de oportunidad de la mejor alternativa de inversión perdida y que sus tenencias se determinan con criterios de optimización económica, no es correcto agregarlos mediante la suma simple pues en realidad ese procedimiento significa construir números índices que derivan de una función de preferencias particularmente restrictiva y suponen además sustituibilidad perfecta entre todos sus componentes, asignando a cada uno de ellos una ponderación igual y constante.

El comportamiento de las unidades económicas, que reemplazan activos líquidos cuando sus costos aumentan debido a una caída en sus rendimientos por sustitutos más lejanos del dinero, por ej., parece sugerir la presencia de un efecto ingreso negativo provocado por la reducción de los servicios monetarios que el índice de suma fija ignora, pues no acusa ningún cambio en esas circunstancias.

Por estos motivos parece conveniente complementar los métodos de agregación de suma simple con fórmulas más flexibles consistentes con la conducta optimizadora

de las unidades económicas, que tienen un contenido conceptual más amplio y proporcionan una medida de los servicios financieros antes que del stock de activos monetarios. Este trabajo es un primer esfuerzo orientado en esa dirección y está organizado de la siguiene forma: en la primera sección se presentan los modelos de optimización en el consumo empleados en la teoría económica de los números índices, que se resumen en la segunda; en la siguiente se definen los activos monetarios considerados, la forma de cálculo del precio de sus servicios, las fuentes de información y los resultados obtenidos; en la cuarta se comparan las propiedades de los agregados monetarios calculados empleando índices económicos con los convencionales de suma simple y en la última se resumen las conclusiones.

II. MODELOS DE OPTIMIZACION EN EL CONSUMO

1. ANALISIS DE PERIODO UNICO

Los modelos que se ocupan del comportamiento del consumidor suponen que este tiene un orden de preferencias en el consumo de bienes que satisface las condiciones de continuidad, monotonicidad y cuasiconcavidad y que maximiza la utilidad que puede alcanzar asignando su ingreso monetario limitado a la compra de un conjunto determinado de bienes a precios dados. Su orden de preferencias se representa en este caso por una función de utilidad continua $U = f(X)$ tal que $U: E^n \rightarrow E$ y se simboliza así:

$$\max \{ F(X): PX \leq Y;\ X \geq 0 \} = x(P;Y) \qquad (1)$$

donde E^n_+ es el enésimo ortante positivo en el espacio Euclideano n dimensional, $X = \{ X1,\ldots,Xn \} \in E^n$ el conjunto de bienes, $P = \{ P1,\ldots,Pn \} \in E^n_+$ el vector de precios estrictamente positivo e $Y \in E^1_+$ el ingreso monetario. Bajo tales condiciones el problema de optimización anterior tiene como solución el conjunto de funciones marshallianas de demanda $X_i(P;Y)$ para $i=1,\ldots,n$. La "función indirecta de utilidad" se define a su vez de este modo:

$$V(P/Y) = \max \{ U(X): (P/Y) = T; X = 0 \} = X(P/Y) \quad (2)$$

donde $(P/Y) \in E^n_+$ es el vector de precios normalizados. La solución a este problema proporciona, por su parte, las funciones indirectas de demanda $X_i(P/Y)$, $X_i : E^n \to E$ que indican las cantidades de cada bien que demanda el consumidor en esas condiciones de precios e ingreso 1/.

Un enfoque alternativo de la conducta del consumidor consiste en suponer que el individuo selecciona la combinación de bienes que minimiza el gasto necesario para alcanzar un determinado nivel de utilidad, lo que se simboliza así:

$$e(P;U) = \min \{ PX: f(X) = U, X = 0 \} = h(P;U) \quad (3)$$

donde f(X) y P satisfacen las condiciones expuestas en el parrafo anterior, h(P;U) es el vector de demandas

compensadas o hicksianas y e(P;U) la "función de gasto mínimo" del consumidor.

Finalmente, un resultado menos conocido pero de gran importancia, es la "función indirecta de gasto mínimo", dual a e(P;U). La minimización del gasto en el espacio de los precios, que se presenta de este modo:

$$f(U;X) = \min \{ PX: V(P) = U;\ P = 0 \} = h(U;X) \cdot X \quad (4)$$

proporciona las funciones indirectas de demandas compensadas, que determinan los precios imputados correspondientes al proceso de optimización primal expuesto en (1). Por lo tanto, la expresión anterior puede considerarse el costo mínimo de una combinación determinada de bienes que proporciona el nivel de utilidad U, valuados a los precios sombra P = h(U;X) (Blackorby, Primont y Rusell, 1978).

II. 2. LA ASIGNACION INTERTEMPORAL

Los modelos de asignación intertemporal, que constituyen una extensión del análisis anterior, suponen a su vez que el consumidor tiene un horizonte de planeamiento de varios períodos y maximiza su utilidad con sujeción a las restricciones de riqueza, determinando las compras de consumo corriente, la oferta de servicios productivos y la demanda de activos monetarios y tenencia de bonos (equivalente a las demandas de consumo futuro, que constituyen excedentes del período y que se transfieren al próximo de ese modo).

En su importante contribución al estudio de los agregados monetarios, Barnett (1980) propuso un modelo

de optimización suponiendo que el consumidor efectúa un replanteo continuo de sus decisiones de gasto y generación de recursos, presentándolo para el período s ($t \leq s \leq t+T$) de esta manera:

$$\max U(M_t,\ldots,M_{t+T};X_t,\ldots,X_{t+T};A_{t+T}) \qquad (5)$$

sujeto a:

$$P_s X_s = W_s L_s + \sum_i^n \{[1+r_{(i,s-1)}]P_{(s-1)} \cdot M_{(i,s-1)} - P_s M_{is}\} + [1+R_{(s-1)}] P_{(s-1)} A_{(s-1)} - P_s A_s]$$

en el que el subíndice s representa el período y donde X_s es el consumo de bienes, P_s el precio esperado de los bienes y el de renta de los durables, M_{is} la tenencia planeada del i-ésimo activo monetario durante el período, r_{is} la tasa de rendimiento nominal esperada (incluidas ganancias y pérdidas de capital), A_s la tenencia planeada de bonos, R_s su rendimiento esperado, L_s la oferta de trabajo y W_s el salario 2/.

Resolviendo la restricción presupuestaria para A_s se obtiene una expresión analítica que permite calcular los precios de los servicios que proporcionan los distintos activos monetarios y que para el período t es la siguiente:

$$P_{it} = P_t(R_t - r_{it})/(1 + R_t) \qquad (6)$$

El trabajo examina luego las características del proceso de maximización bajo el supuesto de que la función de preferencias es débil separable en sus argumen-

tos. En ese caso el proceso expuesto en el punto anterior puede desarrollarse por etapas, lo que significa que los individuos seleccionan las combinaciones de bienes que satisfacen las condiciones de punto máximo no resolviendo el problema de optimización a partir de las variables elementales, sino determinando en una primera etapa el monto a gastar en cada categoría de bienes y luego asignando la suma imputada a cada grupo entre sus componentes.

Si la función de utilidad fuera débil separable en bienes y activos monetarios de cada período, podría expresarse así: $U_t = U_t \{ u_t(M_t), u_{t+1}(M_{t+1}),\ldots, u_{t+T}(M_{t+T}); v_t(X_t), v_{t+1}(X_{t+1}),\ldots, v_{t+T}(X_{t+T}); A_{t+T} \}$, para ciertas funciones u_i y v_i estrictamente crecientes, linealmente homogéneas y estrictamente cuasicóncavas 3/ y si también fuera débil separable en bloque entre los activos monetarios correspondientes al período t, la expresión simbólica de la subfunción de utilidad sería esta otra 3/.

$$u_t(m_t) = u_t \{ u_1(m_{1t}), u_2(m_{2t}),\ldots,u_n(m_{nt}) \} \qquad (7)$$

con u_j linealmente homogénea para todo j.

Suponiendo que m_t mide el dinero para transacciones (o depósitos a la vista, por ej.) y m_{it} los depósitos a plazo en distintas entidades financieras que se desea agregar en una sola categoria, el proceso de optimización por etapas debiera comenzar determinando los niveles de m_{1t} y M_{2t} que maximizan la función de utilidad $u_t(m_t) = u_t \{ m_{1t}, u_2(M_{2t}) \}$ igual a $u_t(m_t)=u_t(m_{1t}, M_{2t})$ con sujeción a la siguiente restricción presupuestaria: $p_{1t} m_{1t} + P_{2t} M_{2t} = M_t$ (donde M_{2t} es la función indirecta de utilidad correspondiente a la subfunción $u_2 \{ m_{2t},\ldots,m_{nt} \}$ y $P_{2t}(p_{2t},\ldots,P_{nt})$ la de gasto mínimo resultante del proceso de maximización de esta última.

La solución permite al consumidor distribuir el gasto total M_t entre los activos a emplear con fines transaccionales (m_{1t}) y el agregado de los depósitos a plazo en todas las instituciones financieras (M_{2t}). La segunda etapa consiste en asignar los fondos entre las distintas entidades de ahorro, lo que requiere maximizar la función de preferencias $u_2 = u_2(m_{21t},\ldots,m_{2nt})$ sujeta a la restricción presupuestaria: $p_{s1t}\ m_{21t}+\ldots+p_{2nt}\ m_{2nt} = P_{2t}\ M_{2t}$.

Las condiciones de separabilidad garantizan que la solución de punto máximo es la misma, bien sea que la optimización se realice en forma directa o por etapas. En general, la función de preferencias $\{ M_{2t} = u_2(m_{2t}) \}$ es el agregador de cantidades y la de gasto mínimo $\{ P_{2t} = P_2(p_{2t}) \}$ el de los precios. Este proceso de optimización bietápico que puede extenderse a un número mayor seleccionando bloques débilmente separables dentro de cada argumento a partir de la función original, reviste gran importancia en la construcción de los subíndices económicos que se intenta emplear en este trabajo. El resultado final puede resumirse diciendo que cuando las funciones de preferencia son separables, el consumidor actúa "como si" estuviera tomando decisiones por etapas, aunque en realidad no lo tenga en cuenta.

III. LA TEORIA ECONOMICA DE LOS NUMEROS INDICES

El empleo de los números índices deriva de la necesidad de expresar en forma cuantitativa complejos constituidos por unidades individuales para los que no existen unidades físicas comunes (vgr. la agrupación de bienes en la teoría de la demanda o de factores en la de la producción).

La teoría económica de los números índices ha demostrado formalmente que existen precisas relaciones en-

tre los distintos indicadores y las funciones de agregación en el sentido de que cada función de utilidad o producción tiene asociada una fórmula específica de números índices que agrega los valores de equilibrio correspondientes a situaciones de precios y cantidades diferentes y viceversa (Diewert, 1976, Lau, 1979, etc.).

El índice económico de precios (que se examina primero pues tiene un mayor contenido intuitivo) generalmente se define como el cociente entre los gastos mínimos necesarios para adquirir el conjunto de bienes que permite alcanzar un nivel de utilidad o producción determinado en dos oportunidades de precios distintas, y se simboliza así:

$$P \{ P_1, P_o; F(X^a) \} = P(P_1, P_o, U^a) \qquad (8)$$

donde P_i para i=0,1 representa el vector de precios de los bienes y servicios vigentes en cada período y $F(X^a) = U^a$ un nivel de utilidad determinado. Empleando las funciones de gasto mínimo correspondientes al proceso de optimización presentado en (3), se obtiene la siguiente expresión formal:

$$P \{ P_1, P_o; U^a \} = e(P_1; U^a)/e(P_o; U^a) \qquad (9)$$

donde se aprecia que este índice económico es una función de los precios de los bienes en las situaciones 0 y 1 y del nivel de utilidad seleccionado como punto de referencia 4/. También es fácil darse cuenta ahora que la expresión analítica del índice de precios depende directamente de la especificación de la función de agregación ya que su fisonomía es la que determina en última instancia la correspondiente función de gasto 5/.

El índice económico de cantidades se define a su vez como el cociente entre los gastos mínimos necesarios para adquirir los conjuntos de bienes correspndientes a dos niveles de utilidad y para una determinada situación de precios de referencia. Simbólicamente se expresa así:

$$Q \{ Q_1, Q_o ; P^a \} = f(U_1 ; P^a) / f(U_o ; P^a) \qquad (10)$$

donde $f(U_i ; P^a)$ representa la función indirecta de gasto correspondiente a los niveles de bienestar 0 y 1 examinada en (4) 6/. Este indicador puede calcularse también deflactando los gastos totales con el índice de precios correspondiente a dos situaciones de equilibrio optimizador 7/.

Los índices homotéticos son consistentes, en el sentido de que satisfacen las pruebas sistematizadas por Fisher, basadas en el comportamiento analógico del precio o la cantidad de un solo bien y destinados a determinar las propiedades deseables de los agregados 8/. Una de ellas, conocida como el test de "reversión de factores", muestra que los indicadores homotéticos son duales y por consiguiente el índice de cantidades puede obtenerse dividiendo el gasto total por el de precios o alternativamente éste último puede calcularse a partir de aquél.

Es fácil comprobar ahora que un índice de cantidades de Laspeyres es consistente con una función de agregación del tipo Leontieff, uno geométrico con una Cobb Douglas y uno del tipo Tornqvist - Theil - Divisia con una translogaritmica, por ej. En efecto, si la función de agregación fuera de proporciones fijas el proceso de optimización postularia la minimización del gasto con sujeción a la siguiente función de preferencias: $U^a = \min (X_i / b_i)$ para todo $b_i > 0$; las condiciones de primer orden requieren que las derivadas de la función de

Lagrange sean iguales a cero, vale decir: $\gamma L/ \partial Xi=P_i - \lambda b_i = 0$ y $\partial L/ \partial\lambda = U_i/b_i - U^a = 0$, de las que se obtienen $b_i = (P_i/P_i)b_j$ y $X_i = U.b_j(P_j/P_i)$, cuya sustitución en la función objetivo proporciona el gasto mínimo $e(P;U^a) = U^a \sum_i^n b_i P_i$ que reemplazado en (4) define el índice de costo de vida de Laspeyres, cuya expresión analítica es la siguiente:

$$P(P_1,P_o;U^a) = \sum_i^n b_i P_i^1 / \sum_i^n b_i P_i^o \qquad (11)$$

y donde las b_i representan las ponderaciones del período de referencia. Si la función de agregación fuera del tipo Cobb Douglas ($U = \prod_1^n X_i^{a_i}$) la presentación del problema seria similar, las condiciones de optimización estas otras:

$$\partial L/ \partial X_i = P_i - \lambda (U^a/X_i) = 0 \text{ y } \partial L/ \partial\lambda = \prod_1^n X_i^{a_i} - U^a = 0,$$

las funciones de gasto mínimo $e(P;U) = \prod_1^n p_i^{a_i}$ y el índice de precios uno de tipo geométrico de la forma:

$$P(P_1,P_o;\ U^a) = \prod_1^n (P_i^1/P_i^o)^{\alpha i} \qquad (12)$$

Finalmente, si se tratara de una función translogarítmica del tipo $\ln c(P;U) = A_o + \sum_1 A_i \ln P_i + \sum \sum_{1\ j} B_{ij} \ln P_i \ln P_j$, el proceso de optimización es más complejo (Diewert, 1976, pág. 119) pero el resultado similar, ya que definiendo las condiciones de equilibrio y eliminando los multiplicadores de Lagrange se obtiene la siguiente expresión:

$$P(P_1,P_o;U^a) = \prod_1^n (P_i/P_i)^{1/2\ (v_i^1+v_i^o)} \qquad (13)$$

donde $v_i^j = P_i X_i^j / PX^{jj}$ es la proporción que representa el gasto en el i-ésimo producto durante el j-ésimo período en relación al total. El miembro de la derecha es un índice de precios dual al de cantidades considerado por Tornqvist en 1936 y utilizado empíricamente como una aproximación discreta al Divisia continuo. Tomando logaritmos, se transforma en este otro:

$$\log c(P_1) - \log c(P_o) = 1/2 \sum_1^n (V_i^1+V_i^o)(\ln P_i^1 - \ln P_i) \qquad (14)$$

que se conoce como índice de Tornqvist - Theil - Divisia y tiene una interpretación bastante simple, pues muestra que su tasa de cambio es un promedio de las variaciones porcentuales de cada uno de sus componentes, ponderadas por su participación en el gasto total 9/.

Si la función de agregación fuera estrictamente separable (Blackorby, Primont y Russell, 1978) es posible construir subíndices de precios y cantidades que tienen las mismas propiedades que los anteriores, resultado de gran interés para la justificación teórica de los agregados monetarios que se calculan en este trabajo.

IV. CALCULO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS Y DEL PRECIO DE SUS SERVICIOS

Los agregados monetarios convencionales se construyeron sumando los activos de características similares en la forma propuesta por el Banco Central para los primeros niveles y llamando L al más amplio, que incluye otros instrumentos de menor liquidez en poder de particulares, para los que existe información disponible.

Los superlativos se calcularon para los mismos niveles de agregación empleando un índice de cantidades de Tornqvist - Theil - Divisia (TTD) dual al considerado en (14), de la forma:

$$\log M_t - \log M_{(t-1)} = 1/2 \sum_{1}^{n} \{ v_i + v_{i(t-1)} \} [\log M_{it} - \log M_{i(t-1)}] \qquad (15)$$

en el que t es el período de tiempo, M_i es i-ésimo activo monetario y v_i la proporción que representa su costo de uso en relación al valor total de los servicios monetarios.

Es fácil advertir a partir de estas formas de cálculo, que los agregados de suma simple miden el stock de activos monetarios, mientras que los que emplean índices superlativos proporcionan una expresión cuantitativa del flujo de servicios monetarios que prestan sus componentes.

El índice M_1 incluye los billetes y monedas en poder del público y los depósitos a la vista. M_2 agrega al anterior los depósitos en caja de ahorro y a plazo fijo

regulados, aunque no desagregados por tipo de entidad (bancos, compañías financieras, cajas de crédito y sociedades de ahorro y préstamo), debido a falta de información adecuada. M_3 incluye los conceptos anteriores más las aceptaciones bancarias y los depósitos a plazo fijo a tasa libre y finalmente L constituye la medida de activos liquidos más amplia, que agrega a la anterior los depósitos ajustables con cláusula dólar o índices de precios, las letras de tesorería en poder de particulares y las letras telefónicas. Los datos correspondientes a los años 1984 a 1986 se obtuvieron del Apéndice estadístico de Carta Económica (agosto 1986) y los anteriores, que abarcan el período 1976 a 1983 y empleados subsidiariamente, de las Memorias Anuales del Banco Central y de varios números del Boletín Estadístico de la misma institución.

El precio de los servicios de un activo monetario comentado en (6) puede obtenerse de una manera más simple e intuitiva, considerando que su valor debiera igualar al costo de conservarlo, vale decir: $P_{it} + R_{it} + O_{it} = R_{bt} + G_{it}$, donde los subíndices i y t representan la clase de activo y período de tiempo, P el rendimiento implícito que proporciona, R el interés y las ganancias o pérdidas de capital, 0 otros ingresos no monetarios, Rb su costo de oportunidad y G los gastos de conservación (Cockerline y Murray, 1981). Reordenando la expresión anterior se obtiene esta otra: $M_{it} = (R_{bt} - I_{it}) + (G_{it} - O_{it})$ para $R_{bt} > R_{it}$. Definiendo luego las variables como tasas de rendimiento, ingresos y gastos y suponiendo que la discrepancia entre otros ingresos y gastos de conservación no es significativa, el valor de los servicios puede finalmente expresarse así:

$$p_{it} = (r_{bt} - r_{it})/(1 + r_{bt}) \qquad (16)$$

Este es el costo de uso o precio de renta de los

activos monetarios empleado para construir los índices superlativos. Los intereses (r_i) necesarios para calcularlo se obtuvieron en su mayoría del Informe Financiero Mensual y de los Indicadores de Coyuntura de Fiel, excepto para efectivo y depositos a la vista, que tienen un rendimiento cero. De allí provienen también las tasas de interés de depósitos a plazo fijo (por lo general a 30 días), caja de ahorro, aceptaciones bancarias y depósitos ajustables. De la misma fuente se obtuvieron los rendimientos de letras telefónicas y de las Memorias Anuales y Boletines Estadísticos del Banco Central los correspondientes a las de Tesorería.

El costo de oportunidad de los activos monetarios (r_b) por lo general se mide por el rendimiento esperado de un activo de muy baja o nula monetización 10/. Es un indicador representativo de la mejor alternativa de inversión disponible en el sistema económico y en este trabajo se ha representado por el rendimiento de las acciones de sociedades de capital o el de los activos monetarios comprendidos en el agregado L, el que sea mayor, vale decir:

$$r_{bt} = \max [r_{bct}, r_{it}] \text{ para } i = 1,\ldots,n \qquad (17)$$

donde r_{bct} es el índice de valor de las acciones negociadas cada mes en la Bolsa de Comecio de Buenos Aires y r_{it} la tasa de rendimiento del i-ésimo activo monetario 11/.

El trabajo se ocupa del período de 31 meses comprendido entre comienzos de 1984 y 1986 debido esencialmente al fácil acceso a la información y a la diversidad de activos monetarios que lo caracterizaron, en relación a otros.

TABLA 1

AGREGADOS MONETARIOS DE SUMA SIMPLE Y DIVISIA

Período	M1	M3	M3D	L	LD
1	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
2	1.265	1.360	1.324	1.331	1.312
3	1.445	1.532	1.500	1.529	1.494
4	1.674	1.693	1.682	1.744	1.685
5	1.951	1.940	1.930	2.017	1.934
6	2.265	2.236	2.215	2.309	2.218
7	2.807	2.741	2.718	2.780	2.713
8	3.168	3.241	3.129	3.278	3.125
9	3.566	3.736	3.558	3.982	3.555
10	3.771	4.150	3.887	4.206	3.834
11	4.325	4.876	4.523	4.856	4.425
12	5.843	6.102	5.893	5.919	5.675
13	6.951	7.430	7.098	7.089	6.806
14	7.891	8.817	8.253	8.470	7.938
15	9.132	10.376	9.645	10.000	9.285
16	10.951	13.204	11.697	12.699	11.262
17	12.831	16.919	14.149	16.596	14.598
18	19.855	23.736	20.820	22.896	21.313
19	29.204	31.328	27.924	29.044	28.007
20	30.698	34.731	29.748	31.143	29.182
21	32.542	38.166	31.042	33.390	29.936
22	35.807	41.957	33.501	36.354	31.699
23	39.530	45.446	36.439	38.820	34.131
24	43.975	48.252	39.952	40.896	37.108
25	47.831	51.677	43.058	43.672	39.892
26	47.831	54.854	43.627	46.300	40.393
27	47.602	57.951	44.148	48.896	40.875
28	49.590	61.521	46.374	52.040	42.974
29	53.879	64.768	49.362	54.941	45.801
30	57.650	69.844	53.009	59.107	49.130
31	63.144	74.725	57.306	63.179	53.097

El subíndice D representa los índices de Tornqvist-Theil Divisia.

Los agregados monetarios que se presentan en la Tabla 1 fueron normalizados con el propósito de facilitar las comparaciones entre los índices de suma simple y los superlativos. Los resultados muestran, en líneas generales, que el crecimiento de los agregados Tornqvist - Theil - Divisia es apreciablemente menor que el de los de suma simple y que dentro de aquellos el que tiene un nivel intermedio de agregación acusa un ritmo de crecimiento superior. En efecto, el aumento de M3 fue casi un tercio mayor que el de M3D, mientras que L superó a LD poco menos de un quinto (en rigor las diferencias fueron del 30.4 y 19.0o/o respectivamente).

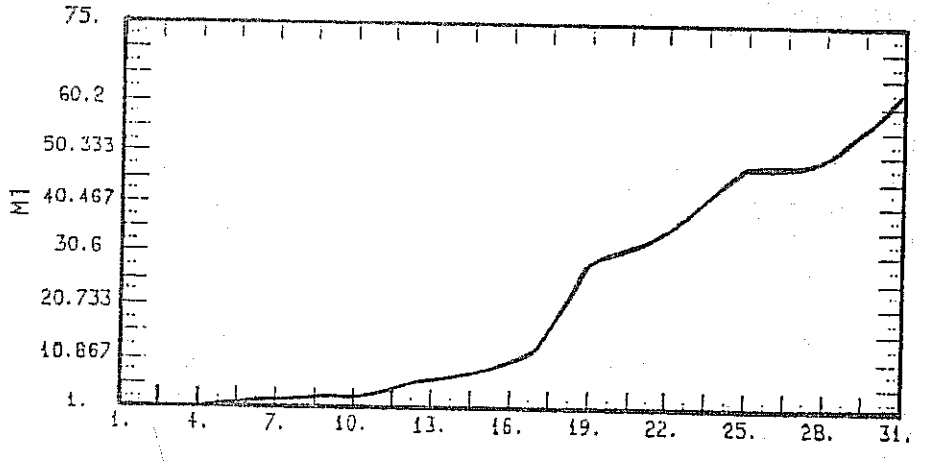
Esta misma situación se aprecia en las figuras 1 a 3 en las que se presenta la evolución de todos los agregados monetarios calculados en el trabajo. La primera de ellas sólo comprende a M1, pues su comportamiento es idéntico al indicador superlativo correspondiente. La segunda, presenta la evolución de M3 y M3D y es la que muestra la discrepancia más grande entre el crecimiento del índice de suma simple y el Tornqvist - Theil - Divisia. Es muy probable que esto se deba al comportamiento irregular de varios activos de moderada liquidez que componen el agregado más amplio y L que no estuvieron en vigencia a lo largo de todo el período examinado, distorsionando su trayectoria.

La dualidad que existe entre índices económicos de precios y cantidades permitió calcular subsidiariamente el costo de uso de los servicios monetarios proporcionados por los activos comprendidos en el agregado M3D, cuya evolución se muestra en la figura 9.

V. COMPARACION DE LOS DISTINTOS AGREGADOS MONETARIOS

Las secciones anteriores muestran que los agregados monetarios superlativos tienen una justificación teórica más adecuada que los de suma simple y que los resultados

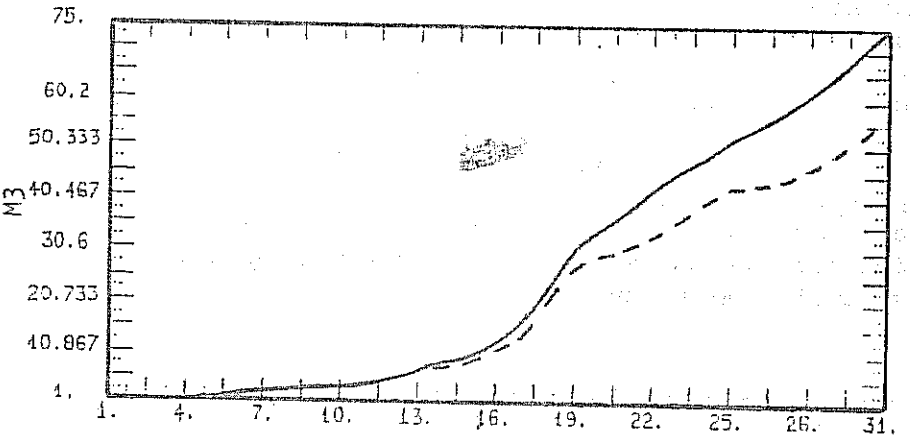
Evolución de los agregados monetarios



M1

Figura 1

Evolución de los agregados monetarios



M3
---M3D

Figura 2

Evolución de los agregados monetarios

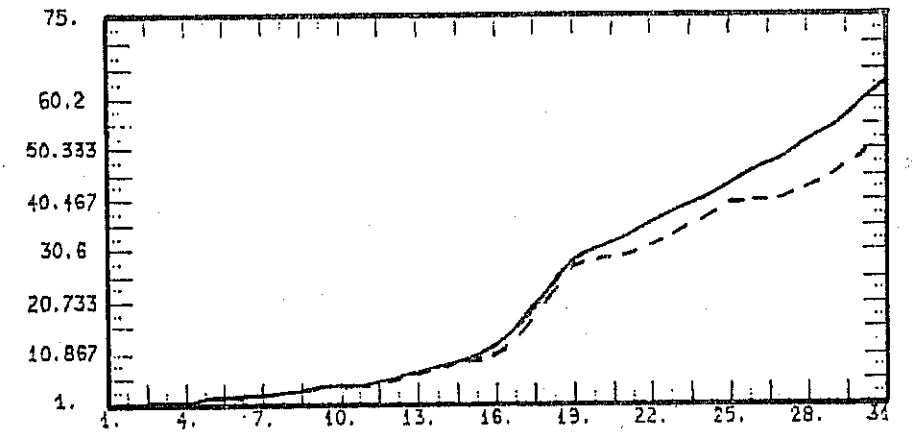


Figura 3

que proporcionan son bastante diferentes. Por este motivo es importante averiguar cuál de ellos cumple mejor las funciones que tradicionalmente se asignan al dinero. Esto generalmente se hace examinando la consistencia de su comportamiento, el contenido informativo de cada uno de ellos y las relaciones de causalidad que los vinculan con otros indicadores relevantes.

1. CONSISTENCIA DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO

Como lo anticipaba la discrepancia entre la evolución de los agregados de suma simple y la de los superlativos, sus tasas de crecimiento tienen también comportamientos diferentes. En la figura 4 que muestra la evolución de M1 y M3 se aprecia que la trayectoria del primero en gran parte del período está inversamente rela-

cionada con la de M3, lo que podría sugerir medidas de política monetaria discrepantes según la definición de dinero que se adopte. Esta situación no se presenta con los índices superlativos pues M1D y M3D exhiben un comportamiento similar, como se aprecia en la figura 4. Una relación parecida existe entre M3 y L y sus contrapartidas TTD, pues éstos últimos tienen un comportamiento virtualmente idéntico, mientras que los agregados de suma simple muestran una conducta divergente en gran parte de su recorrido.

Esta discrepancia limita la utilidad de los agregados convencionales en el control de los medios de pago, pues todo intento destinado a reducir el ritmo de aumento de M1 por lo general estará asociado a un incremento en la tasa de crecimiento de los agregados más amplios y viceversa.

Tasas de crecimiento del dinero

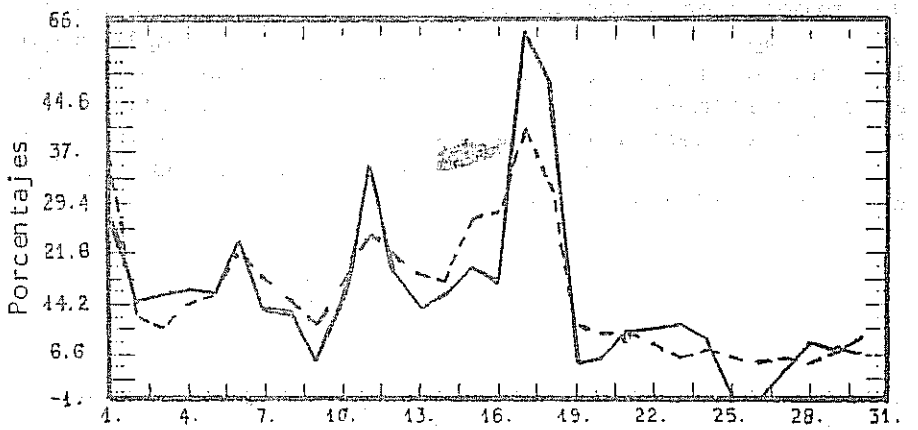
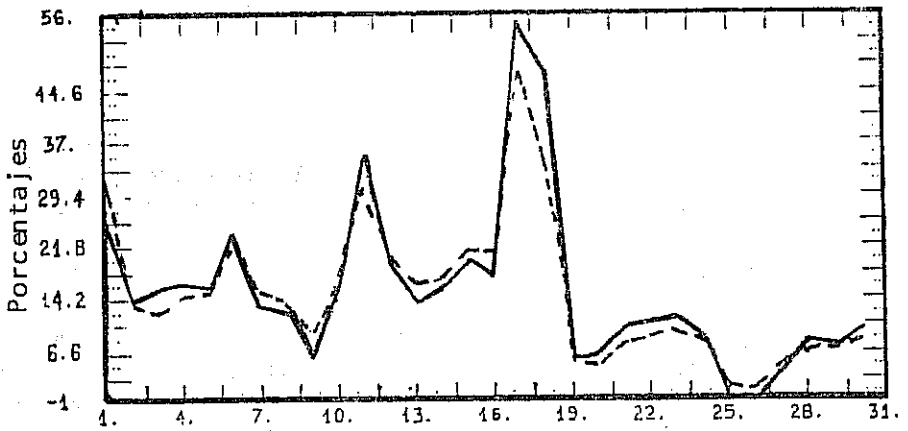


Figura 4

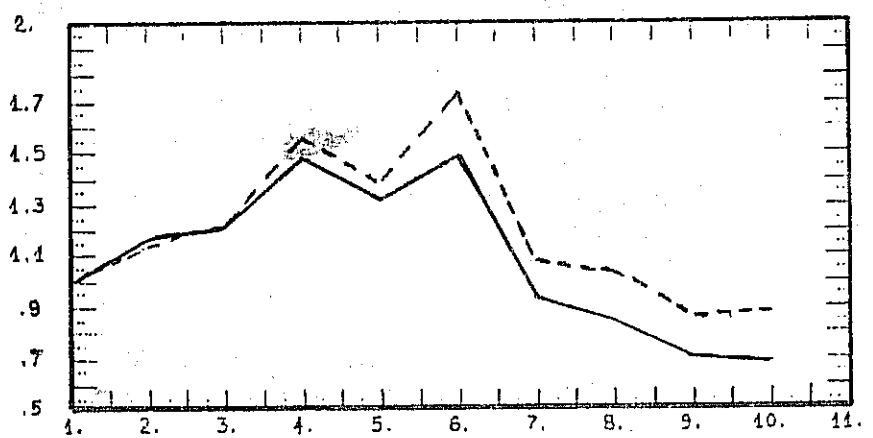
Tasas de crecimiento Indices T-T-D



M1D
---M3D

Figura 5

Velocidad de Circulación



M3
---M3D

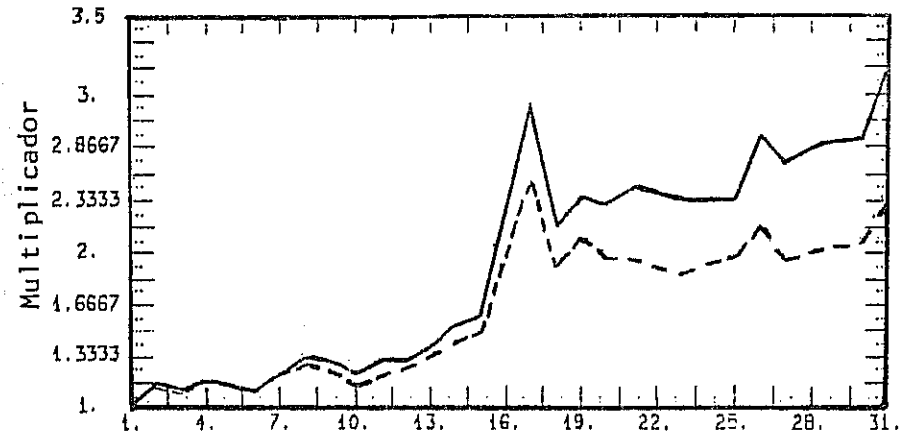
Período
Figura 6

2. EVOLUCION DE LA VELOCIDAD PRODUCTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS

La velocidad de circulación del ingreso también es distinta según se la mida con los índices convencionales o con los superlativos. Esto se aprecia en la figura 6 en la que se muestra la evolución de la velocidad producto calculada con M3 y M3D para cada trimestre y normalizada en el primer período de 1984. Los resultados señalan que el último indicador aumenta más rápidamente que el anterior hasta mediados de 1985 (en que se instrumenta el Plan Austral) y luego declina a un ritmo menor, lo que representa un comportamiento más consistente que el del agregado convencional.

Este comportamiento tiene, además, sentido económico y estaría confirmando que el dinero definido de este modo es considerado como un bien por las unidades económicas en sus decisiones de optimización. En efecto, teniendo en cuenta que el agregado comprende ciertos activos con rendimientos controlados y que tiene numerosos sustitutos, es de esperar que en épocas de alta inflación y elevados rendimientos de activos competitivos exista un desplazamiento hacia estos últimos, pues el costo de uso de los servicios monetarios aumenta. Esto genera un efecto ingreso negativo que reduce el flujo de servicios financieros y provoca una caída en la liquidez global del sistema. Por este motivo puede esperarse que el índice TTD crezca relativamente menos en épocas de alta inflación y por consiguiente la velocidad de circulación sea mayor que la derivada de los de suma simple y viceversa.

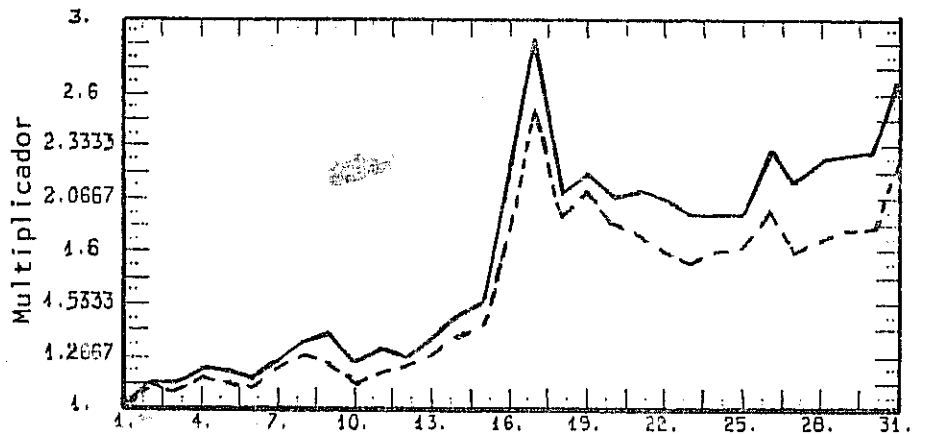
Multiplicador de la base monetaria



M3
---M3D

Figura 7

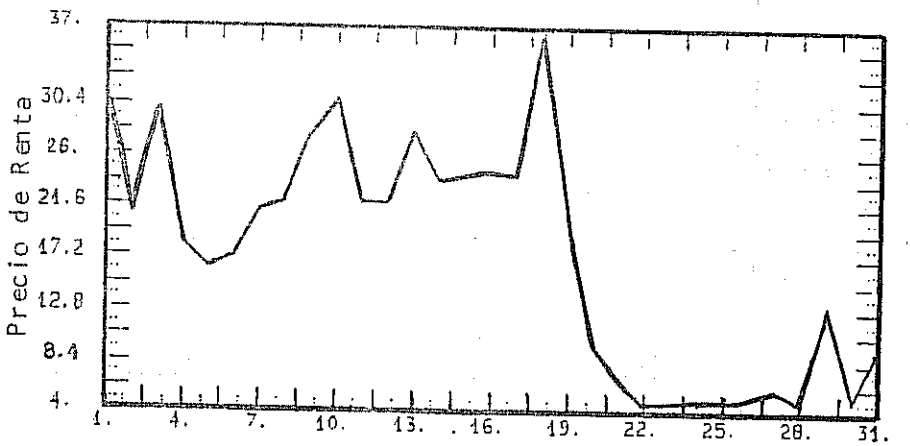
Multiplicador de la base monetaria



L
---LD

Figura 8

Costo de uso del dinero



Período
Figura 9

3. ESTABILIDAD DEL MULTIPLICADOR DE LA BASE MONETARIA

En la figura 7 se presenta la evolución del multiplicador de la base monetaria (que incluye billetes y monedas, efectivo en el sistema financiero y depósitos en cuenta corriente en el Banco Central) calculado empleando los agregados monetarios de suma simple M3 y el índice superlativo M3D. Allí se aprecia que el multiplicador para este último es bastante estable a lo largo del tiempo, con excepción de la primera parte del año 1985, y que sus fluctuaciones mostrarían un comportamiento más consistente con el ciclo de la tasa de interés que el que insinúa el calculado con el agregado de suma simple. El multiplicador de la base monetaria para este último, por otra parte, dista mucho de ser estable.

4. EL CONTENIDO INFORMATIVO DEL INDICE

Un atributo potencial del dinero es que contiene información relevante sobre las variaciones del ingreso nominal. Por consiguiente, su eficiencia como indicador de los cambios en el nivel de actividad será mayor mientras más representativas sean sus mediciones.

La teoría de la información empleada para comparar las propiedades de los diferentes agregados monetarios es relativamente simple y se asienta en el contenido en información de una variable aleatoria con respecto a otra, que se define como la diferencia entre la incertidumbre esperada de la primera y la incertidumbre esperada de la primera condicionada por la segunda. Esta medida de información para un modelo bivariante en el que el ingreso nominal (Y) y el dinero (M) representan vectores conjuntos normalmente distribuidos de n observaciones cada uno, asociada a supuestos de variancia constante, ausencia de correlación entre M e Y y autocorrelación cero, permite expresar el contenido de información esperada de M con respecto a Y así (Cockerline y Murray, 1981):

$$I_y \Big|_m = 0.5 \qquad \ln[1/(1 - R2)] \qquad (18)$$

donde R2 es el coeficiente de determinación del modelo $Yt = a + bM + e$, en el que e es una variable aleatoria con media cero, variancia constante y no autorrelacionada. Como esta condición es muy probable que no se cumpla entre estas variables, se aplicó una transformación autorregresiva de primer orden ajustando la ecuación anterior con un modelo AR1 que relaciona el producto bruto interno a precios de mercado con las distintas definiciones de M. Los resultados obtenidos se muestran en la Tabla 2.

Tabla 2

Contenido en información de distintos agregados monetarios

Agregado	R2	DW	r	Agregado	R2	DW	r
M1	0.507	2.242	0.756	M1D	0.507	2.242	0.756
M2	0.693	1.965	0.701	M2D	0.821	2.260	0.529
L	0.778	2.020	0.659	LD	0.882	2.313	0.433

Allí se aprecia que L es el agregado monetario con mayor contenido informativo entre los de suma simple y LD entre los superlativos y que el contenido en información es en general más alto cuando se emplean los índices del tipo TTD que los de suma simple. Un análisis similar puede hacerse con respecto a otras variables relevantes, como la tasa de inflación y la de desempleo, por ej. (Barnett, 1982) 12/.

5. ANALISIS DE CAUSALIDAD

Desde una perspectiva monetarista, la oferta de dinero tiene una influencia decisiva en la determinación del nivel de actividad económica. Con el propósito de contrastar empíricamente esta proposición Sims (1972) propuso un test de causalidad entre los agregados monetarios y el producto bruto nacional que es una aplica-

ción directa de la definición de Granger, confirmando la hipótesis nula que postula que la causalidad va desde el dinero al nivel de actividad, sin retroalimentación. El test de Sims para contrastar la causalidad unidireccional entre X e Y consiste en ajustar Y con valores pasados y futuros de X. Si la causalidad es de X hacia Y solamente (X→Y), el conjunto de valores futuros de X en la regresión debe tener coeficientes no significativamente distintos de cero 13/.

Para contrastar la causalidad entre el primer agregado monetario de suma simple y el nivel de actividad se hicieron cuatro regresiones: En la primera se ajustó M1 con los valores del producto bruto interno del período y de 8 períodos anteriores; en la segunda se agregaron como variables explicativas cuatro valores futuros; en la tercera se relacionó el nivel de actividad con los valores de M1 correspondientes al período y a 8 anteriores y en la última se agregan a esta ecuación cuatro variables futuras. En un segundo conjunto de ecuaciones M1 se reemplaza por M3 y en otro ésta se sustituye por M3D 14/.

Los resultados obtenidos muestran que todas las regresiones son significativas y que los ajustes empleando los indicadores superlativos son mejores que los que utilizan los de suma simple. Sin embargo, para que exista causalidad unidireccional de M1 al PBI por ej., los valores futuros del agregado monetario no deben ser significativos en la explicación del nivel de actividad, mientras que los valores futuros del PBI debieran serlo en la explicación del comportamiento de M1. Para contrastar si el grupo de coeficientes correspondientes a los valores futuros de las variables es significativamente distinto de cero, se empleó el test F en la forma propuesta por Kmenta (1977, pág. 440) obteniéndose los valores consignados en la última columna de la tabla 3.

Tabla 3

Significación de los coeficientes de variables futuras

Causalidad	Correlación	F. observado (4,10)
M1 - > PBI	PBI respecto a M1	0.106
M3 - > PBI	PBI respecto a M3	0.446
M3D - > PBI	PBI respecto a M3D	0.379
PBI - > M1	M1 respecto a PBI	0.038
PBI - > M3	M3 respecto a PBI	0.040
PBI - > M3D	M3D respecto a PBI	0.010

Valor teórico para F(4,10) al 10,5 y 1o/o: 2.61, 3.48 y 5.99

Estos resultados contrastan con los obtenidos por Sims (1972) en Estados Unidos y Barth y Bennett (1974) para Canadá, ya que en ningún caso aceptan la presencia de una relación unidireccional entre dinero e ingreso o viceversa. Ni los valores futuros del dinero parecen influir en el comportamiento del nivel de actividad, ni los de éste en aquél, pues los coeficientes correspondientes a esas variables no son significativamente distintos de cero en ninguna regresión. Estas conclusiones deben tomarse con reservas, sin embargo, debido a que el número de observaciones no proporcionaría los grados de libertad convenientes y a las limitaciones que surgen del correlograma de los residuos, que no habrían sido transformados en ruido blanco. Para obtener resultados concluyentes debieran agregarse observaciones y quizás emplearse métodos de contrastación alternativos.

VI. PRINCIPALES CONCLUSIONES

La agregación de los activos monetarios mediante la suma simple significa en realidad construir índices que derivan de una función de preferencias particularmente restrictiva, suponen sustituibilidad perfecta entre sus componentes y exhiben un comportamiento inconsistente.

Los agregados monetarios calculados empleando índices del tipo Tornqvist - Theil - Divisia suponen que la función de preferencia de los consumidores es separable en sus argumentos (una característica contrastable empíricamente), derivan de formas funcionales flexibles y son consistentes con la conducta de optimización de las unidades económicas, lo que les confiere un apropiado marco teórico.

Los resultados que se obtienen empleando uno y otro enfoque son también diferentes, comprobándose que el crecimiento de los agregados superlativos es apreciablemente menor que el de los tradicionales y que su comportamiento también es distinto. Con el propósito de averiguar cual de ellos cumple mejor las funciones que tradicionalmente se asignan al dinero, se examina la consistencia de los distintos agregados, su contenido en información y las relaciones de causalidad que los vinculan con otros indicadores relevantes.

La primera comprobación muestra que las tasas de crecimiento de los índices superlativos son similares, mientras que las correspondientes a los convencionales tienen trayectorias discrepantes que además están inversamente relacionadas en gran parte de su recorrido. Este comportamiento podría inducir medidas de política monetaria diferentes según la definición de dinero que se adopte, lo que significa que los indicadores superlativos son más confiables que los de suma simple cuando se los utiliza como una variable indicativa del dinero.

Los índices de Tornqvist - Theil - Divisia muestran también una mayor consistencia cuando se los emplea para medir la velocidad producto de los agregados monetarios, debido a que sólo varían cuando los cambios en los rendimientos de los activos monetarios dan lugar a un efecto ingreso negativo, que reduce el flujo de servicios financieros y provoca una caída en la liquidez del sistema económico.

El multiplicador de la base monetaria calculado empleando los índices superlativos acusa una mayor estabilidad a lo largo del tiempo que el que proporcionan los de suma simple y también mostraría un comportamiento más consistente con el ciclo de la tasa de interés.

Las conclusiones que se extraen empleando la teoría de la información señalan que los agregados monetarios del tipo Tornqvist - Theil - Divisia son superiores como indicadores del comportamiento del ingreso corriente. El contenido en información es en general más alto cuando se emplean los índices superlativos que cuando se utilizan los de suma simple.

Finalmente, los resultados derivados del análisis de causalidad no marcan diferencias entre los indicadores superlativos y los convencionales, pero deben tomarse con reservas pues es necesario revisarlos empleando más observaciones y utilizando métodos de contrastación alternativos.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

Banco Central de la República Argentina: "Boletín Estadístico", Buenos Aires (años 1982 a 1985).

Banco Central de la República Argentina: "Memoria Anual", Buenos Aires (años 1982 a 1985).

Barnett W. A. (1978): "The user cost of money", Economic Letters 1, págs. 145-149.

Barnett, W.A. (1980): "Economic monetary agregation. An application of index number theory and aggregation theory", Journal of Econometrics 14, págs. 11-48.

Barnett, W. A. (1981): "New concepts of aggregated money", Journal of Finance, págs. 497-505.

Barnett, W. A. (1982): "The optimal level of monetary aggregation", Journal of Money, Credit and Banking, vol. 14, págs. 687-710.

Barnett, W.A. y Spindt, P. (1979): "The velocity behavior and information content of Divisia monetary aggregates", Economic Letters 4, págs. 51-57.

Barnett, W. A. y Spindt, P. (1982): "Divisia monetary aggregates. Compilation data and historical behavior", Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington.

Barth, J. R. y Bennett, J. T. (1974): "The role of money in the Canadian economy: an empirical test", Canadian Journal of Economics VII, págs. 307-311.

Berndt, R. E. y Christensen, L. R. (1973): "The internal structure of functional relationships: Separability, sustitution and aggregation", Review of Economic and Statistics, vol. XL págs. 410-413.

Blackorby, D., Primont, D. y Russell, R. R. (1978): "Duality, separability and functional structure", North Holland, Amsterdam.

Cockerline, J. y Murray J., (1981): "A comparison of alternative methods of monetary aggregation: Some preliminary evidence", Technical Report, Bank of Canada.

Delfino, J. A. (1982): "La sustitución de insumos en el sector manufacturero argentino", Tesis de doctorado, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Córdoba.

Delfino, J. A. (1983): "Dualidad, números índices y cambios en el bienestar". Trabajo presentado al 6to. Congreso Latinoamericano de la Sociedad Econométrica. Santiago de Chile.

Diewert, W. E. (1976): "Exact and superlative index numbers", Journal of Econometrics 4, págs. 115/146.

Estudio M.A.M. Broda y Asociados (1986): "Carta Económica", Buenos Aires (varios números).

Fiel: "Indicadores de Coyuntura", Buenos Aires, años 1982 a 1986.

Lau L. J. (1979): "On exact index numbers", Review of Economic and Statistics, vol. LXI, págs. 73-82.

Kmenta, J. (1977): "Elementos de econometría", Vicens Vives, Barcelona.

Simpson, T. D. (1980): "The redefined monetary aggregates", Federal Reserve Bulletin, vol. 66, págs. 97-114.

Sims, C. A. (1972): "Money, income and causality", American Economic Review, vol. 63, págs. 540-552.

Varian, H. (1980): "Análisis microeconómico", Bosch, Barcelona.

NOTAS

1/ Si esta solución es única, entonces V también está definida así $V(P/Y) = U\{X_i(P/Y)\}$ y teniendo en cuenta los supuestos acerca de la función de preferencias, X_i es continua y V continua, no creciente y cuasicóncava en E.

2/ En este análisis el período de tiempo t se define como el intervalo $[(t,t+1)]$ que incluye el instante t pero no el t+1. Los stocks de activos monetarios y bonos son constantes durante cada período y solo cambian al final, lo que significa que cualquier cambio en las tenencias que ocurra en el intervalo t no se considera hasta el comienzo del t+1. Los intereses sobre bonos y activos monetarios se pagan al final de cada período (lo que significa que no se consuman en t) y las tasas de interés, precios y salarios solo cambian de un período a otro. La oferta de trabajo se considera determinada exógenamente y se supone que es débil separable en bloque de los demás argumentos de la función de preferencias, por lo que es posible emplear una subfunción de utilidad definida solo sobre éstos.

NOTAS (continuación)

3/ Las condiciones necesarias y suficientes para que una función de agregación sea débil separable en sus argumentos requieren que la tasa marginal de sustitución técnica entre cada par de insumos pertenecientes a un grupo sea independiente de cualquier elemento de otro grupo.

4/ Este enfoque, también llamado "funcional", habría recibido su primer aporte del economista ruso A. Konius, quien en 1924 definió un índice de costo de vida de utilidad constante como el cociente entre los gastos mínimos que permiten mantener el mismo nivel de bienestar y corresponden a dos situaciones de optimización con precios distintos.

5/ Sólo si la función de utilidad es homotética el índice de costo de vida será invariante, vale decir independiente del nivel de utilidad seleccionado como referencia. Esto es así, pues la homoteticidad implica que el valor del índice depende sólo de los parámetros de la función de agregación (que son constantes para todos los niveles de utilidad) y del vector de precios; esta situación garantiza que el índice proporcionará el mismo valor para cambios idénticos en los determinantes, cualquiera sea el nivel de utilidad inicial. En este caso la expresión analítica se transforma en esta otra: $P\{P_1,P_0;U^a\} = P\{P_1,P_0;U^b\} = P(P_1,P_0) = e(P_1)U/e(P_0)U = p(P_1)/p(P_0)$ en la que es evidente que el indicador, ahora con un adecuado cambio de notación, deja de depender del nivel de utilidad del período base.

6/ En el caso homotético la función de agregación podría expresarse así: $f(U_1;P^a) = f(U_1)P^a$, lo que significa que el índice dejaría de depender de los precios de referencia, transformándose en $Q\{Q_1,Q_0;P^a\} = Q\{Q_1,Q_0;P^b\} = Q(Q_1,Q_0) = f(U_1)/f(U_0) = f(X_1)/f(X_0) = q(Q_1)/q(Q_0)$, empleando una notación ligeramente distinta, en la que resulta evidente que el índice de cantidades homotético es el cociente entre los valores máximos de la función de preferencia en dos situaciones de precios idénticas.

7/ En efecto, definiendo el cambio en el gasto total como $Q\{Q_1,Q_0,P_1,P_0\} = e(P_1;U^1)/e(P_0;U^0)$ y corrigiéndolo por la desvalorización monetaria con el índice de precios que emplea como referencia el nivel de utilidad del año 0, se obtiene: $Q(Q1,Qo;P1) = e(U^1;P_1)/e(U^0;P_1)$ y si se deflactara con el que utiliza el bienestar del año 1, el resultado sería este otro: $e(U^1;P_0)/e(U^1;P_1)$.

8/ Aunque estas pruebas constituyen quizás el esfuerzo más importante destinado a atenuar las deficiencias del enfoque "tradicional" de la teoría de los números índices (que considera a precios y cantidades conjuntos independientes de variables y define a partir de ellos una función representativa de su movimiento general sin referencia a ningún marco teórico), benefician también en forma apreciable a los de carácter económico, ya que proporcionan una base adecuada para analizar su consistencia.

9/ Este índice se denomina "superlativo" con lo que se quiere indicar que es exacto para una función de agregación que provee una aproximación de segundo grado a una función arbitraria linealmente homogénea.

10/ Para los modelos de optimización considerados en la segunda sección, r_{bt} es el rendimiento de los activos empleados para transferir riqueza entre los distintos períodos del horizonte de planeamiento del consumidor.

11/ Experimentos citados por Barnett (1980), indican que los índices Divisia son robustos ante modificaciones de r_{bt} dentro del intervalo de valores plausibles para esa variable, en el sentido de que provocan cambios relativamente pequeños en los indicadores.

12/ Evidencias de los Estados Unidos sugieren que los agregados monetarios superlativos tienen un mayor contenido en información con respecto a inflación y desempleo y marginalmente más alto con respecto al ingreso nominal que sus contrapartidas de suma simple. Resultados similares correspondientes a Canadá indican, en cambio, que el empleo de estos últimos provoca una pérdida en información, al menos con respecto al ingreso nominal (Cockerline y Murray, 1981).

13/ Para aplicar este test el número de observaciones se extendió hacia atrás hasta comienzos de 1976, complementándolas con datos correspondientes al producto bruto interno a precios de 1970 que se corrigió con un índice que combina el de precios mayoristas y el de costo de vida en proporciones de 2 a 1. Además, todas las variables se transformaron empleando el filtro propuesto por Sims con el propósito de reducir la correlación serial de los residuos, redefiniendo a X(t) de este modo: $X(t) = \ln X(t) - 1.5 \ln X(t-1) + 0.5625 \ln X(t-2)$.

14/ La eliminación de la correlación implica rezagar las variables dos períodos y por consiguiente se pierden 2 observaciones; otras 12 resultan del atraso y adelanto comentados más arriba, lo que significa que la muestra utilizable se reduce de 42 a 28 observaciones. Las ecuaciones, además de la variable corriente, de las rezagadas y en su caso adelantadas, tienen ordenada al origen, tres variables ficticias destinadas a captar estacionalidad y una variable de tendencia, lo que significa que los grados de libertad quedan reducidos a 14 (y a sólo 10 en el modelo completo que emplea los valores futuros de las variables).

ENSAYOS ECONOMICOS
N° 40

COMENTARIO DE HILDEGART AHUMADA AL TRABAJO DE JOSE A. DELFINO

Una cuestión muy importante para la política monetaria es determinar la apropiada definición de dinero. Cuando se prefieren los agregados más amplios generalmente se los calcula por simple suma de componentes, es decir, se pasa de asignar implícitamente un peso igual a cero, al no incluir un determinado componente, a un peso igual a uno, al incluirlo. Esta práctica es también común para el caso argentino. Recientemente, distintos enfoques en la literatura han tratado de obtener ponderadores adecuados para los distintos agregados monetarios. Con este objetivo, el trabajo de Delfino, basado en el enfoque de Barnett (1980), es una importante contribución para las series argentinas al iniciar el camino para la construcción de agregados monetarios ponderados. Mis comentarios se dividirán en dos partes:

i) En primer lugar, es conveniente resaltar algunos aspectos del análisis costo-beneficio de contar con agregados monetarios ponderados. Los beneficios de los agregados ponderados generalmente se los evalúan a través de la comparación con los de suma simple y con rela-

ción al comportamiento estadístico de las ponderaciones, tasas de crecimiento, velocidad ingreso y multiplicador, controlabilidad (en la medida que como instrumento no estén causados en el sentido de Granger por las variables objetivo), capacidad de predicción, etc. Al respecto, la evidencia que se encuentra en la literatura no es clara, por ejemplo para EE.UU y de acuerdo con Barnett, Offenbacher y Spindt (1984) el agregado más amplio ponderado es el que mejor cumple los criterios considerados. En cambio, Batten y Thornton (1985) encuentran superior a M_1 en términos de la estabilidad de la velocidad ingreso. En consecuencia, parece recomendable realizar una exhaustiva evaluación comparativa abarcando el mayor número posible de criterios para cada caso particular.

Para el caso argentino, Delfino analiza 1) consistencia de las tasas de crecimiento 2) evolución de la velocidad producto de los agregados monetarios 3) estabilidad del multiplicador de la base monetaria 4) contenido informativo del índice y 5) análisis de causalidad.

En 1) el autor compara las evoluciones de las tasas de crecimiento de M_1 y M_3 y sus correspondientes ponderados D. subrayando que "la trayectoria del primero en gran parte del período está inversamente relacionada con la de M_3" (pág. 21) a diferencia de M_1 y M_3D que muestran una evolución más parecida (similarmente para M_3 y L). De allí el autor concluye que "esta discrepancia limita la utilidad de los agregados convencionales en el control de los medios de pago". Sin embargo, las tasas de crecimiento de M_1 y M_3 si bien no son tan próximas como las de M_1 y M_3D no mostrarían una relación inversa según se observa en las figuras 4 y 5; en realidad los coeficientes de correlación son: entre M_1 y M_3, 0,87; entre M_1 y M_3D,0,96, entre M_3 y L,0,97 y entre M_3D y LD, 0,98, para todo el período.

Con respecto a 3) sería conveniente explicar la asociación supuesta entre la fluctuación del multiplicador y el ciclo de la tasa de interés (p.25).

En 4), la evaluación del contenido informativo, sería importante presentar un mayor análisis de los residuos para verificar los supuestos del índice utilizado, en particular la ausencia de autocorrelación (para rezagos de orden mayor al 1ro.) y heterocedasticidad.

Debe también recalcarse que del análisis de causalidad presentado en 5) no es posible extraer conclusiones, en particular, por la presencia de residuos con autocorrelación, como el autor manifiesta (ver p.28 y 29). Asimismo, la inclusión de variables contemporáneas (ver p. 28) en las regresiones realizadas no es apropiado para evaluar causalidad (si se estiman por Mínimos Cuadrados Ordinarios).

Sería conveniente extender la evaluación y analizar el comportamiento en el tiempo de los ponderadores y en especial, a un criterio muy requerido por la programación monetaria: ver en que medida es posible predecir la evolución de estos agregados con relación a los de suma simple. Para ello también se requerirá un mayor número de observaciones; el período más largo considerado por el autor en 5) puede también haber afectado los resultados debido al empalme.

Los beneficios deben, no obstante, contrastarse con los costos incurridos en la construcción de estos agregados. La información requerida, los rendimientos de cada activo monetario y el del mayor rendimiento esperado para la obtención del costo de uso del dinero (en sentido Jorgensoniano) puede ser difícil de obtener con la periodicidad y rapidez requerida por la programación monetaria.

En los respectivos rendimientos deberían adicional-

mente tenerse en cuenta otros items que presentan problemas para cuantificación tales como los diferentes impuestos a que estan sujetos (Ver Barnett 1980) y otros rendimientos netos no explícitos, por ejemplo, aquellos que diferencian los depósitos en cuenta corriente de los billetes y monedas (Ver, Offenbacher 1980).

La aproximación empírica al máximo rendimiento de referencia, también es dificultosa en los siguientes aspectos. Por una parte, en una economía segmentada y con problemas de información, para algunos sectores económicos el "activo de mayor rendimiento" puede no ser una opción alcanzable, por ejemplo por la existencia de montos mínimos de inversión. Por otra, dentro de la cartera financiera disponible pareciera que deberían también incluirse los activos externos.

ii) En segundo lugar, corresponden señalar algunas observaciones con respecto al enfoque de Barnett. Los fundamentos económicos de la determinación de las ponderaciones se concentran en el lado de la demanda del mercado monetario. En efecto, utiliza hipótesis de la teoría de agregación, basadas en funciones de utilidad (o producción) de los demandantes de dinero, y de números índices, que permite reemplazar por precios los parámetros desconocidos en las funcions de agregación.

El punto es que se está identificando al agregado monetario observado con la cantidad demandada o sea se está suponiendo la igualdad entre las cantidades demandadas y ofrecidas en todo período e independientemente de la periodicidad de la serie disponible, supuesto que será más restrictivo cuanto menor sea ésta. En este sentido, Goldfeld (1982) en sus comentarios a Barnett indica que cuanto más amplio sea un agregado, una mayor diversidad de instituciones y comportamientos (eg. regulaciones) deberán considerarse por el lado de la oferta.

Si el principal y último objetivo de obtener ponde-

raciones es lograr una definición de dinero apropiada para un determinado problema de política monetaria, existe, además, un enfoque alternativo. Roper y Turnovsky (1980) derivan los pesos de un agregado monetario que es óptimo para la minimización de la inestabilidad de la varianza del ingreso. Sin embargo, la obtención empírica de estos ponderadores es bastante complicada, Horn y Martin (1986), utilizando vectores autorregresivos y filtros de Kalman, los calcularon para Australia.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

Barnett W. Offenbacher E. and Spindt P., (1984) "The New Divisia Monetary Aggregates" J. of Political Economy, Vo. 9, December

Batten D. and Thornton D. (1985) "Are Wheighted Monetary Aggregates Better than Simple-Sum M_1?. Fed. Res. Bank of St. Louis Vol. 67, June-July.

Goldfeld S. (1982) Comment on Barnett "The Optimal Level of Monetary Aggregation" J. of Money, Credit and Banking Vol. 14 November.

Horne J. and Martin V. (1986) "Weighted Monetary Aggregates and Monetary Policy" IMF Internal Document, May.

Offenbacher E. (1982) Comment on Barnett (1980) "Economic Monetary Aggregates" J of Econometrics Vol. 14 September.

Roper D. and Turnovsky S. (1980) "The Optimal Monetary Aggregate for Stabilization Policy", Quarterly Journal of Economics Vol. 45 September

ENSAYOS ECONOMICOS
N° 40

COMENTARIO DE ALFREDO M. NAVARRO AL TRABAJO DE JOSE A. DELFINO

La definición de dinero puede hacerse de dos maneras: determinando "a priori" alguna condición para que un activo sea considerado dinero, de tal forma que los bienes se dividan entre aquellos que son dinero y aquellos que no lo son, o bien reconocer una tercera categoría, compuesta por bienes que son dinero sólo en parte.

En este trabajo el autor, tras fundamentar teóricamente la conveniencia de aplicar este último criterio, realiza estimaciones para Argentina, analizando luego la relación de las nuevas variables construídas con el ingreso real y el ingreso nominal.

Este enfoque no es nuevo en la teoría económica. Gurley (1960) realiza estimaciones donde se asigna un coeficiente unitario a M1, y uno de 0.50 a los depósitos a plazos, Friedman (1970) reconoce la conveniencia de este tipo de estudios, aunque no desarrolla esta línea de investigación.

Más formalmente Timberlake y Fortson (1967) y Laumas

(1968) proponen como criterio para definir el dinero y sus efectos sobre el ingreso nominal, estimando la siguiente ecuación.

$$\Delta Y = a + b \left[\Delta M + \frac{c}{b} \Delta S \right]$$

donde ΔY representa cambios en el Ingreso Nominal, Δ M cambios en M1, Δ S cambios en depósitos a plazo y de otros tipos y a, b y c parámetros a estimar. Los resultados obtenidos por Laumas indican un coeficiente de $\frac{c}{b}$ igual a 0.4798 para depósitos a plazo en bancos comerciales y valores menores a otros depósitos menos líquidos.

Chetty (1969) aplica otro procedimiento, analizando las elasticidades de sustitución mediante una función CES. Obtiene resultados diferentes, ya que los depósitos a plazo en bancos comerciales tienen el mismo grado de "moneyness" que M1, mientras que otros depósitos tienen grados menores.

El autor sigue una tercera línea, que es la desarrollada por Barnett en los trabajos que cita para lo que aplica un índice que pondera en función de los costos las tasas de crecimiento de cada agregado mediante un índice del tipo Theil-Divisia, procedimiento que tiene la ventaja de incorporar las aportaciones de Konüs (1924) a la teoría económica de los números índices.

La estimación de este tipo de agregados lleva siempre a una nueva forma de definir el dinero con mayor sentido económico. Sin embargo en Argentina cobra mayor importancia aún porque las relaciones entre M_o, M1, M2, M3 y M4 no son constantes, por lo que pienso que se trata de un tema realmente relevante.

Con respecto a la estimación de los nuevos agregados monetarios, creemos que debiera compararse con esti-

maciones realizadas siguiendo los otros procedimientos reseñados. Nos permitimos sugerir además efectuarlas con varios sistemas alternativos:

a) Se utiliza un período demasiado corto. ¿Por qué no usar también el período 1977-80, período más largo, con tasas de interés libre y únicas? El período estudiado presenta una profunda fractura en junio de 1985.

b) El autor utiliza para medir el costo de mantener activos monetarios la diferencia entre el rendimiento de las acciones negociadas en la Bolsa y la tasa de interés pasiva. Creo que la escasa representatividad de la primera y su elevada variabilidad, y lo poco conocido del mercado hacen preferible utilizar el rendimiento de los Bonex, o simplemente la tasa de inflación como promedio de los activos físicos, aunque en este caso sería mejor utilizar la tasa de inflación esperada. Es preciso tener presente que Barnett (1980) evade este problema porque entiende que la tasa de interés nominal es igual a la tasa real, constante en el tiempo, más la tasa de inflación esperada, situación que es bastante distinta en nuestro país, donde existen varias tasas pasivas, generalmente controladas por la autoridad monetaria.

En la última parte de su trabajo el autor realiza dos análisis de las nuevas variables. En primer lugar estudia el poder informativo de los nuevos agregados respecto al ingreso nominal y obtiene resultados que favorecen la hipótesis de que los nuevos agregados monetarios ofrecen mayor información que los convencionales. Sin embargo, dado que el dinero se comporta pasivamente respecto a los precios (Navarro 1986), seguramente lo hará también respecto al ingreso nominal.

Por último estudia la relación de causalidad entre los nuevos agregados monetarios y el producto interno y no obtiene resultados positivos. Sería interesante analizar los efectos de shocks no esperados en M3 y M3D sobre el nivel de actividad mediante técnicas de análisis de causalidad multivariadas.

En síntesis, creo que estamos ante una interesante cuestión, más interesante aún cuando el objeto de análisis es la economía argentina, que ha sido analizada por el autor, desde la perspectiva más moderna y que abre a la discusión un tema tal vez de insospechadas consecuencias para la política económica.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

CHETTY, K.: On Measuring the Nearness of Near. Moneys. AER. Junio 1969.

FRIEDMAN, M. y SCHWARTZ, A.: Monetary Statistics of de U.S. New York, 1970.

GURLEY, J. G.: "Liquidity and Financial Institutions in the Postwar Economy", en Studies of Employment Growth and Price Level. Washington, 1960.

KONUS, A.: El problema del Indice Real del Costo de la vida. Econométrica. Enero 1939 (traducción del artículo original publicado en ruso en 1924) (Publicado en castellano en Lecturas de Econometría, A. Alcalde (ed.), Madrid, 1972).

LAUMAS, G.: The Degree of Moneyness of Saving Deposits. AER. Junio 1968.

NAVARRO, A.: Precios Relativos, Dinero e Inflación en Argentina. Anales de la XXV Reunión de la AA de EP.

TIMBERLAKE, R. y FORTSON, J.: Time deposits in the Definition of Money. AER. Marzo 1967.

ENSAYOS ECONOMICOS
N° 40

REPLICA DE JOSE A. DELFINO A LOS COMENTARIOS DE HILDEGART AHUMADA Y ALFREDO M. NAVARRO

Antes de responder a los comentarios deseo expresar a los autores mi agradecimiento por su valioso aporte para el análisis, revisión y desarrollo de los temas considerados en el trabajo. Quiero también recordar que éste es sólo un limitado esfuerzo individual destinado a promover el estudio de agregados monetarios consistentes con la conducta de las unidades económicas. Por este motivo emplea datos de uso corriente, quizás sin una desagregación adecuada y evita la discusión detallada de numerosas cuestiones importantes.

Teniendo en cuenta el contenido de los comentarios, las respuestas se agrupan en categorías que en general consideran aspectos metodológicos, se ocupan de observaciones formuladas a los criterios empleados para la comparación de los agregados monetarios o revisan algunas cuestiones teóricas. Además y con el propósito de considerarlos de una manera ordenada, en ciertos casos la respuesta es específica, en otros se refiere a observaciones comunes y en algunas circunstancias formula aclaraciones, precisiones y aún extensiones del análisis.

1) Es correcto el comentario de Alfredo Navarro cuando señala que la medición del dinero constituye una vieja preocupación de los economistas y que la ponderación de diferentes activos de acuerdo a su liquidez fue realizada de diversas maneras. Sin embargo, el enfoque desarrollado por Barnett (1982) es quizás el mas importante hasta el momento, pues emplea el marco analítico proporcionado por los recientes desarrollos de la teoría económica de los números índices, un área potencialmente importante de la microeconomía aplicada que estudia el comportamiento de las unidades de decisión.

La sugerencia de extender las estimaciones considerando el período 1977 - 1980 es de gran interés, aunque quizás sean más atractivos los meses posteriores, caracterizados por la presencia de numerosos instrumentos financieros.

La medición del costo de oportunidad de los activos monetarios (r_b) empleando el índice de valor de las acciones negociadas en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires es criticable debido fundamentalmente a la moderada dimensión del mercado y a sus fluctuaciones (como lo señalan ambos comentaristas). Sin embargo, el empleo alternativo de activos monetarios de mayor difusión, como los Bonos Externos de la segunda serie o el dólar estadounidense, no habrían proporcionado resultados diferentes: ambos se descartaron pues tienen un comportamiento irregular, similar al del índice bursátil (sus rendimientos acusan una correlación de 0.57 y 0.49 con los de aquel). Las fluctuaciones se corrigieron empleando promedios móviles de cinco meses, una aclaración omitida en el texto.

Finalmente, debe coincidirse también con Hildegart Ahumada en la conveniencia de calcular con mayor detalle los rendimientos de los activos monetarios, considerando particularmente los impuestos que los gravan y otros beneficios implícitos.

2) Al examinar el comportamiento en el tiempo de las tasas de crecimiento de los agregados de suma y simple y de los estimados empleando índices de Tornqvist - Theil - Divisia, el trabajo encuentra una apreciable discrepancia en gran parte de su recorrido. Como esta evidencia que surge de la figura 4 está particularmente referida a la segunda mitad del período examinado, no se refleja en los coeficientes estimados por Hildegart Ahumada empleando todos los datos. Sin embargo, los coeficientes de correlación de Pearson para el último año (0,22 entre M1 y M3, 0,96 entre M1D y M3D, 0,29 entre M1 y L, 0,90 entre M1D y Ld, 0,78 entre M3 y L y 0,95 entre M3D y LD), en general confirman la discrepancia comentada en el trabajo y acentúan el interés en su ampliación, como propone Alfredo Navarro.

Las figuras 7 y 8 muestran que el multiplicador de la base monetaria calculado empleando los índices superlativos es más estable que el que se obtiene con los de suma simple. La presunción de que sus fluctuaciones serían consistentes con el ciclo de la tasa de interés se asienta, en cambio, en una evidencia bastante débil que muestra una asociación negativa entre la tasa de rendimiento real de los bonos externos (un indicador de la tasa de interés de largo plazo) y el mutiplicador de la base monetaria medido empleando el agregado M3D. Esto implica un comportamiento anticíclico, en el que las reducciones en la tasa de interés estarán asociados con un crecimiento amortiguado en el agregado monetario superlativo.

Como las limitaciones del análisis de causalidad entre los agregados monetarios y el nivel de actividad (que también señalan los comentaristas) no permitieron obtener resultados concluyentes, se examinó alternativamente la relación existente entre diferentes versiones del dinero (medido por esos mismos agregados monetarios) y los precios (representados por el índice del costo de vida de la Capital Federal).

Para ello se empleó un procedimiento que identifica y estima modelos univariantes ARIMA de agregados monetarios e inflación, calcula los residuos (que constituyen una expresión de las "innovaciones" de las series, vale decir la parte de cada observación que no puede predecirse a partir de su propia historia pasada y finalmente examina la función de correlación cruzada entre ellos, con el fin de detectar la existencia y dirección de la causalidad.

Los resultados correspondientes al test de Pierce y Haugh (1977) que se presentan en la tabla siguiente muestran que el estadístico S para 12 rezagos negativos, en el modelo que postula una relación de causalidad desde el dinero definido por el primer agregado monetario de suma simple a los precios (M1 - > P), es apreciablemente menor que su valor esperado para niveles usuales de significación, sugiriendo que la oferta monetaria no determina la tasa de inflación. El valor de S para el mismo número de rezagos positivos tampoco confirmó la existencia de una relación en sentido contrario (P - > M1) ni fue posible comprobar la presencia de retroalimentación (P < - > M1).

Test de causalidad enre dinero y precios

Causalidad	K,L	Grados de libertad	S
M1 - > P	-12, -1	12	9.016
P - > M1	1, 12	12	11.301
P < - > M1	-12, 12	25	21.468
M3 - > P	-12, -1	12	11.826
P - > M3	1, 12	12	20.832
P < - > M3	-12, 12	25	33.220
M3D - > P	-12, -1	12	13.960
P - > M3D	1, 12	12	10.857
P < - > M3D	-12, 12	25	25.081

Para un nivel de significación del 5% $X^2_{(12)} = 21.026$ y $X^2_{(25)} = 37.653$.

Al analizar la relación de causalidad entre los precios y el dinero, representado ahora por el índice de Tornqvist - Theil - Divisia M3D se obtiene un resultado similar. Además, un exámen de los coeficientes de correlación cruzada revela en todos los casos pocos valores altos y ningún patrón de comportamiento obvio en la función de correlación.

Esta situación cambia, sin embargo, al examinar la vinculación entre los precios y el dinero definido por M3 pues el S calculado para 12 rezagos negativos supera al tabulado para niveles de significación ligeramente superiores al 5%, sugiriendo la presencia de causalidad en el sentido de Granger de precios a dinero (P - > M3). Los valores de S destinados a contrastar la presencia de una relación de sentido contrario (M3 - > P) o bidireccional (M3 < - > P) no permiten, en cambio, rechazar la hipótesis nula de series independientes.

Estas evidencias, limitadas por la naturaleza de los datos y el nivel de significación estadística seleccionado, insinuarían que la dinámica de los precios tiene cierto poder predictivo adicional sobre la información proporcionada por la historia pasada de los agregados monetarios convencionales y es independiente del comportamiento de los superlativos.

3) Las ponderaciones de los distintos activos monetarios que componen los agregados superlativos están determinadas esencialmente por las funciones de preferencia de los consumidores y el supuesto de que son tomadores de precios en los mercados financieros. Como derivan de valores de equilibrio de punto máximo en realidad no se obtienen identificando el agregado monetario con la demanda, como expresa Hildegart Ahumada. Sin embargo, sería necesario corregirlas si la organización de los mercados se apartara apreciablemente de formas competitivas.

Finalmente, el cambio en la composición de los activos monetarios en poder del público y por consiguiente en los servicios financieros que proporcionan, provocado por modificaciones en el costo de uso del dinero, se mide por los efectos ingreso y sustitución considerados en la teoría del consumidor (quien en este caso asigna sus recursos a una canasta ampliada, que también incluye servicios financieros).

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

Feige, E.L. y Pearce, D.K. (1976): "Economically rational expectations: Are innovations in the rate of inflation independent of innovation in measures of monetary and fiscal policy?", Journal of Political Economy, vol. 84, págs. 499-522.

Pierce, D.A. y Haugh, L.D. (1977): "Causality in temporal systems: Characterizations and a survey", JOurnal of Econometrics, vol. 5, págs. 265-294.

Schwert, G.W. (1983): "Test of causality. The message in the innovations", en Theory, policy, institutions, editado por K. Brunner y A. H. Meltzer, North Holland, Amsterdam, págs. 215-257.

Sosa de Balzano, D.E. (1985): "Tasas de interés: Junio de 1977 a junio de 1982", Ensayos Económicos, Banco Central de la República Argentina, nro. 34, págs. 19-79.

ENSAYOS ECONOMICOS
N° 40

COMENTARIO DE ENRIQUE L. BLASCO GARMA AL TRABAJO "LA APRECIACION REAL Y EL ORDEN DE LA LIBERALIZACION COMERCIAL Y FINANCIERA, ARGENTINA 1976-81" DE JOAQUIN A. COTTANI Y RAUL E. GARCIA.

Este interesante y provocativo trabajo procura extraer enseñanzas de uno de los períodos más discutidos de la reciente historia argentina.

Mi comentario se centra en el desarrollo del modelo, que no especifica claramente las restricciones presupuestarias ni justifica las ecuaciones utilizadas. Respecto de este punto creo que resulta oportuno que los economistas hagamos una crítica del estado de la teoría macroeconómica y procuremos seguir el método de la microeconomía donde se especifican tanto las restricciones presupuestarias como la derivación de las ecuaciones empleadas.

Partiendo de la restricción presupuestaria $Y=C+I+X-M$ 1/ y denominando $U=C+I$, tenemos $Y-U=X-M$ 2/, esto es, la cuenta corriente del balance de pagos es igual a la producción menos la utilización interna de los distintos bienes y servicios. Por contabilidad del balance de pagos sabemos que la cuenta corriente es

igual a la variación de reservas más la salida de capitales, esto es al aumento en los créditos netos contra el exterior. Así, cuando la cuenta corriente es superavitaria la economía está acumulando créditos (o cancelando deudas) contra el resto del mundo y cuando la cuenta corriente es deficitaria está acumulando deudas.

X-M=Y-U=Var R+ Var AE, 3/

donde R son reservas del Banco Central, AE son activos externos netos de la economía y Var significan variaciones. Por contabilidad sabemos que Var R= Var Ba-Var Ci 4/, la variación de reservas del Banco Central es igual a la variación de la base monetaria menos la variación del crédito interno del Banco Central. Reemplazando en 3/ tendríamos
X-M=Y-U-Var Ba-Var Ci+ Var AE (5). Esta identidad contable puede transformarse en una ecuación de equilibrio estableciendo que las variables apropiadas sean valores deseados. Lo importante de la ecuación 5/ es mostrar que la cuenta corriente del balance de pagos no es meramente la resultante de flujos de ingresos y gastos sino que intervienen decisiones de mantener activos y pasivos financieros y, como diferencia entre ambos, un patrimonio financiero neto. Una cuenta corriente superavitaria es la resultante de una decisión simultánea de producir más de lo que se utiliza, esto es de acumular riqueza financiera; una cuenta corriente deficitaria es el resultado de desear utilizar más bienes y servicios de los que se producen, esto es de disminuir el patrimonio financiero neto. Por ello, porque implica cambios patrimoniales, no parece suficiente explicación del saldo de la cuenta corriente la que emplea solamente cambios de precios relativos.

Cualquier modificación de condiciones de equilibrio daría lugar a cambios de corto y de largo plazo. Las primeras estarían dadas por acomodamientos de la estructura patrimonial, activos y pasivos financieros, y las

segundas por alteraciones de los flujos de ingresos y egresos. Para analizar el impacto de cualquier alteración del equilibrio en forma más detallada podríamos dividir la economía en tantos sectores como convenga. Por ejemplo, para seguir el análisis de lo planteado en el trabajo que se está comentando, se podría contar con un sector público consolidado, incluyendo Banco Central (sector G), un sector exportador tradicional (secto XT), un sector exportador no tradicional (XN), un sector productor de importables (IM), un sector de bienes no comerciables (NC) y las familias (F), por ejemplo. Así tendríamos una ecuación similar a la 5/, por ejemplo 5a/,... 5i/ para cada uno de los sectores y una ecuación general que sería la suma de todas las 5i/. Una columna de un sector cualquiera sería así:

	D	H	Sector XT
Base monetaria · Cuentas bancarias Créditos Títulos etc.			Campo de Activos
Producción XT	10	100	
XN	5		
IM	5		
NC	20		Campo de
Salarios	10		flujos
Impuestos	30		
Dividendos	10		
Cuenta corriente	10		
Variación de activos y pasivos	+ 10		Campo de variación de A y P

Impuestos a las exportaciones e importaciones

Los impuestos a las exportaciones pueden considerarse como que recaen sobre los productores de esos bienes, a través de la reducción de su precio interno, y que son percibidos parcialmente por los consumidores locales de esos bienes, disminución del precio, y por el gobierno por la parte que se exporta, diferencia entre el precio que paga el comprador y que percibe el exportador.

Los impuestos a las importaciones recaen totalmente sobre los compradores locales de esos bienes y son percibidos parcialmente por los productores locales de esos bienes, aumenta el precio de venta en el mercado interno, y por el gobierno por la parte que se importa. En ambos casos se trata de instrumentos de redistribución de riqueza entre sectores internos de la economía que, en el caso de un país tomador de precios, no impacta sobre los mercados externos. Como mencione más arriba, cualquier alteración del equilibrio tendrá efectos de corto plazo, fundamentalmente vinculados con cambios en la composición de activos y pasivos, y de largo plazo. Un aumento de las retenciones a la exportación tienen el impacto, a largo plazo, de mejorar la cuenta corriente del sector público porque aumenta la recaudación impositiva y disminuye el costo de los insumos que adquiere. En el corto plazo, el primer impacto, puede deteriorar la cuenta corriente porque induce una reducción de precios internos que puede disminuir la demanda de base monetaria y, con ello, aumentar el gasto interno U. Así, vemos que se puede sostener lo contrario a lo especificado en la ecuación 2/ del trabajo que se comenta: un aumento de las retenciones a las exportaciones mejora, en el largo plazo, la cuenta corriente del balance de pagos. El impacto de un aumento de las tarifas a las importaciones es menos claro. El primer impacto puede ser una mejoría porque al aumentar la demanda de base -aumente el nivel de precios- restringe el gasto U; a largo plazo aumenta la recaudación impositiva pero también aumenta el costo de las compras del gobierno de ese

bien. Los términos de intercambio no tendrían, en este enfoque, un resultado determinado. Un aumento de los gastos del gobierno no acompañado por mayores ingresos empeoraría, en el largo plazo, la cuenta corriente por su impacto sobre las cuentas fiscales; en el corto plazo podría ser financiado, con lo cual el efecto podría ser neutro. El impacto de un aumento de la tasa de interés interna, respecto del resto del mundo, puede obedecer a distintas causas que darían distintos resultados, pero si respondiera a un aumento de la demanda interna de bienes y servicios estaría acompañada por un deficit.

TIPO DE CAMBIO REAL

En el trabajo se lo define como el cociente entre un nivel de precios externos, expresados en moneda local, y un nivel de precios internos. Al respecto se puede decir lo siguiente:

Si todos los bienes fueran comerciables esa relación sería constante cuando no existen cambios de precios relativos, cualquiera que fuera el resultado de la cuenta corriente del balance de pagos. Si hubiera cambios de precios relativos pero la composición de los bienes fuera la misma, entre ambas economías, también la relación sería constante, si no existen cambios de tarifas, cualquiera que fuera la cuenta corriente. Por otra parte, en una economía parcialmente cerrada a las corrientes comerciales, existen bienes no comerciables, pero totalmente cerrada al financiamiento externo - no puede haber un saldo de cuenta corriente distinto de cero - el tipo de cambio real puede tener cualquier valor y la cuenta corriente siempre mostrará el mismo saldo: cero. Es que el denominado tipo de cambio real es simplemente una comparación de índices de precios y sus variaciones pueden responder a distintas alteraciones de oferta y demanda, a distintas definiciones de canastas, etc. Es, en todo caso, una resultante de un proceso por

lo cual no podría incluirse como variable independiente en la determinación de la cuenta corriente. Pero es cierto que cuando existen bienes no comerciables, apertura parcial al comercio internacional, al aumentar la demanda interna se elevan los precios de los bienes no comerciables. En estos casos el aumento de la demanda interna altera los precios relativos entre comerciables y no comerciables. Entonces podemos decir que los aumentos de la demanda interna empeoran la cuenta corriente y, cuando existen bienes no transables, se altera la relación de precios entre transables y no transables.

Pero utilizar el tipo de cambio real, que es una resultante, como instrumento ha llevado a errores de política que concluyeron en devaluaciones de la moneda local e inflación. Si se quïere determinar la competitividad de un país o sector determinado parecería mas conducente comparar la evolución de precios con los cambios en productividad que han sido muy importantes tanto en la industria manufacturera como en el agro. A modo de ejemplo, podemos decir que tomando como base 1955 el tipo de cambio real del yen esta en 10%, esto es los precios en Japón son 10 veces los de equilibrio por lo cual se requeriría devaluar el yen 1.000%, de acuerdo con los que utilizan el tipo de cambio real como indicador.

OTROS COMENTARIOS

En el trabajo se asigna importancia a que la liberalización financiera precedió a la comercial, a que la liberalización de las exportaciones fue más intensa y precedió a la de las importaciones. No me parecen convincentes los argumentos utilizados. También se ataca la poca disciplina fiscal de ese período.

Aquí conviene reiterar algo conocido por muchos. Las estadísticas argentinas no son coherentes. Si durante 1977 y 1978 la cuenta corriente fue positiva en va-

rios miles de millones de dólares y si el sector público fue deficitario, la cuenta corriente del sector privado tuvo que sumar muchos miles de millones de dólares, esto es el crecimiento del patrimonio financiero del sector privado tuvo que sumar el superavit de la cuenta corriente más el defícit fiscal. Existe un trabajo de Ricardo Arriazu, Alfredo Leone y Ricardo López Murphy "Políticas macroeconómicas y endeudamiento privado en la Argentina 1974-1983" presentado en CEPAL a mediados del año pasado que determinan que el sector público consolidado disminuyó su deuda durante cada uno de los años entre 1976 y 1979 inclusive.

ENSAYOS ECONOMICOS
N° 40

COMENTARIO DE ANA MARIA MARTIRENA - MANTEL AL TRABAJO "LA APRECIACION REAL Y EL ORDEN DE LA LIBERALIZACION COMERCIAL Y FINANCIERA, ARGENTINA 1976-81" DE JOAQUIN A. COTTANI Y RAUL E. GARCIA.

El trabajo de Joaquín Cottani y Raúl García comprende tres partes principales:

a. Una detallada historia económica de los hechos empíricos estilizados ocurridos en Argentina entre 1976 y 1981 en materia de liberalización comercial y de liberalización financiera (interna y externa).

b. La presentación de un modelo de dinero endógeno y de tipo de cambio nominal fijo (como "proxy" del crawling-peg activo o tablita cambiaria). Este análisis dinamiza y extiende en algunas direcciones el modelo IS-LM de Mundell-Fleming, y constituye la base de la estimación econométrica realizada con el método de mínimos cuadrados bietápicos, aplicada a datos trimestrales del período.

c. La tercera parte del trabajo presenta un análisis de simulación "contrafáctica", con escenarios alternativos de políticas económicas, destinado a investigar y

aislar las causales principales de la apreciación real del tipo de cambio experimentada por Argentina. Esta tercera parte también incluye una gran simulación normativa del sendero temporal del tipo de cambio real que HUBIERA prevalecido en la economía argentina, bajo un conjunto simultáneo de políticas macroeconómicas definidas por los autores como consistentes.

El propósito central del trabajo es aislar y cuantificar la importancia relativa de distintos factores explicativos de la apreciación real del tipo de cambio o del peso argentino durante ese período.

Este propósito se logra sin ambigüedades, ya que las causales aisladas explican el 65% de la apreciación real total. Estas causales son:

- La expansión excesiva del crédito interno, en relación a una expansión "consistente", exceso apoyado por los deficits de Tesorería y Banco Central.

- La liberalización . unilateral de las exportaciones (tradicionales) a través de la eliminación a las retenciones, QUE OPERO, al parecer, "overshooting" el necesario ajuste descendente del tipo de cambio real de equilibrio que toda reducción en los impuestos a las exportaciones produce.

- Tercera causal aislada está constituida por los flujos de capitales financieros internacionales, que la regla del dinero endógeno monetiza inmediatamente, sin esterilización alguna.

I - Comenzaré mis comentarios con uno de carácter general referido a la cuantificación de la última causal mencionada, i.e., los flujos de capitales, causal tan central "a priori" en las discusiones informales acerca de la aplicación de la "tablita cambiaria" en Argentina.

Los autores hallan que esta causal explica solo el 20% de la apreciación real identificada.

A mi juicio, este resultado resulta ser per se importante por su cuantificación y además, sensato, ¿Por qué digo esto?. Porque si observamos los sucesos económicos fuera de las fronteras geográficas argentinas, si observamos economías con políticas cambiarias polarmente diferentes, también preocupa el fenómeno de la apreciación real de la moneda doméstica. Un ejemplo que viene a la mente es el de los EE. UU., que al buscar estabilizar su inflación interna con políticas monetarias restrictivas, en CONTEXTO de tipo de cambio nominal cuasi-flotante y sin restricciones a los movimientos de capitales, no pueden evitar masivas apreciaciones reales del dólar (30% en los últimos quince años tales que las exportaciones de activos financieros no monetarios amenazan desplazar la exportación de bienes y servicios. También vienen a la mente las experiencias de otras economías, con diverso grado de desarrollo económico, que sufren fenómenos parecidos de apreciación real (Bolivia, Corea del Sur, Inglaterra, etc.), tan destructivos de incentivos a los sectores reales de la economía abierta.

(Sobre este tema volveré al final de mis comentarios).

II - Pasaré ahora a comentar partes mas específicas del trabajo, que inspiraron varias preguntas y reflexiones.

IIa) En primer lugar, confieso que me hubiera gustado leer una justificación elaborada de porque elegir una variante del modelo IS-LM para la economía argentina, un modelo que buscó extender la economía keynesiana a la economía abierta al comercio de bienes (con especialización completa) y al comercio de activos financieros.

Ahora bien, suponiendo que es posible hallar tal justificación, he tenido problemas con la especificación de los precios de los bienes, P^f y P^d, que los autores usan para definir el tipo de cambio real.

¿Cuántos precios relativos hay de y de qué bienes se trata?.

¿Cuál es la desagregación del sector productivo del modelo que se adopta?.

Si interpretamos el modelo como perteneciente a la "estirpe" de Mundel-Fleming dinamizado y aumentado con expectativas que los autores suponen ser autoregresivas, entonces, P^f (llamado en el trabajo "nivel de precios externos") se identificaría con los precios en moneda extranjera de las importaciones, sobre los que se concretaría el supuesto de país pequeño ($E_M = \infty$) y P^d (llamado "nivel de precios internos") se identificaría como un bien compuesto Hicksiano, "mix" de exportables y bienes no comerciados. El precio relativo asi interpretado P^f/P^d determina las decisiones de absorción, de producción, la balanza comercial y DEFINEN también a los términos del intercambio (para E= 1), e identifican al tipo de cambio real, e (para E= 1).

¿Podemos identificar los precios relativos que definen el e de este modelo con aquellos del modelo IS/LM standard?. No, porque la ecuación reducida (6) de los autores, contiene como variable independiente a u="términos del intercambio externos", es decir, precios de exportables e importables para los cuales el país es tomador de precios en los mercados internacionales.

¿Qué separa a ambos conjuntos de precios relativos?. Obviamente, las distorsiones que la política comercial (impuestos y subsidios varios al comercio exterior) va introduciendo en la economía argentina a lo largo del tiempo.

Esta interpretación de desagregación productiva que yo leo en el trabajo, es alternativa a la desagregación en bienes comerciados y no comerciados, apropiada para economías pequeñas, desagregación que sigue al así llamado "modelo australiano" de Salter y Swa, y más recientemente al modelo "escandinavo". Evidentemente ESTA desagregación no resulta compatible con el modelo teórico presentado por Cottani y García -tal como está expuesto en las páginas 25 a 29 del trabajo-, y me pregunto cuan relevante es empíricamente la desagregación elegida para una economía con demanda externa de exportaciones perfectamente elástica.

IIb) Otro comentario referido al modelo presentado en su parte dinámica, se refiere al tratamiento dado a los flujos de capitales internacionales, f.

¿Como se justifica considerarlos como determinados exógenamente y tomarlos como residuo de la ecuación de cambio en las reservas de divisas o balanza de pagos?. Este comentario obviamente se relaciona con el tratamiento dado a la tasa interna de interés.

Más concretamente, aun si aceptamos no introducir explícitamente funciones de demanda stock para los activos financieros no monetarios, o sea, aún si aceptamos la especificación flujo de los autores para los movimientos de capital (afin al modelo IS/LM), me hubiera convencido mas, en el caso argentino, ver los flujos de capital como dependientes de la brecha.

$$i_d - (i_f + E)$$

donde i_d = la tasa de interés nominal interna, i_f la externa (exógena) y E denota la tasa del "crawl" esperada para el tipo de cambio nominal. La brecha nos da una medida de rentabilidad de invertir en activos financieros internos o externos.

III - Pasemos ahora a un comentario que me sugirió la lectura de los experimentos de simulación realizados por los autores. Mi pregunta se centra en la segunda simulación, que aisla, como causal de la apreciación real del peso argentino a la expansión excesiva del crédito interno con respecto a una norma de consistencia, para el período 1977/I a 1981/I, norma que busca eliminar "la presión del mercado monetario", y que iguala ($E + i_f + y_r$).

Me puse a imaginar la teoría implícita de inflación doméstica que surge de esa norma de consistencia, que parece aceptar la neutralidad del dinero en el corto plazo.

Esta norma es racionalizada diciendo que es la expansión en la cantidad de dinero necesaria para sostener una tasa de inflación interna no mayor que la tasa de inflación externa más la tasa de crawl.

Supongamos que la inflación externa es nula, ¿implicaría creer que los impulsos inflacionarios sólo se generan a través del cambio en el tipo de cambio nominal?. ¿Significaría aceptar que todos los agentes económicos son "tomadores de precios", esto es, que no existen sectores "price setters": empresarios NO SCHUMPETERIANOS que aprovechan los "mercados cautivos", al amparo de los "bolsones de protección" que se fueron creando a lo largo de nuestra historia económica con políticas "sustitución de importaciones segunda etapa", etc., etc.?.

La realidad de sectores "price setters" (que por otra parte trasciende la experiencia argentina de empresarios no Schumpeterianos creados por la política económica), ha hecho que varios autores -como Baldwin, Krugman, Helpman, Dixit, etc.)- estén buscando explicaciones alternativas de la apreciación real del tipo de cambio en los nuevos enfoques de organización indus-

trial, basados en microeconomía de equilibrio parcial, un mundo de competencia imperfecta.

Concretando: ¿Como evitar que esta norma de consistencia no produzca efectos indeseados depresivos para el ingreso real y el empleo, dada la realidad de precios "sticky" para los salarios y los precios de bienes de origen doméstico?.

IV - Finalmente los autores presentan una gran simulación general para todo el período muestral, con un escenario hipotético, una combinación hipotética de políticas que une todas las reglas de consistencia anteriores, es decir: a) apertura comercial simétrica para exportaciones e importaciones, b) apertura financiera limitada externamente y plena internamente y c) crawlingpeg activo para el tipo de cambio nominal, con equilibrio fiscal. Tengo acá dos comentarios finales.

1. Nada nos dice el trabajo sobre cómo concretar las normas de consistencia. Ex-post, sabemos que hubieran resultado en una trayectoria para e más estable que la trayectoria observada. Pero, ¿cuales son las herramientas para alcanzar ex-ante esas metas de consitencia, sobre todo para el crédito interno y los flujos K?

2. Con respecto a estos flujos de capitales -y aquí vuelvo sobre mi primer comentario, para terminar- sabemos que se trata de un problema mundial que trasciende el caso argentino, un problema que el mundo occidental presencia desde el abandono de Bretton Woods de principios de la década de los años setenta.

Frente a esta realidad, el Profesor James Tobin en 1978 (Eastern Economic Journal) fundamenta una propuesta sobre los flujos de capitales para los gobiernos del mundo occidental en su convencimiento que las nuevas teorías de determinación del tipo de cambio no explican los shocks de expectativas que suelen dominar los cam-

bios de esta variable nominal, que hacen que el mercado exagere la información recibida añadiendo "riesgos especulativos autogenerados".

Esta propuesta sufre vaivenes en la literatura: se la ve morir y... renacer (aun el propio autor la llamó una vez "propuesta basada en una hipótesis especulativa").

La propuesta consiste en tirar arena en el mecanismo demasiado perfecto de los mercados de activos financieros, para filtrar el ruido especulativo y dar mayor macro-independencia a las distintas economías. La arena consistiría en un impuesto uniforme en todas las transacciones cambiarias para todos los países, de modo que los flujos de capitales se guiarían por el beneficio de largo plazo de la inversión, evitando los "viajes de ida y vuelta" propios del dinero "caliente" ("hot money").

¿Cual es la fundamentación analítica de la propuesta?. La distinta velocidad de ajuste que gobierna a mercados reales y financieros, creadora de una externalidad macroeconómica que justifique restringir para reducir el efecto apabullante de los flujos de capital sobre la actividad real.

Los autores recogen esta propuesta acertadamente en la gran simulación normativa.

Por falta de una solución mejor, esta propuesta renace..., ya que la alternativa, en ausencia de mercados de cambio futuro, sería poner tipos de cambio duales, sistema que probó tener sus propios problemas conocidos.

COLABORACIONES

Los trabajos originales que se propongan para su publicación en "Ensayos Económicos" y los comentarios a los artículos aparecidos deben estar escritos en castellano, a máquina, con una extensión acorde con las características de la revista. De incluirse gráficos se presentarán en condiciones adecuadas para la reproducción fotográfica. Las referencias bibliográficas se colocarán al final de los artículos.

Los originales, con una copia y datos personales de los autores, deben enviarse a la dirección indicada más abajo. El Comité Editorial les informará dentro de los 60 días de su recepción si han sido aceptados o no para su publicación. En caso afirmativo, se les enviarán sin cargo 20 separatas de los trabajos y un ejemplar de la revista.

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

ALGUNOS TITULOS INCORPORADOS A LA BIBLIOTECA Dr. RAUL PREBISCH

ADAMS, William James (Ed.) - French industrial policy. Edited by William James Adams and Christian Stoffaes. Washington, The Brookings Institution, 1986. 228 p. (ECONOMIA 17105).

ASSEFH, Antonio A. - Comercialización internacional. Estrategia y desarrollo. Buenos Aires, Cherni-Carozzo, 1986. 409 p. (ECONOMIA 17099).

AUBIN, Jean-Pierre - Mathematical methods of game and economic theory. Rev. ed. Amsterdam, North-Holland Publishing Company, 1979. 616 p. (ECONOMIA 17102).

BEGG, David K. H. - The rational expectations revolution in macroeconomics; theories and evidence. Deddington, Philip Allan, 1984. 291 p. (ECONOMIA 17100).

BHATT, V. V. - Capital market imperfections and economic development by V. V. Bhatt. Washington, The World Bank, 1979, 87 p. (ECONOMIA 09325).

BLOCH, Gilbert - La population active dans les pays développes. s.l., Cujas, 1966. 366 p. (ECONOMIA 17117).

CASTRONOVO, Valerio - Storia di una Banca. La Banca Nazionale del Lavoro e lo sviluppo economico italiano 1913-1983. Torino, Giulo Einaudi, 1983. 3686 p. (ECONOMIA 17116).

CESPEDES T., Antonio. - Integración y desarrollo de la Cuenta del Plata. Sucre, Universidad Mayor de San Francisco Xavier, 1986. 191 p. (ECONOMIA 17107).

CORREA, Carlos M. - Regímenes de control de la transferencia de tecnología en América Latina. Quito, Banco Central del Ecuador, BID-INTAL, 1988. 174 p. (ECONOMIA 17124).

COTTELY, Esteban - Balanza entre industria y agricultura en el desarrollo económico en la Argentina. Versión castellana de la contribución presentada al 8° Congreso Mundial de la Asociación Internacional de Economistas, New Delhi, 1-5/12/1986. 47 p. (ECONOMIA 09546).

CHAPMAN, William Leslie - El mercado de valores, por William Leslie Chapman y Ana Varchik. Buenos Aires, Macchi, 1985. 549. p. (ECONOMIA 17129).

DEUTSCHE BANK - Form, trading and administration of securities. 2. ed. Düsseldorf, 1976. 129 p. (ECONOMIA 17113).

DUVIGNEAU, J. Christian - Guidelines for calculating financial and economic rates of return for DFC projects. Washington, World Bank, 1984. 149 p. (ECONOMIA 17118).

FERNANDEZ POL, Jorge E. - Economía para no economistas. 2. ed. ampl. Buenos Aires, Tesis, 1986. 365 p.(ECONOMIA 17111).

FERRUCCI, Ricardo J. - La promoción industrial en Argentina. Buenos Aires, EUDEBA, 1986. 274 p. (ECONOMIA 17103).

FISCHER, Wolfram - Dir. Historia económica mundial del siglo XX. Barcelona, Editorial Crítica, 1985/6. 6 v. (ECONOMIA 17126).

FRANZ, Juergen - Iron ore; global prospects for the industry, 1985-95 by Juergen Franz, Bo Stenberg and John Strongman. Washington, The World Bank, 1986. 57 p. (ECONOMIA 09548).

GHOKSI, Armeane M. - State intervention in the industrialization of developing countries; selected issues. Washington, World Bank, 1979. 196 p. (ECONOMIA 17119).

GUITTON, Henry - Economía política, por Henry Guitton y Daniel Vitry. Buenos Aires, La Ley, 1986. 523 p. (ECONOMIA 17112).

HALL, Robert E. - Macroeconomía, por R. E. Hall y John B . Taylor. Madrid, A. Bosch, 1986. 596 p. (ECONOMIA 17109).

HARBERGER, Arnold C. - (Ed.). World economic growth. San Francisco, Institute for Contemporary Studies, 1984. 508 p. (ECONOMIA 17101).

INSTITUTO PARA LA INTEGRACION DE AMERICA LATINA - Premio INTAL 1985. Contiene 10 trabajos acerca del proceso de integración y cooperación regionales. Buenos Aires, 1986. 583 p. (ECONOMIA 17130).

KATZ, Daniel - Psicología social de las organizaciones, por Daniel Katz y Robert L. Kahn. México, Trillas, 1985. 547 p. (ECONOMIA 17128).

KLAMER, Arjo - Conversations with economists. New classical economists and their opponents speak out on the current controversy in macroeconomics, New Jersey, Rowman & Allanheld, 1984. 265 p. (ECONOMIA 17127).

KNEESHAW, J. T. - International interest rate relationship policy choices and constraints by J. P. Kneeshaw and P. Van den Bergh, Basle, Bank for International Settlements, 1985. 67 p. (ECONOMIA 09545).

LAMBERTINI, Adrián - Energy and petroleum in non-OPEC developing countries 1974-1980. Washington, The World Bank, 1976. 101 p. (ECONOMIA 09228).

LINN, Johanes F. - Policies for efficient and equitable growth of cities in developing countries. Washington, World Bank, 1979. 352 p. (ECONOMIA 17120).

MANTEY DE ANGUIANO - M. G. Análisis microeconómico de los factores que determinan el valor de mercado de las empresas industriales mexicanas y su tasa de expansión. México, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1986. 63 p. (ECONOMIA 17125).

MC CANDLESS, George T. - Tendencia de una segunda moneda durante períodos de inflación. Buenos Aires, Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina, 1986. 27 p. (ECONOMIA 09547).

MUÑOZ GOMA, Oscar - Chile y su industrialización; pasado, crisis y opciones. Santiago de Chile, CIEPLAN, 1986. 323 p. (ECONOMIA 17106).

MUÑOZ RIGIO, Ricardo A. - La economía diferencial: degradación y miseria de la humanidad. Buenos Aires, Depalma, 1967. 304 p. (ECONOMIA 17135).

ORGANIZACION DE COOPERACION Y DESARROLLO ECONOMICOS - Monetary targets and inflation control. París, 1979. 101 p. (ECONOMIA 17122).

OSORIO, Oscar M. - La capacidad de producción y los costos. Buenos Aires, Ediciones Macchi, 1986. 494 p. (ECONOMIA 17133).

PHELPS, Edmund S. - Economía política; un texto introductorio. Madrid, A. Bosch, 1986. 689 p. (ECONOMIA 17110).

POPESCU, Oreste - Introducción a la ciencia económica contemporánea. Bogotá, Plaza & Janes, 1985. 664 p. (ECONOMIA 17134).

RANTALA, Olavi - A study of housing investment and housing market behaviour. Helsinki, Bank of Finland, 1986. 117 p. (ECONOMIA 17131).

SARAVIA, Jorge María - Tasación de activos fijos empresarios. Buenos Aires, Ediciones Macchi, 1986. 188 p. (ECONOMIA 17115).

SCHULTZE, Charles L. - Other times, other places; macroeconomic lessons from United States and European history. Washington, The Brookings Institution, 1986. 868 p. (DERECHO 17104).

TATSUTA, Misao - Securities regulation in Japan. Tokyo, Japan Securities Research Institute, 1970. 141 p. (ECONOMIA 17132).

URIARTE REBAUDI, Alfredo Arturo - Bolsas y mercados de valores. Buenos Aires, Edición del autor, 1984, 121 p. (ECONOMIA 17114).

VITELLI, Guillermo - Cuarenta años de inflación en la Argentina: 1945-1985. Buenos Aires, Legasa, 1986. 239 p. (ECONOMIA 17108).

DESARROLLO ECONOMICO

Revista de Ciencias Sociales

Vol. 27 | Octubre - Diciembre 1987 | Nº 107

ULRICH MENZEL y DIETER SENGHAAS: Para una definición de los países de industrialización reciente. Propuesta de indicadores para evaluar los países que se encuentran en el umbral de la industrialización.

CATALINA H. WAINERMAN y MARTIN MORENO: Incorporando las trabajadoras agrícolas a los censos de población.

ALFREDO VISINTINI y CARLOS BASTOS: Hacia un nuevo plan eléctrico.

RUSSELL E. SMITH: Política salarial, mercado de trabajo y salarios industriales en San Pablo, 1960-1976: análisis según tamaño de las empresas y su condición de nacionales o extranjeras.

MARIA MAGDALENA CHIRICO: El relato de vida como instrumento de investigación: Ramón, un trabajador del partido de La Matanza.

DANIEL JAMES: 17 y 18 de octubre de 1945: el peronismo, la protesta de masas y la clase obrera argentina.

Información de Biblioteca

DESARROLLO ECONOMICO

-Revista de Ciencias Sociales- es una publicación trimestral editada por el Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES). Suscripción anual: R. Argentina, ₳ 70,00; Países limítrofes, US$ 36; Resto de América, US$ 40; Europe, Asia, Africa y Oceanía, US$ 44. Ejemplar simple: US$ 10 (recargo por envíos vía aérea). Pedidos, correspondencia, etcétera, a:

INSTITUTO DE DESARROLLO ECONOMICO Y SOCIAL

Arãoz 2838 / 1425 Buenos Aires / República Argentina

Desarrollo Económico
Revista de Ciencias Sociales

Vol. 27 Enero-Marzo 1988 Nº 108

ALFRED STEPAN: Las prerrogativas de los militares en los nuevos regímenes democráticos.

ANA MARIA MARTIRENA-MANTEL: Distorsiones domésticas y ordenamiento óptimo de políticas comerciales en la economía abierta.

RAUL FIORENTINO: Apuntes para una estrategia de desarrollo de la agricultura de riego en la Argentina.

CRISTOBAL KAY: El desarrollo agrario en Cuba: reformas económicas y colectivización.

LUIS BECCARIA Y GABRIEL YOGUEL: Apuntes sobre la evolución del empleo industrial en el período 1973-1984.

ANA MARIA ROSATO: Ganadería, pesca y caza en el Delta bonaerense.

INFORMACION DE BIBLIOTECA

DESARROLLO ECONOMICO

-Revista de Ciencias Sociales- es una publicación trimestral editada por el Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES). Suscripción anual: R. Argentina, ₳ 125,00; Países limítrofes, U$S 36; Resto de América, U$S 40; Europa, Asia, Africa y Oceanía, U$S 44. Ejemplar simple: U$S 10 (recargo por envíos vía aérea). Pedidos, correspondencia, etcétera, a:

INSTITUTO DE DESARROLLO ECONOMICO Y SOCIAL

Arñoz 2838 / 1425 Buenos Aires / República Argentina

DESARROLLO ECONOMICO

Revista de Ciencias Sociales

Vol. 28 Abril-Junio 1988 Nº 109

JOAN MARTINEZ-ALIER y JORDI ROCA JUSMET: Economía política del corporativismo en el Estado español: del franquismo al posfranquismo.

JULIO H.G. OLIVERA: Inflexibilidad descendente de las tasas de interés.

ERNESTO KRITZ: Crisis y cambio: estructura productiva y mercado de trabajo en América Latina después de los años '80.

DIANA TUSSIE: La coordinación de los deudores latinoamericanos: ¿cuál es la lógica de su accionar?

ISABEL HERNANDEZ: Identidad indígena y educación.

GERARDO R. GARGIULO: Gasto militar y política de defensa.

CATALINA SMULOVITZ: Crónica de un final anunciado: las elecciones de marzo de 1962.

INFORMACION DE BIBLIOTECA

DESARROLLO ECONOMICO

-Revista de Ciencias Sociales- es una publicación trimestral editada por el Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES). Suscripción anual: R. Argentina, A 125,00; Países limítrofes, US$ 36; Resto de América, US$ 40; Europa, Asia, Africa y Oceanía, US$ 44. Ejemplar simple: US$ 10 (recargo por envíos vía aérea). Pedidos, correspondencia, etcétera, a:

INSTITUTO DE DESARROLLO ECONOMICO Y SOCIAL

Arñez 2838 / 1425 Buenos Aires / República Argentina

ECONOMICA

LA PLATA - REPUBLICA ARGENTINA

Año XXXIII - Nro. 1 Enero - Junio 1987

SUMARIO

ARTICULOS

ARTANA, Daniel : Incentivos fiscales a la inversión industrial.

CANAVESE, Alfredo : Estancamiento e inflación en un modelo de crecimiento desequilibrado.

DELFINO, José A. : Eficiencia, apertura de la economía y concentración industrial en Argentina.

LOPEZ MURPHY, Ricardo : La política fiscal compensatoria.

VILLANUEVA, Javier : Crecimiento y coyuntura en América Latina: Un enfoque sectorial.

	Suscripción anual		Por Número	
	V. Sup.	V. Aérea	V. Sup.	V. Aérea
Argentina	A 50		A 30	
Países Limítrofes	Dls. 22	26	Dls. 9	11
Resto de América	Dls. 25	30	Dls. 10	12
Europa, Asia, Africa y Oceanía	Dls. 25	31	Dls. 11	13

Enviar Cheque o giro a la orden de: - FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS - Calle 48 Nro. 555 - Piso 5° - Ofic. 522 - 1900 La Plata - Argentina.

Estudios

Revista trimestral que difunde los trabajos de investigación sobre política económica elaborados por el IEERAL (Instituto de Estudios Económicos sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana).

Año XI - N° 45 Enero/Marzo 1988

ARTICULOS

EL FENOMENO DE LA DOLARIZACION, por Gerald Nickelsburg.

LA DOLARIZACION EN AMERICA LATINA COMO UNA REFORMA MONETARIA IMPUESTA POR EL MERCADO, por Michael Melvin-Jorge E. Gobitz

LA DEMANDA DE DINERO EN ECONOMIAS ABIERTAS: UN MODELO DE SUSTITUCION MONETARIA PARA VENEZUELA, por Jaime Márquez.

EL FENOMENO DE LA DOLARIZACION: EVIDENCIA DE SERIES TEMPORALES EN ARGENTINA Y CHILE, por Paul McNelis-Gerald Nickelsburg.

Los interesados pueden solicitar su suscripción enviando sus datos y el cheque o giro a:

Fundación Mediterránea - Casilla de Correo 1311
5000 Córdoba - ARGENTINA

integración latinoamericana

REVISTA MENSUAL INTAL

Año 13, Nº 131 Enero-Febrero 1988

EDITORIAL

Las relaciones entre América Latina y la Comunidad Europea

ESTUDIOS

Del Proyecto de Tratado de Unión del Parlamento Europeo al Acta Unica Europea, por Dusan Sidjanski

Cooperación económica entre la Comunidad Europea y América Latina: posibilidades y opciones, por Hubert Julienne

CEE-América Latina: las dificultades de una relación comercial, por Esperanza Durán

INFORMACION AMERICA LATINA

ALADI
Grupo Andino
SELA
Mercado Común Centroamericano
Comunidad del Caribe
Organismos
Asociaciones
Países

ACTIVIDADES DEL INTAL

DOCUMENTACION-DOCUMENTOS

Acta Unica Europea

Suscripción anual (11 números al año)

	Argentina *	América Latina	Estados Unidos y Europa
Instituciones y particulares	US$ 24.-	US$ 30.-	US$ 35.-
Estudiantes	US$ 16.-	US$ 20.-	US$ 25.-
Números Sueltos	US$ 2,40	US$ 3.-	US$ 3,50

* Pagadero en Australes al tipo de cambio oficial

Los interesados deberán remitir cheque o giro (libre de comisiones y gastos bancarios) a la orden del Instituto para la Integración de América Latina, Casilla de Correo 39, Sucursal 1, (1401) Buenos Aires, Argentina. Las tarifas incluyen los gastos de envío por correo aéreo.

INSTITUTO PARA LA INTEGRACION DE AMERICA LATINA (INTAL)
Esmeralda 130, 1035 Buenos Aires, República Argentina

integración latinoamericana

REVISTA MENSUAL INTAL

AÑO 13, Nº 132 Marzo 1988

EDITORIAL

El transporte en la integración: hacia una estrategia competitiva

ESTUDIOS

El costo de transporte: una barrera más al comercio, por Carlos Bauco

La mediterraneidad: un caso particular del costo de transporte, por Jorge Iturriza

COMENTARIOS

Comités de Frontera: nuevos mecanismos para la integración regional, por Gregorio Recondo.

Corredor ferroviario Buenos Aires-Mataraní, por Andrés Mogni.

Puerto Quijarro: la salida fluvial de Bolivia al Atlántico, por Guillermo Del Bosco.

INFORMACION AMERICA LATINA

Grupo Andino
SELA
Mercado Común Centroamericano
Comunidad del Caribe
Organismos
Asociaciones
Países

ACTIVIDADES DEL INTAL

DOCUMENTACION

Declaración de Misiones

Exposición del director del INTAL, Juan Mario Vacchino, en el XXIII Congreso de AILA

Obstáculos y perspectivas en el proceso de integración de América Latina

Suscripción anual (11 números al año)

	Argentina *	América Latina	Estados Unidos y Europa
Instituciones y particulares	US$ 24.-	US$ 30.-	US$ 35.-
Estudiantes	US$ 16.-	US$ 20.-	US$ 25.-
Números sueltos	US$. 2,40	US$ 3.-	US$ 3,50

* Pagadero en Australes al tipo de cambio oficial

Los interesados deberán remitir cheque o giro (libre de comisiones y gastos bancarios) a la orden del Instituto para la Integración de América Latina. Casilla de Correo 39, Sucursal 1, (1401) Buenos Aires, Argentina. Las tarifas incluyen los gastos de envío por correo aéreo.

INSTITUTO PARA LA INTEGRACION DE AMERICA LATINA (INTAL)
Esmeralda 130, 1035 Buenos Aires, República Argentina

integración latinoamericana

REVISTA MENSUAL INTAL

Año 13, N° 133 Abril 1988

EDITORIAL

AJUSTE ESTRUCTURAL E INTEGRACION EN AMERICA LATINA

ESTUDIOS

LA SITUACION INTERNACIONAL: PERSPECTIVAS HACIA FINES DEL SIGLO, por Gonzalo Martner.

LA POLITICA INDUSTRIAL DE AMERICA LATINA HACIA FINES DEL SIGLO XX, por Sergio Bitar y Carlos Ominami.

EL PROBLEMA DE LOS PRODUCTOS BASICOS: ¿QUE HACER AHORA?, por Dragoslav Avramovic.

COMENTARIOS

CONCENTACION POLITICA PARA EL DESARROLLO DE AMERICA LATINA, por Alfredo Fuentes Hernández.

INFORMACION AMERICA LATINA

GRUPO ANDINO - MERCADO COMUN CENTROAMERICANO - ORGANISMOS - ASOCIACIONES - PAISES.

ACTIVIDADES DEL INTAL

DOCUMENTACION

COMPROMISO DE ACAPULCO PARA LA PAZ, EL DESARROLLO Y LA DEMOCRACIA.

EXPOSICION DEL SEÑOR ENRIQUE V. IGLESIAS, EN LA SESION INAUGURAL DE LA REUNION ANUAL DE LAS ASAMBLEAS DE GOBERNADORES DEL BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO Y DE LA CORPORACION INTERAMERICANA DE INVERSIONES.

PONENCIA DEL DIRECTOR DEL INTAL, JUAN MARIO VACCHINO, EN EL IV COLOQUIO AMERICA LATINA-EUROPA.

EL PROGRAMA DE INTEGRACION ARGENTINO-BRASILEÑO Y LAS RELACIONES ENTRE AMERICA LATINA Y EUROPA.

REFLEXIONES COMPLEMENTARIAS.

ESTADISTICAS

I. EXPORTACIONES DE LOS PAISES DE LA ALADI 1980-1986.

II. EXPORTACIONES DE AMERICA LATINA A LA REGION Y AL MUNDO.

BIBLIOGRAFIA

Suscripción anual (11 números al año)

	Argentina*	América Latina	Estados Unidos y Europa
Instituciones y particulares	US$ 24.-	US$ 30.-	US$ 35.-
Estudiantes	US$ 16.-	US$ 20.-	US$ 25.-
Números Sueltos	US$. 2,40	US$ 3.-	US$ 3,50

* Pagadero en Australes al tipo de cambio oficial

Los interesados deberán remitir cheque o giro (libre de comisiones y gastos bancarios) a la orden del Instituto para la Integración de América Latina. Casilla de Correo 39, Sucursal 1, (1401) Buenos Aires, Argentina. Las tarifas incluyen los gastos de envío por correo aéreo.

INSTITUTO PARA LA INTEGRACION DE AMERICA LATINA (INTAL)
Esmeralda 130, 1035 Buenos Aires, República Argentina

integración latinoamericana
REVISTA MENSUAL INTAL

Año 13, Nº 134 Mayo 1988

EDITORIAL

EL PROTOCOLO DE QUITO: UNA NUEVA PROPUESTA PARA LA INTEGRACION DEL GRUPO ANDINO.

ESTUDIOS

EL PROTOCOLO MODIFICATORIO DEL ACUERDO DE CARTAGENA: NEGOCIACION Y CARACTERISTICAS, por Pedro Carrena Estanga.

LAS REFORMAS AL ACUERDO DE CARTAGENA: LA ESTRUCTURA INSTITUCIONAL Y EL PRINCIPIO DE NO DISCRIMINACION, por Alberto Zelada Castedo.

MARGENES DE PREFERENCIA Y COMERCIO ADMINISTRADO EN EL GRUPO ANDINO, por Javier Fernández Riva y Myriam Navarro Cárdenas.

CATEDRA INTAL

ESTADOS UNIDOS, AMERICA LATINA Y LA DEUDA INTERNACIONAL: ¿HACIA UNA SOLUCION?, por Howard J. Wiarda.

INFORMACION AMERICA LATINA

ALADI - SELA - GRUPO ANDINO - PAISES - ORGANISMOS - ASOCIACIONES.

DOCUMENTACION

PROTOCOLO MODIFICATORIO DEL ACUERDO DE CARTAGENA.

BIBLIOGRAFIA

Suscripción anual (11 números al año)

	Argentina *	América Latina	Estados Unidos y Europa
Instituciones y particulares	US$ 24.-	US$ 30.-	US$ 35.-
Estudiantes	US$ 16.-	US$ 20.-	US$ 25.-
Números Sueltos	US$. 2,40	US$ 3.-	US$ 3,50

* Pagadero en Australes al tipo de cambio oficial

Los interesados deberán remitir cheque o giro (libre de comisiones y gastos bancarios) a la orden del Instituto para la Integración de América Latina. Casilla de Correo 39, Sucursal 1, (1401) Buenos Aires, Argentina. Las tarifas incluyen los gastos de envío por correo aéreo.

INSTITUTO PARA LA INTEGRACION DE AMERICA LATINA (INTAL)
Esmeralda 130, 1035 Buenos Aires, República Argentina

EL TRIMESTRE ECONOMICO

Director: Carlos Bazdresch P.
Director Interino: Nisso Bucay
Secretario de Redacción: Guillermo Escalante A.

Vol. LV (2) | México, abril - junio de 1988 | Núm. 218

SUMARIO

ARTICULOS

Sherwin Rosen : Los contratos implícitos: Una reseña

José Alberto Delfino : Cambios de la productividad y estrategia de crecimiento. El caso argentino durante el período de 1953-1973

Renato Aguilar, Eduardo Giorgi, Rubén Tansini y Mario Sejan : La capacidad de pago de la deuda externa. Un estudio empírico sobre la Argentina y el Uruguay

Alejandra Cox Edwards : Las diferencias salariales no compensadas: implicaciones y medición en el caso chileno, 1974-1980

Rodrigo Parot y Martha Rodríguez : El proceso inflacionario en el período de Belaúnde: 1980-1984

Santiago Levy : Los subsidios a la exportación y la balanza comercial

DOCUMENTOS

CEPAL: La evolución reciente de las relaciones comerciales internacionales.

Fondo de Cultura Económica - Av. de la Universidad 975
Apartado Postal 44975

EL TRIMESTRE ECONOMICO

Director: Carlos Bazdresch P.
Director Interino: Nigge Bucay
Secretario de Redacción: Guillermo Escalante A.

Vol. LV (3) México, Julio - Septiembre de 1988 Núm. 219

SUMARIO

ARTICULOS

Alice H. Amsden : Crecimiento y estabilización en Corea 1962-1984

Gérard Duménil, Mark Glick y José Rangel : Teorías de la Gran Depresión: ¿Por qué importaba la rentabilidad?

Benigno Valdés : Cambio técnico, rentabilidad y crisis

Joseph Hodara : El capitalismo periférico tardío, según Prebisch: Reflexiones

Felipe Larraín B. : La reforma financiera uruguaya de los ochenta: De la liberación a la crisis

Jesús Reyes Heroles G.G. : Las políticas financieras y la distribución del ingreso en México

NOTAS Y COMENTARIOS

Ariel Buira: El ajuste con crecimiento y el papel del FMI.

RESEÑAS BIBLIOGRAFICAS

Eduardo J. Amadeo: P. Bridel, Cambridge monetary thought, the development of the saving- investment analisys from Marshall to Keynes, Londres. Macmillan, 1987

DOCUMENTOS

La resolución de la crisis económica mundial.

Fondo de Cultura Económica - Av. de la Universidad 975
Apartado Postal 44975

Para suscripciones, dirigirse a :

Banco Central de la República Argentina
Departamento de Secretaría General
Reconquista 266,
1003 CAPITAL FEDERAL — Argentina

ESTA PUBLICACION FIGURA INSCRIPTA EN LA DIRECCION NACIONAL DEL DERECHO DE AUTOR BAJO E^{T}, N° 132172. EXCEPTO EN LOS CASOS EN QUE SE HAGA EXPRESA RESERVA DE DERECHOS, SE PERMITE LA REPRODUCCION DE LOS ARTICULOS SIEMPRE QUE SE CITEN SU AUTOR, EL NOMBRE DE LA REVISTA Y EL DE LA INSTITUCION

Impreso en el :
Banco Central de la República Argentina

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA