



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Biblioteca "Alfredo L. Palacios"



El crédito extrabancario como problema de política monetaria y financiera

Carballo, Carlos Alberto

1967

Cita APA: Carballo, C. (1967). El crédito extrabancario como problema de política monetaria y financiera. Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas

Este documento forma parte de la colección de tesis doctorales de la Biblioteca Central "Alfredo L. Palacios". Su utilización debe ser acompañada por la cita bibliográfica con reconocimiento de la fuente.
Fuente: Biblioteca Digital de la Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires

Col. N° 1
367

Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Cátedra de Economía y Política Bancaria (Plan D)

19/5/67
Lobos ateneo
M. C. C.

ORIGINAL

Trabajo de Tesis para optar al grado de Doctor
en Ciencias Económicas, sobre el tema:

"El Crédito extrabancario como problema
de política monetaria y financiera"

Alumno : Carlos Alberto Carballo
Registro nro.: 2280
Domicilio : Virrey del Pino 3761 - Capital
Teléfono : 76-3618

TESIS DOCTORAL - PLAN D
Profesor MARCELO G. CAÑELLAS
PRESENTADA EL 10 DE ABRIL DE 1967

CATALOGADO

EL CREDITO EXTRAENCARIO COMO PROBLEMA DE POLITICA
MONETARIA Y FINANCIERA

Uno de los aspectos más notables de la evolución de los mercados del crédito en las dos últimas décadas ha sido la tendencia hacia un crecimiento de la importancia relativa de los fondos canalizados por intermediarios financieros, distintos de los bancos comerciales o de depósitos y descuentos.

Si bien esta tendencia ha sido particularmente notable en los países de mayor grado de desarrollo económico y, en especial, en los de habla inglesa, también se ha observado en aquellos que los siguen en el grado de evolución económica.

En que medida la aparición y creciente importancia de este nuevo grupo de intermediarios afecta la efectividad de la política monetaria, y que recaudos son aconsejables por parte de la autoridad monetaria para hacer frente a este proceso, son los aspectos que este trabajo trata de estudiar.

Para ello comenzaremos por analizar el origen de los fondos susceptibles de ser canalizados por estas instituciones, las características de las mismas, el destino de sus inversiones su influencia sobre la tasa de interés y los requerimientos para su control, para finalizar expresando nuestras conclusiones sobre los aspectos estudiados.

LA FORMACION DEL AHORRO

Modernamente se acostumbra distinguir sectores en la economía compuestos cada uno de ellos por un conjunto de sujetos económicos, agrupados de acuerdo a la función económica desempeñada. Una distinción primaria nos permite considerar tres sectores, los consumidores, las empresas y la Administración pública, y una unidad de cuenta, el sector externo. Los consumidores, también llamados las familias, agrupa aquellas unidades económicas cuya actividad económica centra alrededor del consumo. Es así que se incluyen generalmente bajo este rubro las actividades de iglesias y otras entidades sin fines de lucro, atento a la similitud de su actividad económica. Las empresas, cuya acción se caracteriza por la combinación de los medios de producción para la obtención de bienes y servicios. Un mismo individuo o unidad económica puede estar incluida en estos dos grupos, separando su actividad de empresario de su carácter de consumidor final. La Administración pública constituye el tercer sector, de importancia creciente en el mundo moderno. Un cuarto sector, o unidad de cuenta es el sector externo. Cubre este sector las relaciones con otros países o con unidades económicas en estos radicadas. Se prefiere diferenciarlo de los otros sectores considerándolo como una unidad de cuenta, ya que está sujeta a motivaciones e influencias ajenas a la economía interna.

Todos estos sectores están relacionados entre sí por -- flujos de renta, tales como los pagos efectuados por el sector empresas al sector familias por salarios, intereses, etc. y los pagos de las familias a las empresas por los bienes y servicios adquiridos. Los distintos sectores tienen normalmente un déficit o un superávit en sus flujos de renta. Estos déficits y superávits forman la cuenta capital.

La estructura de la Cuenta Capital.

El sector familias es habitualmente el principal ahorrista en la economía, es decir que generalmente obtiene un superávit en sus flujos de renta con los otros sectores.

En contraposición el sector empresas, si bien ahorra a través de las utilidades no distribuidas y de los fondos de amortización, absorbe aún mayores ahorros para la inversión que se realiza por su intermedio.

La incidencia del sector público en la formación de la cuenta de capital se manifiesta por los déficits o superávits -- entre los flujos de renta recibidos y abonados.

Hemos visto que los ahorros y las necesidades de fondos de los distintos sectores concurren a la formación de la cuenta de capital. Pero el proceso de cesión de los ahorros de las unidades acreedoras a las unidades deudoras dista de ser simple. Intervienen en él unidades económicas especializadas en la intermediación financiera --entre las que se destaca el sistema banca-

ric- cuya acción es de importancia crucial para la economía y de gran interés para este estudio.

Las estadísticas de Renta Nacional comprenden estimaciones de la cuenta de capital que informan de los ahorros e inversiones sectoriales. Las Cuentas Nacionales de la República Argentina, recientemente publicadas por el CONADE, contienen tales datos, que se agregan en este trabajo y a los que nos referiremos más adelante.

Este simplificado esquema nos permite observar la función e importancia de los distintos sectores en la formación del ahorro. Pero para nuestro estudio contiene una seria limitación. Al considerar los ahorros netos de cada grupo perdemos de vista la distinta posición deudora o acreedora de las unidades individuales, que queda compensada dentro del sector, y que sin embargo tiene relevante importancia en el desarrollo de los mercados del crédito. Igualmente perdemos información acerca del mecanismo de canalización de los ahorros, del volumen de ahorros empleado en forma directa, del volumen de consumo financiado con ahorro - de otras unidades económicas, etc.

Para obviar estos inconvenientes se ha desarrollado en los últimos años un nuevo sistema de cuentas, denominado "Cuenta de fuentes y usos de fondos" (Flow-of-Funds Accounts). Este sistema de cuentas consiste en un estado de las fuentes y usos de fondos para la economía como un todo, subdividido en estados pa-

CUENTA 5. AHORRO E INVERSION

(en millones de pesos, a los precios corrientes)

CONCEPTOS	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961
5.1 Inversión bruta interna fija (1.14)	22.285,1	23.690,0	25.727,4	31.342,9	42.738,9	59.468,3	81.184,8	143.975,8	227.129,4	277.528,4
5.2 Variación de existencias (3.15)	4,0	1.188,9	1.410,8	695,6	-1.863,1	-1.170,5	795,9	7.811,6	6.474,3	-5.038,2
INVERSION BRUTA INTERNA.	22.289,1	24.878,9	27.138,2	32.038,5	40.875,8	58.297,8	81.980,7	151.787,4	233.603,7	272.490,2
=====										
5.3 Ahorro de Sociedades Anónimas y de Empresas Públicas(1.5)	1.638,6	1.960,8	2.235,4	1.840,5	2.895,5	5.866,5	6.117,0	21.598,8	27.337,1	35.389,5
5.4 Ahorro de las unidades fami- liares (2.5)	8.405,8	14.657,0	16.576,4	19.223,5	18.763,8	19.341,2	52.558,1	105.088,0	120.355,6	103.837,0
5.5 Ahorro del Gobierno General(3.5)	4.192,9	5.148,2	2.345,6	550,9	6.017,8	12.610,0	- 2.011,6	449,6	31.641,2	37.247,1
5.6 Ahorro del resto del mundo) (4.3)	3.442,3	- 2.266,1	- 338,8	2.265,2	3.022,2	7.558,5	8.387,0	- 1.052,6	16.329,9	47.297,3
5.7 Asignaciones para el consu- mo de capital fijo (1.9) . .	4.609,5	5.379,0	6.319,6	8.158,4	10.176,5	12.921,6	16.930,2	25.703,6	37.939,9	43.719,3
=====										
FINANCIACION DE LA INVERSION BRUTA INTERNA.	22.289,1	24.878,9	27.138,2	32.038,5	40.875,8	58.297,8	81.980,7	151.787,4	233.603,7	272.490,2

FUENTE : Cuentas Nacionales de la República Argentina - CONADE.

ra los distintos sectores, reflejando las relaciones entre estos. Este sistema nos permite observar, por ejemplo, donde obtienen las empresas fondos y en qué los aplican e igual información para los otros agrupamientos.

Lamentablemente son aún pocos los países que cuentan con este elaborado instrumento de análisis y entre ellos no se cuenta el nuestro. En el trabajo del CONADE más arriba mencionado se anuncia la próxima presentación de cuentas de uso y fuentes de fondos para el gobierno, las empresas públicas y las sociedades anónimas, lo que si bien representará una interesante adición al material estadístico disponible, no podrá reflejar, por su extrema parcialidad, una idea global de nuestro mercado de ahorro.

En el cuadro anexo, referido a los Estados Unidos de Norteamérica, correspondiente al año 1961, podemos apreciar el funcionamiento de este sistema de cuentas y la claridad con que en él se aprecian los movimientos y el volumen de la actividad financiera.

La formación del ahorro de las unidades familiares

Los factores determinantes del ahorro individual son extremadamente complejos. Las investigaciones empíricas realizadas para evaluar la importancia de los distintos incentivos al ahorro no han llegado a resultar concluyentes.

Evidentemente, el punto de vista tradicional que sindicaba como causal del ahorro individual el deseo de protección fren-

RESUMEN DE LA CUENTA DE FLUJO DE FONDOS DE EE.UU. 1961
(EN MILES DE MILLONES DE DOLARES)

	NEGOCIOS NO FINANCIEROS						GOBIERNO				FINANZAS									
	Consumidores		Sociedades Anónimas		Otros		Federal		Estatal y Local		Bancos Comerciales		Instituciones Ahorro		Seguros		Otro:		Resto del Mundo	
	U	F	U	F	U	F	U	F	U	F	U	F	U	F	U	F	U	F	U	F
A-AHORRO BRUTO (B+C-D)		75,0		34,9		13,0		(6,2)		(6,6)		1,5		0,9		2,6		(0,6)		(2,5)
B-GASTOS EN CAPITAL	62,6		33,2		16,5						0,4			0,4						
C-AUMENTO NETO EN ACTIVOS FINANCIEROS	30,4		12,4		0,8		3,4		3,1		15,6		12,9		11,3		4,8		3,1	
D-AUMENTO NETO EN DEUDAS		16,2		16,8		4,3		9,6		8,1		13,4		12,0		9,0		4,2		5,0
DINERO	0,9		1,3		0,3		0,2	0,1	0,3		(0,7)	4,2	0,5		0,1		0,2		1,1	
DEPOSITOS DE AHORRO	7,9		1,4				(0,1)	0,7				9,0		1,9					0,8	
ACCIO.DE AHORRO	9,3												0,1	9,4						
BONOS DE AHORRO	0,8						0,8													
AHORRO A TRAVES DE SEGUROS DE VIDA	3,6						(0,1)									3,7				
AHORRO A TRAVES DE FONDOS DE PENSIONES	8,5						0,9		2,4							5,3				
INSTRUMENTOS DEL MERCADO FINANCIERO	1,6	16,1	(0,4)	10,7	0,5	4,7	2,8	6,8	2,1	5,7	16,2	0,2	11,9	0,7	11,1		4,6	3,7	0,9	2,7
OBLIGACIONES DEL GOBIERNO	(0,6)		(0,4)					6,6	0,4	5,3	9,9		0,5		1,5				0,5	
BONOS DE SOCIEDADES Y EXTRANJEROS	(0,5)			4,3					1,4				(0,1)		4,3		0,5	0,8		0,4
ACCIONES	1,0			2,7								0,2			2,6		1,2	1,9	0,3	0,3
HIPOTECAS	1,5	12,8		2,9		2,6	0,5		0,4		1,7		10,8		2,6		0,8			
CREDITO AL CONSUMO		1,4	(0,2)			0,5					0,5		0,6							
CREDITO GARANTIZADO	0,1	1,3									1,0						1,1	0,9		
OTROS PRISTAMOS BANCARIOS		0,2		0,1		1,2					2,1							0,1		0,7
OTROS PRISTAMOS		0,6	0,1	0,8		0,9	2,3	0,2		0,4	1,1		0,7	0,3			1,0		0,1	1,2
CREDITO COMERCIAL		0,1	8,2	6,0		1,8		0,3							0,1					
INVERSION DEL DUEÑO EN EMPRESAS UNIPERSONALES.	(2,2)					(2,2)														
TRANSACCIONES FINANCIERAS VARIAS			1,9	0,1			0,3	1,0				0,1	0,4					0,5	0,5	2,3
DISCREPANCIA ESTADISTICA	(1,8)		6,1						(1,6)		(1,1)						(1,2)		(0,6)	

NOTA: U = USOS
F = FUENTES

LAS CIFRAS HAN SIDO REDONDEADAS PUDIENDO EXISTIR DISCREPANCIAS DE TAL ORIGEN.

FUENTE: FEDERAL RESERVE BULLETIN, APRIL 1962.-

te a las contingencias de la vida humana y especialmente la vejez contiene una gran parte de verdad.

Los individuos también ahorran para efectuar gastos o inversiones de importancia en el futuro.

Otros incentivos de tipo cultural tienen también gran importancia. Las tradiciones y costumbres de sus antepasados y del ambiente en que se desempeña un individuo tienen indudablemente considerable significado. Recordemos que algunos autores han visto la huella del protestantismo en la génesis del capitalismo moderno.

Los economistas clásicos presumían que la tasa de interés tenía una significación crucial sobre el volumen de ahorro. De tal manera que los movimientos de la tasa de interés, como los de cualquier otro precio, equilibrarían el mercado de ahorros, actuando al mismo tiempo sobre su oferta y demanda.

Modernamente se duda sobre la influencia de la tasa de interés sobre el ahorro total, centrando en cambio la atención en el nivel de ingresos como determinante del ahorro. El consumo se presenta como una función decreciente del ingreso a medida que este se eleva. Como el ahorro no es otra cosa que la diferencia entre el ingreso y el consumo está, en consecuencia, determinado por el nivel de ingreso.

La evidencia empírica si bien es concordante con este punto de vista contiene algunas contradicciones. Si bien resulta

claro que los grupos de altos ingresos ahorran más que aquellos de bajos ingresos, con lo que se confirmaría la argumentación precedente, si consideramos históricamente el tema, observamos que, existiendo una tendencia al crecimiento del ingreso en la mayor parte de los países de occidente, no se encuentra ninguna tendencia al crecimiento de la propensión al ahorro.

Distintas hipótesis han sido propuestas para explicar este fenómeno. Se ha expuesto la idea de que la diferencia en el ahorro por niveles de ingreso es relativa, y que, los distintos grupos sociales destinan al ahorro porcentajes de su ingreso similares a los que el mismo grupo social destinó en el pasado.

Otros señalan que puede observarse un efecto de "cruque" es decir, que cuando los individuos alcanzan un determinado nivel de consumo tratan de conservarlo. Esto evita que ante una caída del ingreso disminuya el consumo, pero hace que el volumen de ahorro sea muy inestable ante un ingreso creciente pero fluctuante.

También se ha propuesto la hipótesis de que cada individuo cree tener un nivel de ingreso dado que considere su "ingreso permanente", el cual es el punto de partida de la planeación de su consumo y ahorro.

Estas hipótesis tienden a justificar una alta inestabilidad a corto plazo en el volumen de ahorro total, congruente con una alta estabilidad a largo plazo.

Las motivaciones del ahorro de los consumidores no son importantes únicamente en la medida en que determinan el volumen total del mismo, sino también porque están indisolublemente ligadas al destino dado a los fondos ahorrados.

Una parte del ahorro de los consumidores es invertido - en forma directa en la compra de viviendas y otros bienes durables. Cabe discutir si la compra de automóviles, muebles u otros artefactos para el hogar constituyen un acto de inversión o de consumo por parte de las unidades familiares. Si bien estos bienes están destinados en definitiva al consumo es indiscutible - que poseen características especiales. Mantienen un determinado valor de realización y en el caso de los automóviles poseen un apreciable grado de liquidez por su fácil realización. Tampoco se agotan con el uso, sino a través del transcurso del tiempo, en un proceso muy similar a la amortización de los bienes de capital.

Por todo ello en el ánimo del consumidor revisten un - carácter dual e intermedio entre el consumo y la inversión. Es - así que individuos que de ninguna manera se endeudarían para el consumo corriente lo hacen gustosamente para la compra de bienes durables. Por todo lo dicho es que los automóviles constituyen, en alguna medida, una de las defensas contra la inflación preferidas en nuestro medio, atento a las facilidades existentes para su compra y posterior realización.

También ahorran los consumidores a través de la posesión de activos financieros. Los motivos que llevan a los consumidores al mantenimiento de tales activos son sumamente complejos y de relevante importancia al determinar el tipo y modalidad de la colocación de sus fondos.

Estudios realizados recientemente en EE.UU. por Eva Mueller y Harlow Osborne acerca del rol que cumplen los depósitos de ahorro y a plazos en el portafolio familiar ofrecen resultados de gran interés, demostrando hasta que punto los activos financieros son mantenidos por una serie de motivaciones y no por una única y determinante. La investigación trata de averiguar en que grado estas inversiones son "subjetivamente líquidas" es decir, en que medida constituyen en el ánimo del tenedor una reserva de liquidez, en el sentido en que lo son el dinero efectivo y los depósitos en cuenta corriente, y en que medida constituyen una inversión con intención de permanencia. Se llega a la conclusión de que estos depósitos revisten para sus tenedores un carácter dual, no en el sentido de que una parte de ellos esten afectados a una función y el resto a otra, sino en el de que sus tenedores están dispuestos a mantenerlos con carácter permanente, pero no descartan recurrir a ellos para realizar compras y gastos de importancia o imprevistos, aunque con la intención de reconstruirlos posteriormente.

Otro tema que ha atraído la atención es en que medida el ahorro se ve estimulado por la existencia de facilidades de colo-

cación atractivas. Si bien no existen investigaciones empíricas acerca de ello la opinión de los especialistas así lo estima. W.A. Lewis manifiesta que " La experiencia demuestra que el volumen del ahorro depende en parte de la difusión de estos servicios (instituciones de ahorro)" y E.Nevin que " Mientras una economía no proporcione medios para utilizar los ahorros con seguridad y ganancia, los fondos se mandarán al extranjero, quedarán esterilizados en un acaparamiento inútil de dinero o metales preciosos, o no llegarán a acumularse siquiera, lo cual es más probable".

El sector de consumidores es, en la mayor parte de las economías, el principal ahorrista. Las Cuentas Nacionales de la República Argentina, cuya Cuenta de Capital se agrega en este tra bajo, confirman que ello también sucede en la economía argentina. En efecto el ahorro de las unidades familiares no solamente es más importante que el de cualquier otro sector económico, sino que, en algunos años, supera las dos terceras partes del ahorro total.

El ahorro de las empresas

Las empresas, en general, no solamente utilizan internamente el ahorro por ellas generado sino que absorben ahorros y fondos prestables del mercado de crédito. Sin embargo el crédito que otorgan a sus compradores, tanto consumidores como empresarios, utilizando en muchos casos para ello fondos extraídos del mercado, pone de manifiesto su importancia para los mercados del dinero. Por otra parte es corriente que en el curso de su activi-

dad reunan fondos para efectuar pagos de significación y que, cuando están disponibles por un plazo más o menos largo, sean colocados en la plaza.

El ahorro bruto de las empresas, compuesto por las utilidades no distribuidas y los fondos de amortización, son de gran importancia. En nuestro país constituyen el segundo sector de ahorro.

La Administración Pública y el ahorro

La posición de la Administración Pública en el mercado de ahorro, como la de las empresas, es normalmente deudora. Sin embargo el gobierno también interviene como prestamista, generalmente con destino a las actividades que desea fomentar.

Es asimismo destacable la influencia que ejerce en la inversión de ahorros originados en otros sectores, especialmente en el sector familiar, sujetos a su influencia y control. Tal el caso de los fondos de las Cajas de Jubilaciones.

El sector externo

El ahorro de origen extranjero generalmente está vinculado a planes de inversión específicos, a importaciones a plazo diferido o a préstamos entre bancos centrales o gobiernos. De tal manera no tiene influencia directa sobre el mercado financiero interno en nuestro país.

Sin embargo, en años recientes, se desarrolló un activo mercado para aceptaciones bancarias, instrumentadas en pagarés -

avalados por bancos de la plaza, nominados en moneda extranjera. Esta modalidad ha sido prácticamente abandonada, tanto por las dificultades que originó a los deudores y a los bancos por la brusca elevación de los tipos de cambio como por la imposibilidad de obtener seguro de cambio -compras de cambio a término- a costos razonables.

Hasta aquí hemos descripto brevemente el proceso de formación del ahorro por parte de los distintos sectores económicos, con especial énfasis en el sector consumidores, teniendo en cuenta la importancia que este último tiene para nuestro estudio.

Hemos visto además la importancia de las motivaciones del ahorro, en cuanto condicionan su canalización, que pasamos a estudiar.

SU CANALIZACION

Como hemos visto anteriormente, una parte del ahorro es utilizado por las mismas unidades económicas que lo generan. Tal es el caso de las empresas y la Administración Pública que, normalmente absorben ahorros del mercado, para invertirlos conjuntamente con el generado internamente, también los es el de aquellos individuos que emplean total o parcialmente su ahorro en la compra de bienes para su uso personal.

El volumen y forma de inversión de estos ahorros es de gran interés para la economía. Sin embargo, su importancia para este estudio es solo indirecta, ya que estos fondos no concurren al mercado. Su incidencia indirecta reside en que tales ahorros son sustitutivos de los extraídos del mercado, y en consecuencia, cambios en su volumen y destino puede tener considerable repercusión en este.

Los Mercados Financieros

Los ahorros no utilizados en su origen concurren al mercado de crédito. Podemos definir el mercado de crédito o mercado financiero como aquel que pone en contacto a prestatarios con inversores o prestamistas y establece y hace conocer los precios a los cuales ellos están dispuestos a realizar negocios. El precio del crédito es la tasa de interés.

La organización de tales mercados varía según el grado de desarrollo de la economía y factores tales como costumbres -

locales, antecedentes históricos, etc.

La existencia de distintas clases de operaciones financieras, que presentan considerables diferencias tanto en el tipo de crédito, como en su liquidez, riesgo, plazo e instrumentación, determina la división del mercado en sectores especializados. Es corrientemente usada en la literatura económica la distinción - primaria entre el mercado de dinero (a corto plazo) y el de capitales (a largo plazo).

Esta división no es rígida, ya que los distintos sectores del mercado se hallan vinculados entre sí por la actividad de los intervinientes, que hallan ventajas trasladar sus operaciones, activas o pasivas, de una fracción del mercado a otra, cuando las condiciones imperantes determinan una ventaja para sus intereses.

Claro está que esta interconexión está condicionada por el grado de movilidad de la demanda y oferta de fondos. Debe tenerse presente que existen preferencias institucionales por determinado tipo de operaciones y que otras consideraciones, tales como los costos de operación, influyen negativamente sobre su movilidad. De estas imperfecciones del mercado surgen diferencias entre las tasas de interés, sobre las cuales volveremos más adelante.

Es común que en los países de menor desarrollo económico, así como también en aquellos sometidos a grandes perturbaciones -

monetarias, la incomunicación entre los distintos sectores del mercado se acentúa dando lugar a la aparición, en los casos extremos, de verdaderos compartimientos estancos. Como lógica consecuencia la diferencia entre las condiciones prevalecientes en las operaciones realizadas en distintos sectores pueden ser grandes.

Podemos decir que, en general, los países que cuentan con un grado de desarrollo económico mayor poseen también mercados financieros mejor organizados y más integrados.

Ciertas especializaciones dentro de los mercados financieros se hallan formalmente organizadas. Los de valores nos ofrecen un ejemplo de máxima organización, contando inclusive con una localización específica. Tal grado de institucionalización no es, sin embargo, común, estando la mayoría de ellos comunicados a través de una organización más o menos elaborada que les permite reunir un gran número de oferentes y demandantes de crédito.

Debemos destacar también que el mercado nacional de crédito se halla distribuido en distintas plazas locales o regionales, pero que normalmente se reúnen en un centro rector. En nuestro país es clara la posición de Buenos Aires como cabeza del mercado financiero.

Una parte de los fondos que concurren a la plaza son colocados directamente por la unidad económica ahorrista. El resto es confiado a instituciones especializadas en la intermediación

financiera, quienes, a su vez, los utilizan. La compra de acciones o de títulos de renta fija en las bolsas es un ejemplo de la primera modalidad. La constitución de un depósito a plazo en un banco u otra institución financiera es una manifestación de la segunda.

Pasemos ahora a ocuparnos de los mecanismos de canalización del ahorro con especial énfasis en su desarrollo en nuestro país. Cabe aclarar previamente que, en este trabajo, por ahorro se entiende toda abstención del consumo, con prescindencia de que ésta sea o no voluntaria. Es decir, se está al significado económico de la palabra ahorro. Esta aclaración es importante, ya que algunas de las instituciones que pasamos a describir -los seguros sociales- no encuadrarían totalmente en una definición de ahorro con sentido subjetivo.

El Mercado de Valores

En las economías desarrolladas las operaciones de los mercados o bolsas de valores revisten gran importancia. En nuestro país si bien el existente es de importancia y ha sido en determinadas circunstancias capaz de contribuir a la formación del capital de empresas de gran envergadura, en los momentos actuales su función como canalizador del ahorro está seriamente disminuida.

De ahí que, por causas que hacen a la situación económica general y que se manifiestan entre otras formas en el deterioro de la situación empresarial, pero que en buena medida son intrínse-

cas a la estructura del mercado, tales como el alto carácter especulativo de los operadores, el gran número de empresas fallidas y otras, su capacidad de atracción de fondos se ha visto sumamente debilitada. Si tenemos en cuenta que en los últimos años ha cobrado auge el sistema de cuentas especiales para participación en valores mobiliarios, instituido por el Banco Industrial de la República Argentina y posteriormente por la Caja Nacional de Ahorro Postal, que ha allegado al mercado bursátil fondos originariamente invertidos en cuentas muy similares a las de ahorro, veremos que la inversión neta por parte de compradores individuales de acciones ha sido de muy escasa significación y en ocasiones aún negativa. Claro está que nos referimos a fondos líquidos y no tomamos en cuenta las utilidades capitalizadas por vía de distribución de dividendos en acciones.

El mercado de títulos públicos reviste en muchos países gran importancia y su manejo es uno de los medios más utilizados por la autoridad monetaria para establecer el nivel de medios de pago que desea y consiguientemente para influir sobre las tasas de interés. En nuestro medio su importancia es mucho más reducida. El grueso de los títulos públicos están en poder de las Cajas de Jubilaciones, del Banco Central o del resto del sistema bancario. Fuera de estos existe un pequeño mercado de títulos públicos, controlado de cerca por la autoridad monetaria para asegurar una cierta estabilidad en las cotizaciones, donde, a su vez, el grueso de

los valores están en poder de algunos inversores institucionales, que por razones legales se ven obligados a mantener una parte de sus inversiones en títulos públicos (Compañías de seguro y de Capitalización). La cifra en poder de otros inversores apenas excedía en abril de 1965 los diez mil millones de pesos. En su mayor parte estaba compuesta por Bonos del Empréstito de Recuperación Nacional 9 de Julio (con cláusula oro) y en un monto de menor importancia por Certificados de Cancelación de Deudas, valores - que en realidad cumplen una función casi monetaria, ya que, siendo entregados por el estado y sus reparticiones en pago a sus acreedores, son utilizados para el pago de obligaciones para con el fisco.

Los seguros sociales

El carácter de canalizador de ahorros que revista el sistema de seguros sociales depende del sistema adoptado al instituirlos. Si se adopta un sistema de reparto, donde las cargas pasivas de cada año son cubiertas por los aportes efectuados durante ese mismo año, estaremos en presencia de una mera redistribución de ingresos, no existiendo desde el punto de vista de la economía en su conjunto ahorro alguno. Por el contrario, si se adopta un sistema de capitalización, en el que se constituye un fondo a cargo del cual se pagarán las pasividades futuras, un importante volumen de ahorro se absorbe a través del sistema de seguros sociales.

En nuestro país se adoptó el sistema de capitalización, invirtiéndose el ahorro concentrado por las cajas de jubilaciones en títulos de la deuda pública, excepto cantidades porcentualmente modestas destinadas a préstamos con garantía real y personal a los afiliados al sistema.

En la actualidad el sistema concebido originariamente como de capitalización ha evolucionado hasta asemejarse, en los hechos, a un sistema de reparto. La demora en el pago de los aportes, tanto por parte del Estado y sus empresas como por los particulares, la inflación que ha carcomido el valor real de las reservas constituidas y posibles fallas en la estructura actuarial del sistema que nunca fué estudiada a fondo, han llevado a que las cajas cubran las obligaciones pasivas con las recaudaciones anuales, con lo cual ha reducido radicalmente el porcentaje de sus ingresos que han colocado en títulos públicos. Es así que en 1950 las cajas destinaron el 79% de sus recaudaciones a la inversión en títulos, habiendo disminuido este porcentaje al 19% para el ejercicio 1959/60.

De todas maneras cabe destacar que nuestro sistema de cajas de jubilaciones no ha actuado nunca como canalizador de ahorro a la plaza, habiendo sus reservas suplido la falta de un mercado de títulos públicos para atender las necesidades del Estado.

Las compañías de seguros

En algunos países las compañías de seguros son inverso-

res de gran importancia. Su presencia es fundamental en el mercado de capitales ya que siendo su pasivo a largo plazo y de montos predecibles con cierta aproximación, les permite efectuar colocaciones igualmente a largo plazo.

Como intermediarios entre el ahorro y las necesidades de capital se destaca la importancia de aquellas que explotan el sector vida. Los seguros de vida, especialmente los dotales, obligan a la constitución de reservas matemáticas para atender los compromisos futuros con los asegurados, siendo en el interín invertidos por las compañías.

En algunos países de un alto grado de evolución económica y social, entre los que se destacan EE.UU., Inglaterra, y otros países miembros del Commonwealth, los activos poseídos por las compañías de seguros de vida alcanzan porcentajes de hasta un 50% de los activos del sistema bancario en su conjunto, y de hasta un 20% del Producto Bruto Nacional.

En los países de evolución intermedia, entre los que se destacan los de Europa Continental, la cartera de las citadas empresas aseguradoras representa un porcentaje de aproximadamente el 20% de los activos bancarios y de entre un 12% y un 20% del Producto Bruto Nacional.

El sistema de seguros de vida está mucho menos desarrollado en América Latina. Las inversiones de las compañías que explotan este ramo oscilan entre un 2% y un 7% de las del sistema

bancario, y relacionándolas con el Producto Bruto Nacional vemos que en muchos casos no alcanzan a un 1%.

En los países con mercados financieros más desarrollados las inversiones de las compañías que cubren riesgos distintos que el de vida, son consideradas marginalmente al analizar el mercado de capitales, ya que sus reservas son muy pequeñas comparadas con las originadas por los seguros de vida. Sin embargo en los países latinoamericanos debemos tomarlas en cuenta, ya que el menor desarrollo de la estructura financiera de estos las hace relativamente importantes dentro del mercado. Por otra parte muchas veces no se cuenta con una diferenciación en las estadísticas que permita separar las inversiones de las compañías de seguros por ramos.

En nuestro país se ha producido un retroceso relativo de estas inversiones, en comparación con el desarrollo general de la economía.

Hemos preparado un cuadro con el volumen de las inversiones de las compañías en valores absolutos y como porcentaje del Producto Bruto Nacional. Por las razones más arriba apuntadas no hemos discriminado entre los distintos ramos. En él observamos que entre los años 1940 a 1945 dichas inversiones equivalían al 3% del Producto Bruto. A partir de dicho año la importancia relativa de estas inversiones comienza a disminuir, para llegar, a través de sucesivos escalones a un mínimo del 6 por mil del Pro-

ducto Bruto, porcentaje que se mantiene con escasas variaciones desde 1959.

La inflación es responsable de esta drástica reducción de la importancia de las compañías de seguros como inversores - institucionales. El valor real de sus inversiones se ha visto de teriorado, ya que una parte sustancial de ellas es realizada en valores expresados en términos monetarios. Por otra parte la depreciación monetaria ha quitado atractivo a las formas tradicionales de seguros de vida. Tanto en los seguros dotales como en los de vida entera se constituye un fondo destinado a cubrir los riesgos futuros, fondo que al ir perdiendo valor, por estar expresado en términos monetarios, perjudica al ahorrista -en este caso al titular o beneficiario de la póliza- a través de la disminución del valor real de los beneficios a percibir en el futuro. Es así que el total de primas recaudadas por el ramo vida ha pasado de representar un 28% del total de todas las primas recaudadas por las compañías de seguros en 1945 a menos del 8,5% de dicho total en 1964. Debemos tener en cuenta también que muchos de los seguros de vida que más aceptación tienen en los actuales momentos operan sobre bases distintas: a las tradicionales similares a las del sistema de reparto a que nos hemos referido al hablar de los seguros sociales. De ahí que resulte que las reservas de las compañías afectadas al sector vida, han perdido - significación real, deteriorando la posición de las compañías de seguros como inversores institucionales.

ENTIDADES ASEGURADORAS

Inversiones

AÑOS	EN MILLONES DE PESOS	COMO POR MIL DEL PRODUCTO BRUTO NACIONAL
1940	336	29
1941	386	31
1942	404	28
1943	440	29
1944	516	30
1945	560	29
1946	618	24
1947	683	19
1948	771	17
1949	918	17
1950	1.069	15
1951	1.238	12
1952	1.474	12
1953	1.665	12
1954	1.893	13
1955	2.163	12
1956	2.501	11
1957	2.951	10
1958	3.461	8
1959	4.131	6
1960	5.406	6
1961	8.053	7
1962	9.551	7
1963	11.032	6

Fuente: Memoria Anual - Superintendencia de Seguros de la Nación.

Los Bancos Comerciales

Si bien los bancos comerciales prestan una cantidad de servicios y realizan una gama de operaciones amplia, cuya extensión varía en los distintos países de acuerdo a costumbres, y regulaciones locales, podemos decir que la función que los caracteriza es la recepción de depósitos de dinero en cuentas a la vista y movilizables mediante cheques. No volveremos aquí sobre el proceso de creación de depósitos por parte del sistema en su conjunto, pero debemos destacar que por ello han sido sujetos - los bancos a una rígida regulación por parte de la autoridad monetaria, tanto en cuanto a su solidez y solvencia, como en lo que hace a su influencia sobre la economía monetaria.

Pero los bancos no limitan sus funciones a la administración de estos depósitos a la vista, mantenidos por sus clientes principalmente como una forma de liquidez necesaria para atender las transacciones corrientes, sino que también actúan recibiendo otros tipos de depósitos - como los de ahorro y plazo fijo - compitiendo así con otras instituciones descriptas. Si bien no son comunes en nuestro medio, tienen gran importancia en otros países las operaciones de fideicomiso y administración realizadas por las instituciones bancarias por cuenta de sus clientes.

En nuestro país la inflación, así como otras circunstancias de orden económico y social, han afectado la capacidad de absorción de fondos por el sistema bancario, haciéndolo perder

importancia relativa frente a la economía en general. Los depósitos bancarios de particulares representaban en 1940 un 35% del Producto Bruto Nacional habiendo alcanzado durante la guerra porcentajes aún mayores, disminuyendo luego para representar en 1964 un 15% del citado PBN, luego de haber llegado a porcentajes aún menores en los años 1959-63.

En el cuadro adjunto puede apreciarse claramente los efectos del deterioro del valor de la moneda sobre la importancia porcentual de los depósitos bancarios. Es así que en los años 1951-52 y 1959 que fueron de gran aceleración del ritmo inflacionario, es mayor también la disminución operada en la relación entre depósitos y Producto Bruto.

Los efectos de la inflación no son tampoco iguales para todos los tipos de depósitos. La disminución operada en la importancia de las cuentas corrientes es menor que la operada en los depósitos en caja de ahorro, lo que confirma una vez más el distinto carácter que revisten, siendo los primeros utilizados como medios de pago y los segundos como instrumentos de liquidez secundaria.

En la disminución de la importancia de los depósitos en cuenta corriente debemos tener en cuenta otro factor relevante para el volumen de estos. Siendo los depósitos en cuenta corriente medios de pago, conjuntamente con el dinero efectivo, la distribución entre efectivo y depósitos deseada por el público afec

DEPOSITOS BANCARIOS DE PARTICULARES

FIN DE	MILLONES DE PESOS	COMO PORCIENTO DEL PRODUCTO BRUTO NACIONAL
1940	4.064	35
1941	4.626	37
1942	5.288	38
1943	6.026	40
1944	7.200	42
1945	8.386	44
1946	10.404	41
1947	11.623	33
1948	14.140	32
1949	17.330	33
1950	19.898	29
1951	21.926	22
1952	23.774	21
1953	29.705	23
1954	33.781	23
1955	38.783	22
1956	48.320	22
1957	54.338	19
1958	78.708	20
1959	102.381	14
1960	133.120	14
1961	158.333	13
1962	169.224	12
1963	238.631	14
1964	346.055	15

Fuente: Boletín Estadístico del Banco Central de la República Argentina Producto e Ingreso de la República Argentina 1935-54; y Cuentas Nacionales de la República Argentina.

ta su importancia relativa. En los años a que se refiere el cuadro adjunto, entre 1947 y 1952, el porcentaje de depósitos sobre el total de los medios de pago ha disminuido desde casi un 60% a alrededor de un 40%. Este solo hecho tal vez explique la disminución de la importancia relativa de los depósitos en cuenta corriente en el período.

Claro está que el fenómeno de reducción de la participación de los depósitos en el total de medios de pago no es ajeno al proceso inflacionario. Se ha intentado explicarlo por la alteración de los hábitos de pago de la población motivada por los cambios en la composición de los ingresos y por una creciente evasión a los controles de precios y a las cargas tributarias. Por nuestra parte pensamos que, sin perjuicio de los factores enunciados, las perspectivas inflacionarias deben haber llevado a los poseedores de depósitos en cuenta corriente a un más eficaz manejo de los mismos, tendiente a reducir su volumen y evitar la depreciación monetaria sobre tales saldos inactivos.

Pese a la declinación de la importancia del sistema bancario como mecanismo de captación de ahorro, su capacidad de préstamo al sector privado ha disminuido en mucho menor grado. Como se observa en el cuadro anexo de representar porcentajes de alrededor del 20% del Producto Bruto Nacional hasta 1958 ha disminuido a un 15% en 1964. La modificación de la estructura de los activos y pasivos bancarios, en la que se aprecia la influencia del

DEPOSITOS BANCARIOS DE PARTICULARES

- EN CUENTA CORRIENTE -

FIN DE	MILLONES DE PESOS	COMO PORCIENTO DEL PRODUCTO BRUTO NACIONAL	COMO PORCIENTO DEL TOTAL DE MEDIOS DE PAGO
1940	1.304	11	54
1941	1.771	14	57
1942	2.120	15	58
1943	2.579	17	59
1944	3.180	19	59
1945	3.832	20	59
1946	4.879	19	58
1947	5.475	15	53
1948	7.035	16	53
1949	8.511	16	48
1950	10.137	15	46
1951	11.382	11	43
1952	12.158	11	40
1953	15.667	12	42
1954	17.135	12	39
1955	19.787	11	38
1956	24.095	11	40
1957	25.770	9	38
1958	38.549	10	39
1959	57.742	8	41
1960	73.278	7	41
1961	83.760	7	41
1962	84.284	6	38
1963	115.812	7	41
1964	167.820	7	42

Fuente: Boletín Estadístico del Banco Central de la República Argentina; Producto e Ingreso de la República Argentina - Secretaría de Asuntos Económicos; Cuentas Nacionales de la República Argentina - Conade.

DEPOSITOS BANCARIOS DE PARTICULARES

- EN CAJA DE AHORRO -

FIN DE	MILLONES DE PESOS	COMO PORCIENTO DEL PRODUCTO BRUTO NACIONAL
1940	2.054	18
1941	2.158	18
1942	2.440	17
1943	2.761	18
1944	3.243	19
1945	3.743	20
1946	4.701	18
1947	5.245	15
1948	6.094	14
1949	6.992	13
1950	7.664	11
1951	8.015	8
1952	9.604	8
1953	11.913	9
1954	14.199	10
1955	15.844	9
1956	19.525	9
1957	22.081	8
1958	27.122	7
1959	34.587	5
1960	43.167	4
1961	50.469	4
1962	56.952	4
1963	82.015	5
1964	122.981	5

Fuente: Boletín Estadístico del Banco Central de la República Argentina; Producto e Ingreso de la República Argentina 1935-54; Cuentas Nacionales de la República Argentina.

Banco Central, tanto como institución de redescuento, como por haberse hecho cargo de la financiación del sector público, que tuvo en algún momento importancia dentro de los activos de los Bancos Comerciales, ha permitido a estos mantener el volumen de sus préstamos privados, contreyéndolos en menor grado que la reducción de su capacidad de absorción de fondos.

Evolución reciente de la intermediación financiera

La tendencia mundial a una mayor diferenciación entre los intermediarios financieros, así como también el necesario desarrollo de una estructura financiera más compleja que trae aparejado el crecimiento de la economía y la incorporación de nuevas actividades, han determinado la aparición en el último quinquenio de nuevos intermediarios financieros y de nuevas formas de financiación en nuestro medio.

Claro está que, nuestra legislación, costumbres y circunstancias económicas han condicionado su desarrollo, imprimiéndole características propias y determinando el grado de éxito de las distintas iniciativas.

En particular la aguda inflación vivida, el proceso de iliquidez de la plaza que la política monetaria generó en algunos de esos años, la creciente expansión de las modalidades de compra a través de sistemas de crédito que permiten el pago en cuotas periódicas y la gran necesidad latente de crédito para la adquisición de unidades de vivienda han influido en el proceso fi-

SALDOS DE PRESTAMOS BANCARIOS AL PUBLICO

FIN DE	MILLONES DE PESOS	COMO PORCIENTO DEL PRODUCTO BRUTO NACIONAL
1941	2.634	21
1942	2.767	20
1943	2.669	18
1944	2.894	17
1945	3.228	17
1946	4.143	16
1947	6.431	18
1948	8.869	20
1949	10.407	20
1950	13.991	20
1951	20.084	20
1952	24.246	21
1953	26.796	21
1954	31.151	22
1955	35.682	21
1956	44.832	21
1957	52.198	19
1958	73.617	19
1959	95.079	13
1960	142.090	14
1961	196.258	17
1962	217.786	16
1963	250.195	15
1964	337.722	15

Fuente: Boletín Estadístico del Banco Central de la República Argentina; Producto e Ingreso de la República Argentina 1935-54; Cuentas Nacionales de la República Argentina.

nanciero reciente.

Pasemos ahora a describir las principales instituciones y modalidades que se han desarrollado recientemente en la plaza y que son las Cuentas Especiales de Ahorro, Las Sociedades de Ahorro y Préstamo para la Vivienda, las Cooperativas de Crédito y las Entidades Financieras No Bancarias.

No consideramos en forma especial las sociedades de inversión "abiertas" o Fondos Comunes de Inversión ya que su desarrollo en el momento actual está contrarrestado por las condiciones imperantes en el mercado de valores, de las que ya hemos hablado, pensando, sin embargo, que cuando estas mejoren, tendrán gran expansión en nuestro medio.

Las cuentas especiales de ahorro

En los últimos años han tomado auge las Cuentas Especiales para participación en Valores Mobiliarios establecidas por el Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias en 1954 y continuadas luego por el Banco Industrial de la República Argentina. Recientemente la Caja Nacional de Ahorro Postal ha creado el mismo tipo de depósito. La característica de estas cuentas es contar con el reintegro del capital y un interés mínimo garantizado, a lo que se agrega un interés adicional producto del resultado de las inversiones realizadas por la institución depositaria. Al 30 de abril de 1965 los fondos depositados en este tipo de cuentas ascendían a 32.040 millones de pesos, correspondiendo de dicho

total 23.666 millones al Banco Industrial y 8.374 millones a la Caja Nacional de Ahorro Postal.

A partir de 1958 cobran auge también las cuentas especiales de ahorro de los bancos comerciales, vinculadas a sus secciones hipotecarias. Al 30 de abril de 1965 los saldos depositados en dichas cuentas ascendían a 13.283 millones o sea casi un 10% de los depósitos en caja de ahorro de tipo convencional a igual fecha.

Como vemos estas dos iniciativas recientes han tenido aceptación, ya que abonan intereses más remunerativos que los de caja de ahorros corriente, lo que nos señala la necesidad existente en la plaza de instrumentos de liquidez secundaria que defiendan en alguna medida a sus propietarios de la desvalorización monetaria.

La existencia de estos nuevos tipos de depósitos no altera sustancialmente lo dicho más arriba en cuanto a la decadencia de los depósitos de ahorro como canalizadores de fondos. Es así que si sumamos el total de depósitos de ahorro y lo comparamos con el Producto Bruto Nacional representará un 7% del mismo, contra un 5% que representan los depósitos de ahorro de tipo convencional, estando siempre muy por debajo del 20% a que alcanzaban en 1945.

Las Sociedades de Ahorro y Préstamo para la Vivienda

El objetivo de este tipo de empresas, es, tal como su

nombre lo indica, reunir los ahorros de sus asociados y destinarlos al otorgamiento de préstamos para la construcción o adquisición de viviendas. Dentro de éste principio general cabe diferenciar dos modalidades: aquella en que el derecho a recibir un préstamo está condicionado a la realización de un ahorro previo, cuyo monto y plazo están determinados por el préstamo que se desea recibir; y aquella en que la recepción de ahorro por las entidades de ahorro y préstamo está totalmente desvinculada de sus operaciones de préstamo.

En algunos países, tales como Inglaterra, Estados Unidos, Suecia, etc., se ha optado por esta última modalidad en la cual el ahorro es "libre" y en otros, entre los que se cuentan Alemania y Francia, por el llamado ahorro "contractual", es decir vinculado a una posterior operación de préstamo por parte de la institución de ahorro y préstamo.

Nuestro país se encuentra entre los que han elegido el sistema de ahorro contractual, pero las sociedades de ahorro y préstamo han sido autorizadas también a recibir ahorro "puro", es decir sin vinculación con contratos de préstamo.

En las últimas décadas el desarrollo del sistema de ahorro y préstamo ha sido notable en muchos países, de entre los cuales se destacan Estados Unidos e Inglaterra.

Las sociedades de ahorro y préstamo son conocidas en los Estados Unidos bajo el nombre de "Savings and Loan Associations".

Las inversiones en la mayoría de ellas se hallan aseguradas por una agencia del gobierno federal, la "Federal Savings and Loan Insurance Corporation", pero este seguro cubre únicamente el riesgo de pérdidas últimas, no garantizando en cambio la liquidez de estas inversiones. Otra agencia del gobierno federal, el "Federal Home Loan Bank System", ha sido organizado para otorgar facilidades de redescuento a estas entidades, proveyendo así de liquidez al sistema. La magnitud de los activos poseidos por estas instituciones, que en 1962 sobrepasaban los 84.000 millones de dólares o sea alrededor de un 30% del total de activos de los bancos comerciales, da una pauta de su ubicación dentro del mercado financiero norteamericano.

En Inglaterra estas instituciones son conocidas bajo la denominación de "Building Societies", y no tienen fines de lucro. Su ubicación en la economía financiera es señalada por el informe Radcliffe en los siguientes términos: "Han llegado a ocupar un importante lugar en la estructura crediticia de la economía, con obligaciones potencialmente a corto plazo por 2400 millones de libras a fines de 1958 y proveen financiación para cerca de las dos terceras partes de la construcción privada de viviendas".

En nuestro medio, es en la presente década cuando asistimos al crecimiento de esta actividad. Su acelerada expansión inicial, conjuntamente con los errores de apreciación incurridos

en los momentos iniciales, han creado al sistema problemas bastante graves, que la actividad reglamentaria del Estado ha contemplado en las sucesivas disposiciones dictadas con vista a su solución. Hasta el mes de agosto de 1965 las empresas que integran el sistema de ahorro y préstamo habían celebrado 253.403 - contratos por un valor de 120.498 millones de pesos. Los préstamos escriturados importaban 8951 millones y los fondos recibidos en concepto de ahorro contractual 8732 millones. Por amortizaciones de préstamos habían recaudado 955 millones y los fondos absorbidos de la plaza en concepto de ahorro libre ascendían a - 326 millones.

La gestación de la norma legal bajo la cual actúa el sistema comienza en 1961, al dictarse, el 21 de julio, el decreto 6122/61 por el cual se crea la Administración Federal de la Vivienda, entre cuyos fines se incluye proyectar un sistema federal de ahorro y préstamo.

Como consecuencia del proyecto elevado por el Administrador Federal de la Vivienda, se sanciona el 11 de enero de 1962 el decreto 368/62. En el se reglamentan los aspectos básicos de esta actividad, se somete a autorización por parte de la Administración Federal de la Vivienda a todas las entidades que reciban ahorros para financiar la vivienda y se pone a su cargo la liquidación de estas instituciones.

Posteriormente, por Decreto-Ley 11.179/62, se aprueban

Las "Normas Reglamentarias Básicas para las Sociedades de Ahorro y Préstamo para la Vivienda", que contienen disposiciones sobre capital mínimo, inversiones, utilización de los fondos, características de los contratos, etc.

La Administración Federal de la Vivienda se transforma luego en la Superintendencia de Ahorro y Préstamo, atento a lo dispuesto por el Decreto-Ley 5624/63, siendo sus facultades ampliadas ese mismo año por Decreto -Ley 6706/63 al mismo tiempo que se dictan normas sobre contabilidad para las entidades que integran el sistema.

La Ley 16571, promulgada el 13 de noviembre de 1964 establece que los fondos de ahorro recaudados por las sociedades de ahorro y préstamo no forman parte de su patrimonio y son inembargables.

El 26 de noviembre de 1965 es promulgada la Ley 16824 que crea la Caja Federal de la Vivienda y posteriormente, por Decreto 409/66 se aprueba su reglamentación. La nueva institución absorbe las funciones de la Superintendencia de Ahorro y Préstamo que es disuelta. Se establecen sus recursos y se la autoriza a recaudar capitales consultando al Banco Central de la República Argentina sus planes para la obtención de fondos. Sin perjuicio de las funciones de contralor anteriormente a cargo de la Superintendencia, la Caja Federal apoyará financieramente a las entidades que integran el sistema y asegurará los ahorros inver-

tidos en el mismo.

Las cooperativas de crédito

Este grupo de intermediarios financieros, si bien su existencia es de larga data, se han desarrollado muy rápidamente en los últimos años, como puede apreciarse en el cuadro adjunto. Si bien no se cuenta con cifras a 1965, todo hace suponer que su crecimiento ha continuado en ese año en forma tan intensa como en los inmediatamente anteriores. En 1964 las cooperativas de este tipo poseían un capital realizado de 2840 millones de pesos, tenían 564.129 asociados y sus operaciones ascendían a - - 32.493 millones.

Su expansión reciente se ha basado en la creciente aceptación que han tenido en plaza sus "órdenes de pago" como instrumentos de carácter "cuasi-monetario". Las dificultades financieras de la plaza originadas en la política de astringencia monetaria de la Banca Central han facilitado su desarrollo, que comenzó en localidades del interior del país y en los barrios y localidades aledañas de las grandes ciudades. Han recibido gran apoyo del comercio minorista y en general de los pequeños empresarios, ya que les permitían el acceso al crédito en forma ágil y basándose en gran medida en el conocimiento personal, mientras el mismo les resultaba de difícil obtención a través del sistema bancario, cuya calificación se basa en buena medida en la responsabilidad del deudor y al que resultan de muy onerosa atención,

COOPERATIVAS DE CREDITO

(Base 100 - 1961)

<u>AÑO</u>	<u>CANTIDAD DE SOCIEDADES</u>	<u>CANTIDAD DE SOCIOS</u>	<u>CAPITAL EFECTIVO</u>	<u>MONTO DE OPERACIONES</u>	<u>EXCEDENTES (UTILIDAD)</u>
1962	110,2	121,5	146,2	128,4	159,2
1963	124,6	147,4	197,6	169,8	190,5
1964	148,9	195,5	326,7	307,5	308,6

Fuente: Síntesis Estadística de las Sociedades Cooperativas

Año 1964 - Dirección Nacional de Cooperativas.

los créditos de pequeños importes.

La expansión del número de cooperativas de crédito y el crecimiento de sus operaciones han llevado a la creación de una institución de segundo grado, el Instituto Movilizador de Fondos Cooperativos. Este Instituto administra los clearings intercooperativos, que, habiendo alcanzado una razonable eficacia, aseguran a los que utilizan los servicios de las cooperativas un medio rápido y poco costoso de hacer efectivos valores sobre otras plazas.

Ante el rápido crecimiento de este sistema y el carácter casi bancario de estas instituciones el Banco Central ha encarado su reglamentación, lo que ha originado gran resistencia durante 1965, sin haberse llegado aún a una solución definitiva.

La última reglamentación dictada por el Banco Central - respecto de las cooperativas de crédito, por circular IF 1 de fecha 5 de noviembre de 1965, contiene normas tendientes a asegurar la seriedad y liquidez de estas instituciones, tales como exigencias de capitales mínimos, de porcentajes de encaje en efectivo y valores de alta liquidez, de relaciones entre su capital y reservas con su pasivo y responsabilidades eventuales y otras. Reglamenta también el régimen de sus operaciones, tendiendo a limitar las características monetarias de sus pasivos y la similitud de sus operaciones con las bancarias. En este sentido reduce las posibilidades de movilizar los fondos en ellas depositados a través de órdenes de pago disponiendo que estos fondos solo podrán ser retirados por sus titulares ~~por~~ girando letras de cambio -

"no a la orden", que solo podrán cobrarse personalmente o por intermedio de una institución bancaria. Otras limitaciones también tendientes a destruir la similitud entre las operaciones de estas instituciones y las del sistema bancario completan el régimen de normas.

La aplicación de tales disposiciones ha sido postergado sucesivamente. En el interín el Banco Central ha pasado a administrar los clearings intercooperativos a que más arriba nos referimos. Finalmente el 15 de julio de 1966 ha entrado en vigor el régimen establecido por el Banco Central de la República Argentina, cesando en igual fecha el funcionamiento de los clearings mencionados. La Ley 16.898 ha ampliado las facultades del Banco Central con respecto a su intervención en el control de las cooperativas de crédito.

Las Entidades Financieras No Bancarias

La tendencia mundial, evidenciada en los años posteriores a la última guerra, al consumo de artículos de consumo durables, entre los que se destacan los automóviles y los artículos para el hogar, ha sido paralela a la tendencia al aumento de la llamada deuda de los consumidores, concertada en su mayor parte con amortizaciones periódicas coincidentes con los ingresos de los mismos.

Es así que en muchos países se estudia atentamente por parte de las autoridades económicas y monetarias el comportamien

to de este mercado de crédito que ha llegado a representar porcentajes de gran importancia sobre los ingresos disponibles.

En nuestro medio estas nuevas modalidades de consumo comienzan a cobrar significación en los años cincuenta, pero es en la presente década cuando, con la expansión de la industria automotriz, se consolidan.

Las nuevas formas de venta dan origen a crecientes necesidades de financiación, que los esquemas financieros tradicionales no pueden atender. Es así que tienden a aparecer sociedades financieras y casas de comercio que absorben ahorros del público para aplicarlos a la financiación de ventas.

Otra modalidad novedosa y de importancia aparece en el ámbito del crédito que los comercios minoristas otorgaban a sus clientes para la compra de artículos de consumo corriente, tales como ropa, loza, etc.. En estos años se produce un proceso de pérdida de importancia relativa de las grandes tiendas frente a la expansión de los negocios atendidos en forma personal por sus propietarios, tal como se evidencia por el auge de la instalación de galerías comerciales. Como consecuencia, estos pequeños comerciantes tropiezan con inconvenientes para otorgar créditos a sus clientes, ya que el monto de sus operaciones no costea el mantenimiento de una organización para la investigación y administración de una cartera crediticia. Por otra parte su base financiera no siempre es tan sólida y el volumen de negocios tan amplio

como para obtener facilidades crediticias en condiciones óptimas. Es así como se desarrollan los llamados "créditos de barrio", sociedades de comerciantes destinadas a sustituir a estos en el otorgamiento de crédito a los compradores. El "modus operandi" consiste en términos generales en otorgar crédito pagadero en mensualidades y utilizable para la compra en cualquier comercio adherido a la sociedad de crédito. Esta recibe además del interés cargado al comprador un porcentaje que es abonado por el comerciante que se beneficia con la compra, condicionando al mismo tiempo el capital que cada comerciante mantiene en la sociedad al volumen de crédito que utilizan sus clientes. Este sistema permite al comerciante desprenderse de los problemas de crédito y cobranzas y aprovechar la expansión de ventas que el otorgar facilidades de pago permite.

Este tipo de actividad crediticia también se ha desarrollado en otros países, pero con características distintas, lo que evidencia una vez más como el medio condiciona a las instituciones. En los EE.UU. y en Inglaterra con la denominación de "factoring" se ha venido expandiendo un negocio financiero consistente en la compra de créditos a las empresas comerciales que los otorgan, ya sea manteniendo la cobranza la empresa comercial por cuenta del financista o "factor" o bien quedando a cargo de este último. En la generalidad de los casos el riesgo del crédito pasa a ser por cuenta del financista en su mayor parte, pero

una parte de este queda a cargo de la empresa comercial.

También ha alcanzado cierta difusión en nuestro medio la compra mediante las llamadas tarjetas de crédito. El sistema tiene para el usuario de la tarjeta la ventaja de poner a disposición de una cuenta corriente abierta en un número importante de negocios lo que le evita el manejo de sumas de efectivo, debiendo cancelar el importe de sus compras mensualmente, al recibir el resúmen de cuenta.

La extensión de estas actividades ha llevado al Banco Central de la República Argentina a reglamentar la actuación de estos intermediarios del crédito. La denominación de Entidades Financieras No Bancarias ha sido impuesta por tal reglamentación y abarca no solamente las actividades de financiación de ventas descriptas sino que en general a todos aquellos intermediarios financieros, que, sin ser bancos, ni estar incluidos en algunos de los regímenes ya descriptos, recurran al mercado de capitales para, a su vez, conceder préstamos y financiaciones de cualquier naturaleza.

Esta actividad reglamentaria ha pasado por distintas etapas. Comienza por el Decreto 6671 del 3 de agosto de 1961. Este texto reglamentario era más amplio en cuanto a las personas comprendidas, ya que incluía a todos aquellos que concedieran préstamos o financiaciones con fondos propios o de terceros.

Este Decreto, que posteriormente fué derogado, tuvo poca

repercusión práctica, ya que el Banco Central de la República Argentina dictó una reglamentación el 12 de enero de 1962, que de hecho sustituyó al mismo. Esta reglamentación elimina ya de su alcance a aquellos que actúan exclusivamente con fondos propios, y que en consecuencia no revisten el carácter de intermediarios financieros, lo cual se mantiene en las sucesivas disposiciones reglamentarias. Un aspecto notable de este texto reglamentario es que limita, en las ventas de bienes de consumo durable, el plazo y los porcentajes a ser financiados. Esta limitación, que reconoce como antecedente, entre otros, la regulación W de la Reserva Federal de los EE.UU., sobre la que volveremos más adelante, no ha tenido aplicación práctica.

Con posterioridad, por resoluciones del Directorio del Banco Central del 30 de julio de 1964 y del 4 de noviembre de 1965 se ha modificado y completado la reglamentación de la intermediación financiera.

La reglamentación vigente contiene normas tendientes a asegurar la solvencia, seriedad y liquidez de las instituciones. A tal efecto se fijan capitales mínimos, porcentajes de reserva, relaciones máximas entre el pasivo y la responsabilidad propia, normas tendientes a asegurar la dispersión de riesgos y las inmovilizaciones, incompatibilidades para los directivos, normas sobre publicidad, contabilidad e información. Al mismo tiempo fija tasas máximas de interés para las operaciones activas - 22% - y

para las pasivas - 16% a doce meses y 18% para plazos mayores -. Se establece igualmente un plazo mínimo de doce meses para las operaciones pasivas.

El Banco Central de la República Argentina ha incluido en sus memorias anuales información acerca de algunos rubros de balance del conjunto de entidades financieras no bancarias, que se transcribe en el cuadro anexo. Lamentablemente las cifras de los años 1962 y 1963 corresponden a "más del 80% de las entidades" y las de los años 1964 y 1965 a 241 empresas, lo que hace imposible una comparación entre las mismas.

En cuanto al número de estas instituciones en funcionamiento, adjuntamos una tabla confeccionada con datos extraídos de las Memorias del B.C.R.A., donde se aprecia la disminución - producida en las solicitudes en trámite - que autorizan transitoriamente a operar- ya que aún no se han realizado inscripciones definitivas en el Registro de Entidades Financieras No Bancarias. Es decir que se ha venido operando un proceso de selección entre el número, tal vez excesivo de entidades solicitantes.

Los objetivos y crítica de esta actividad reglamentaria los veremos más adelante al ocuparnos de los requerimientos del control del crédito extrabancario. De momento cabe ocuparse del destino de los fondos canalizados por nuestro mercado financiero.

ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS

Evolución de algunos rubros - En millones de pesos

<u>Concepto</u>	<u>31-3-62</u>	<u>31-3-63</u>	<u>Diferencia</u>	<u>%</u>
Recursos propios(Capital y reservas libres)	3.909,9	6.172,4	2.262,5	57,9
Recursos de terceros	6.012,4	5.442,7	- 569,7	- 9,5
Del País	3.454,5	4.072,2	617,7	17,9
Del exterior	2.557,9	1.370,5	-1.187,4	-46,4
Préstamos	9.928,5	10.228,8	300,3	3,0

<u>Concepto</u>	<u>31-12-64</u>	<u>31-12-65</u>	<u>Diferencia</u>	<u>%</u>
Recursos propios	3.513,8	4.630,4	1.116,6	31,8
Préstamos	12.689,0	16.184,9	3.495,9	27,6
Disponibilidades	650,5	971,9	321,4	49,4
Bancos	448,4	623,0	174,6	38,9
Caja	202,1	348,9	146,8	72,6
Recursos de terceros	8.323,0	9.429,8	1.106,8	13,3
Del País	8.116,1	9.374,1	1.258,0	15,5
Del exterior	206,9	55,7	-152,2	-73,1

Nota: Los datos de 1962 y 1963 corresponden a más del 80% de las entidades. Los correspondientes a 1964 y 1965 responden a 241 empresas.

Fuente: Memorias Anuales - Banco Central de la República Argentina.

ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS

Solicitudes de inscripción en trámite ante el Banco Central
de la República Argentina

	<u>1962</u>	<u>1963</u>	<u>1964</u>
Solicitudes en trámite al comienzo de cada año	--	1.306	830
Nuevas solicitudes presentadas	<u>1.306</u>	<u>43</u>	<u>104</u>
	1.306	1.349	934
Denegatorias resueltas	--	193	69
Pedidos dejados sin efecto	<u>--</u>	<u>326</u>	<u>204</u>
Solicitudes en trámite al final de cada año	1.306	830	661
	=====	=====	=====

Fuente: Memorias Anuales - Banco Central de la República Argentina.

SU DESTINO

Históricamente los mercados de crédito de los países en desarrollo se han constituido alrededor de los bancos comerciales, siguiendo el modelo de los países europeos. En consecuencia las facilidades de financiación fueron dirigidas con preferencia hacia los sectores de comercialización y distribución y se basaron en el crédito a corto plazo y el papel comercial autoliquidado, cumpliendo con las normas que se consideraban adecuadas para mantener la liquidez bancaria.

Este antecedente histórico ha tenido gran influencia en la conducta posterior del mercado que ha manifestado siempre un alto aprecio por la liquidez de las inversiones.

La estructura financiera de los países en desarrollo ha sido y es frecuentemente criticada en relación a su aporte al progreso económico, principalmente por los siguientes motivos:

- 1) Que fomenta la inflación al financiar actividades especulativas.
- 2) Que presta al comercio en mayor proporción que a la producción.
- 3) Que solo presta a plazos cortos, cuando son necesarios fondos a plazos medianos y largos para fomentar el desarrollo.
- 4) Que una parte de los recursos disponibles se destinan

a construcciones de lujo.

Por supuesto que en nuestro país estas críticas deben - considerarse sin perder de vista el alto porcentaje de los ahorros que están bajo la influencia directa o indirecta del Estado.

Desde los albores de la nacionalidad el Estado ha fundado institutos de crédito oficiales o mixtos que han tenido gran éxito en la recolección de fondos prestables. De esta manera se aseguró la posibilidad de influir en alto grado en la orientación del crédito.

Con respecto a la primere de las críticas efectuadas, es evidente que el incentivo que proveen los aumentos bruscos de pre ci os, característicos de la inestabilidad de nuestra economía, pue den dar lugar a especulaciones sobre mercaderías. Un factor de im port ancia en este proceso son las frecuentes devaluaciones, que son, en general, previstas con antelación. De esta previsión surgen las aperturas de créditos de importación en demasía a las necesidades, cuando se esperan medidas que encarezcan o dificulten la importación, así como también la retención de saldos exportables a la espera de mejores condiciones para su comercialización.

Es evidente que estas actividades pueden ser ciertamente dafinas en determinadas oportunidades, al disminuir las disponibi lidades de divisas o la cantidad de mercaderías en la plaza. Sin embargo es difícil sostener que puedan tener una influencia permanente en la distribución del ahorro, ya que no se observa una

tendencia constante al aumento de los stocks.

De mayor importancia en la determinación de un empleo no-civo o al menos inútil de fondos puede haber sido la inversión en el exterior o en monedas extranjeras y la necesidad de los industriales de mantener stocks mayores que los normales para evitar dificultades en el aprovisionamiento.

De todas maneras la especulación en materias primas parece difícil de evitar a través de la disposición de fondos. La figura del especulador no aparece comunmente diferenciada de los productores o comerciantes que normalmente transan una mercadería, ya que tales especulaciones corren en general a su cargo.

Si bien el financiamiento a los productores puede tener para el desarrollo económico efectos más favorables que el financiamiento a los comerciantes, no debemos olvidar que ambos son partes necesarias de una economía moderna. La distribución de los bienes producidos es consecuencia necesaria de la producción. Es por ello que la distribución del crédito debe ser equilibrada de manera tal de atender las necesidades del flujo económico de bienes.

Una distribución del crédito otorgando prioridad a la producción sobre el comercio puede lograr un efecto indirecto, si la distinción entre crédito a la producción y al comercio es reemplazada, como sucede en la práctica, por una distinción entre la persona del productor y la del comerciante. En este caso, siendo

la financiación escasa y estando a disposición del productor y no del comerciante, tenderá a trasladar utilidades del comerciante al productor. Tal fenómeno puede tener efectos favorables si suponemos que el productor es más proclive a reinvertir en la producción que el comerciante.

La crítica a los mercados financieros de los países en desarrollo en cuanto a la falta de fondos a plazos largos y medianos es ciertamente valedera. Pero la creación de un mercado a largo plazo es una tarea prácticamente imposible en las condiciones de inestabilidad política y económica vigentes en estos países. Debe tenerse en cuenta que lo que da liquidez y consecuentemente atractivo a las colocaciones a largo plazo es la posibilidad de realizarlas sin mayores pérdidas en su cotización. Por el contrario la posibilidad de verse frente a grandes pérdidas de realización es lo que determina al tenedor de fondos prestables a mantenerlos a plazo corto, donde estos riesgos son ciertamente menores.

Por otra parte la inestabilidad monetaria y en consecuencia las altas tasas de interés imperantes a corto plazo hacen muy difícil que un valor a largo plazo resulte atractivo para los inversores.

De todas maneras, por la significación que para el desarrollo económico tiene la existencia de fondos a mediano y largo plazo, la política económica debiera tender a crear las condicio

nes que posibilitarán su existencia.

También es frecuente la crítica al mercado financiero de estos países en el sentido de que orienta una parte destacable de los fondos a la construcción de viviendas de lujo. Este desvío de los fondos prestables, así como otros destinados a bienes de naturaleza análoga, se deben fundamentalmente a una indeseable orientación de la demanda. Parece difícil, en todo caso, que la política crediticia pueda, por sí sola, modificar la orientación de esta demanda. Evidentemente otros medios, tales como el uso del aparato fiscal, debieran utilizarse en forma conjunta para desalentar el tipo de utilización de fondos no deseado por la autoridad económica, ya que, en definitiva, no será posible mantener aislados los fondos prestables de inversiones en que las condiciones sean muy atractivas.

El destino de los fondos en nuestro país

Lamentablemente las estadísticas de que se dispone en nuestro medio se reducen al sistema bancario y a un grupo de intermediarios institucionales, fuera de los cuales no existe información sobre el destino de los fondos, así como tampoco sobre su volumen.

En el orden bancario es interesante señalar la preponderancia de la banca oficial, tanto las instituciones que reconocen un origen nacional como provincial, municipal o mixto. Este grupo absorbe más del 53% de los depósitos totales del sistema ban-

cario.

La distribución de los fondos prestados por el sistema bancario es muy equilibrada. A fines de 1964 de los saldos pendientes un 27% respondían a operaciones realizadas al sector primario, en su mayor parte al sector agropecuario; un 42% a la producción industrial; un 16% a los servicios y apenas algo más del 3% a la construcción.

Las compañías de seguros han distribuidos sus inversiones entre títulos públicos, que al 31 de diciembre de 1963 representaban el 20,6% de su cartera; préstamos hipotecarios que alcanzaban a igual fecha al 27,4 de la misma; inmuebles, que significaban el 31,6; préstamos sobre seguros de vida, en el orden de un 3,7% del total de inversiones y otras que cubrían el restante - 16,7% de su cartera total.

Las instituciones de crédito hipotecario, que comprenden al Banco Hipotecario Nacional y a las secciones correspondientes de los bancos comerciales orientaban sus fondos que al 30-4-65 ascendían a 59.133 millones de pesos en el sentido que indica su denominación, es decir al crédito con garantía de propiedad inmueble, generalmente vivienda.

Las sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda canalizan los fondos disponibles hacia el cumplimiento de los contratos de ahorro y posterior préstamo con garantía hipotecaria, tal como es de la esencia del sistema en el que se desenvuelven.

Las entidades financieras no bancarias orientan sus operaciones activas a la financiación de ventas, en especial de artículos de consumo durable y automotores, instrumentadas con prenda y corrientemente con pagos periódicos, que, en los medios urbanos, son normalmente mensuales y en los medios rurales suelen ser trimestrales o semestrales. También intervienen en operaciones de "underwriting" y algunas de ellas se han especializado como hemos comentado anteriormente en la financiación de ventas del comercio minorista, instrumentadas en libretas o carnets.

Lamentablemente no contamos aún en nuestro medio con estadísticas acerca del destino de los fondos de estas instituciones, así como tampoco de las Cooperativas de Crédito, que orientan su actividad crediticia hacia el pequeño comercio e industria, que es el medio donde se desenvuelven generalmente.

LA INFLUENCIA DE LA TASA DE INTERES

La forma en que el crecimiento de la intermediación financiera no bancaria afecta el comportamiento de la tasa de interés y en que medida los cambios en las tasas de interés afectan el crecimiento de la intermediación financiera es un tema de amplia controversia.

Es evidente que, tal como lo han sostenido Gurley y Shaw, las obligaciones de los intermediarios financieros son sustitutos más cercanos del dinero que las obligaciones primarias (definidas como aquellas emitidas para financiar el gasto o la inversión).

Debemos tener en cuenta que no podemos distinguir entre un bien absolutamente líquido (el dinero) y otros cuya liquidez es igual (todos los demás bienes). Por el contrario, en una economía desarrollada, encontramos una gama de activos que, partiendo del dinero (cuya liquidez es total por definición), ofrecen todos los grados de liquidez. Definimos la liquidez de un bien como la facultad de ser transformado en dinero en forma inmediata sin sufrir pérdidas.

Por otra parte la demanda de dinero está compuesta no solamente por las cantidades necesarias para cumplir con la función de cambio del dinero, sino también por las cantidades que son requeridas por su condición de almacén de valor.

En estas condiciones un aumento en el grado de liquidez

de los activos más cercanos sustitutos del dinero (cuasi-dineros), tendrá como efecto aumentar la elasticidad de la función de preferencia de liquidez.

El significado práctico de lo expuesto es que, ante una modificación de las tasas de interés por acción de la banca central, se producirán desplazamientos entre las tenencias de dinero y las de otros activos de liquidez secundaria. Es decir que, ante un aumento de las tasas de interés, los poseedores de dinero invertirán parte de sus saldos inactivos en instrumentos de liquidez secundaria o viceversa en caso de una disminución de las tasas.

Esto tendría el efecto de anular parcialmente, o al menos dificultar la acción de la banca central para lograr los cambios en las tasas de interés deseados, porque acrecienta la capacidad del sistema financiero para aumentar la velocidad de circulación del dinero.

Sin embargo también se ha sostenido que, por el hecho de haber aumentado los pasivos de los intermediarios financieros, el dinero constituye un porcentaje menor de los activos líquidos poseídos por los detentadores de riqueza y consiguientemente la tasa marginal de sustitución del dinero por otros activos ha disminuido. Si tal fuera el caso, el efecto de un cambio en la masa monetaria se vería magnificado y la acción de la banca central facilitada.

Las observaciones empíricas realizadas en EE.UU. no señalan que los intermediarios financieros hayan crecido más rápidamente en épocas de astringencia monetaria ni menos rápidamente en épocas de plétora.

Ettin ha intentado conciliar teóricamente las hipótesis más arriba expresadas, demostrando, al mismo tiempo, su coherencia con las observaciones empíricas. Sostiene que es incompatible un aumento de la elasticidad de la función de preferencia de liquidez y al mismo tiempo un refuerzo de la eficacia de la política de la banca central. Pero destaca que efectos distintos pueden actuar simultáneamente y que, en los períodos para los que se efectuaron observaciones empíricas, estos efectos pueden haberse anulado reciprocamente. Señala que el crecimiento y la mayor aceptación de los pasivos de los intermediarios financieros aumenta la elasticidad de la función de preferencia de liquidez, atento a que existe un efecto de sustitución entre el dinero y estos valores de alta liquidez. En consecuencia la sustitución de dinero por tales valores que tiene lugar al aumentar las tasas de interés es mayor que la que se hubiera producido de no haber aumentado la elasticidad de la función. Afirma también que, opuesto a este, existe un efecto "ingreso-composición de cartera" determinado por los cambios que se producen en las perspectivas de la oferta y demanda monetaria. Dado, por ejemplo, el caso en que los ingresos esten creciendo y no sean acompañados por un aumento de

la liquidez, ya que la banca central sigue una política restrictiva, observaremos el comportamiento de la función de preferencia de liquidez. Al incrementarse los ingresos, aumenta la necesidad de dinero para transacciones y en consecuencia la curva de preferencia de liquidez se desplaza hacia la derecha. Esto determina que la oferta monetaria intersekte la función de preferencia de liquidez en un punto menos elástico, disminuyendo así la capacidad de los intermediarios financieros para captar ahorros, que había sido aumentada por el incremento de la elasticidad de la función de preferencia de liquidez. Si las tasas de interés se incrementaran aún más, el costo de mantener stocks de dinero sería tan alto y bien conocido, que sus poseedores llegarían a realizar un manejo más eficaz de sus saldos de dinero para transacciones, con lo que entraríamos en un sector más elástico de la curva de preferencia de liquidez.

Como vemos, la acción más probable de los intermediarios financieros sobre las tasas de interés es disminuir su sensibilidad o respuesta a los cambios en la masa monetaria.

Hasta aquí hemos destacado la acción de la intermediación financiera frente al nivel general de las tasas de interés. Es decir que hemos hablado de "la tasa de interés", omitiendo - considerar que en una economía son varias las tasas de interés con vigencia en un momento determinado.

Estas diferencias entre las tasas de interés según el

tipo de operación, plazo, riesgo, etc. tienden a ser menores en mercados abiertos y competitivos como el de EE.UU. y los países de Europa Occidental.

Distinta es la situación en los países subdesarrollados, donde, como bien ha señalado U TUN WAI existe un solo sector de la economía vinculado al sistema financiero organizado. Los bancos comerciales que, en estos países, constituyen el tipo de institución financiera predominante en forma absoluta, solo tienen contacto con este sector de la economía, vinculado generalmente al comercio exterior y a un grupo de grandes empresas. El resto de la economía depende de un mercado informalmente organizado, de características locales y sin conexión estrecha con el bancario. En estas condiciones la aparición de intermediarios en este mercado extrabancario tiende a una igualación y disminución de las tasas y a una mayor conexión con el mercado organizado.

Veamos cuales son los motivos de las amplias diferencias de tasas entre los distintos mercados.

En primer lugar tenemos las diferencias inter-regionales. Dentro de un país existen zonas en las que, ya sea por su reciente desarrollo o por la aparición de nuevas necesidades de capital, los fondos prestables son relativamente más escasos que en otras zonas. Lógicamente esto llevará a la vigencia de tasas de interés más altas. Numerosos obstáculos se oponen a una fluida corriente de fondos que equipare las tasas con los demás mercados.

La falta de conocimiento directo de las oportunidades de inversión, los costos originados por la inversión fuera del ámbito local e inclusive, la psicología del inversor que prefiere un contacto algo más estrecho con la inversión realizada, constituyen sendos frenos que impiden al inversor ubicado en zonas de tasas relativamente más bajas aprovechar las oportunidades de inversión más rentable que otras zonas le ofrecen. La existencia de intermediarios financieros que, por su especialización, volumen de operaciones y deseo de maximizar sus beneficios, tratan de aprovechar estas oportunidades de obtener tasas mayores, tiende a disminuir estos diferenciales al trasladar fondos recogidos en las zonas de tasas menores a las zonas de mayor rendimiento.

Aparte de las diferencias regionales, otros factores actúan para determinar tasas de interés distintas para diferentes operaciones. Como de mayor importancia podemos destacar la liquidez, el riesgo y los costos involucrados en cada operación.

Como vemos, todos estos factores están vinculados con el grado de organización del mercado. Es evidente que fuera de los mercados organizados estos factores cobran mayor relevancia, aumentando así las tasas vigentes.

Las diferencias en la liquidez del crédito están determinadas por el plazo y la negociabilidad. Cuanto más ilíquida sea la operación, es decir mayor su plazo o menor su negociabilidad, mayor será la tasa de interés computada. Aún en valores de amplio

mercado observamos que a mayor plazo mayor rendimiento. Esta relación entre plazo y tasa está justificada, ya que cuanto mayor sea el plazo, mayor será la posibilidad de realizar pérdidas de cotización al subir las tasas de interés. La diferencia entre las tasas a corto y largo plazo tenderá a ser mayor cuando las tasas de interés son bajas, ya que cabe esperar futuros aumentos. A pesar de lo dicho se ha dado el caso de que las tasas a largo plazo sean menores que las de corto plazo. Esto ha sucedido en circunstancias excepcionales -tales como caídas bruscas en los mercados de valores-, en que deudores solventes están dispuestos a abonar tasas mayores que las normales a corto plazo pero no a largo plazo. También es de destacar el hecho de que cuando la tasa de riesgo es elevada en una operación a corto plazo, puede incrementar la tasa de interés cobrada más allá de las tasas a plazo medio. Tratándose de mercados poco organizados, el hecho de que el acreedor puede demorar en la recolección del dinero, tiende también a castigar las operaciones a plazo muy corto en favor de las de plazo medio.

Es evidente que distintas operaciones de inversión involucran diferentes riesgos. Los deudores no merecen el mismo grado de confianza y las garantías ofrecidas difieren enormemente. Por ello se distingue entre interés neto e interés bruto. La primera es la tasa ideal de interés para una operación carente de todo riesgo. La segunda es producto de adicionar a la primera una

prima suficiente para cubrir el riesgo esperado. A mayor riesgo, mayor prima.

En cuanto al costo involucrado en las distintas operaciones de préstamo, es fácil advertir que entre un crédito de gran importancia y el originado por la venta de un bien de consumo amortizable en cuotas de bajo valor unitario media una gran diferencia. El trabajo necesario en la investigación anterior al otorgamiento del crédito no es proporcional a su monto, en realidad es similar. Las tareas administrativas involucradas en la contratación y documentación de la operación son también iguales y el costo de las cobranzas posteriores será, en el ejemplo dado, mayor para el préstamo en mensualidades. Como vemos el costo de administración incidirá en forma muy distinta según las modalidades y el monto del crédito, constituyendo otra de las causas de la existencia de distintas tasas de interés.

A los motivos expuestos debemos agregar las rigideces existentes, tanto de origen psicológico y legal como institucional, para el traspaso de fondos de un mercado a otro.

Dentro de este marco, la existencia de intermediarios financieros tiende a la igualación de las tasas. Estos pueden recibir fondos a plazos y modalidades distintas de las colocaciones que realizan. Al mismo tiempo su organización y conocimiento del mercado les permite disminuir riesgos y costos administrativos y traspasar fondos de un mercado a otro tratando de maximizar

sus beneficios.

La situación en nuestro país está fuertemente influenciada por la inflación y por la rígida regulación de la banca central en materia de tasas de interés a ser pagadas y cobradas por las entidades sujetas a su control.

La inflación produce una profunda alteración en el mecanismo de determinación del interés, especialmente cuando el aumento de precios es pronunciado y las expectativas de inflación se hallan difundidas.

Partiendo de la determinación del interés por la demanda y oferta de fondos prestables, observaremos la forma en que la inflación actúa sobre los factores que determinan el interés.

La oferta está formada por los fondos ahorrados, más los ahorros liberados de aplicaciones anteriores, más el desatezoramiento neto y los préstamos bancarios netos. Si las tasas de interés son inferiores a la depreciación monetaria esperada, la oferta de ahorros tenderá a disminuir. Las utilidades alternativas de fondos, tales como la inversión en bienes de valor estable, se han convertido en más rentables. Puede darse el caso de que esta retracción del ahorro en el mercado sea compensada por un aumento masivo del crédito bancario, si tal es la política de la banca central. Claro está que este último supuesto solo puede darse con carácter transitorio, porque en tales condiciones el intento de mantener bajas las tasas de interés en forma -

permanente llevaría a un emisionismo con perspectivas muy inflacionarias. Al mismo tiempo una elevación sustancial de las tasas de interés puede no ser deseada por la autoridad monetaria. Ante este dilema en nuestro país se recurrió a la fijación de tasas máximas de interés al crédito bancario y a someter a este a una orientación selectiva, para asegurar a determinados sectores una financiación más barata.

El impacto de las expectativas inflacionarias sobre el mecanismo de determinación del interés, es en general, más fuerte del lado de la demanda que del de la oferta. Esta, compuesta normalmente por las necesidades de la inversión, del atesoramiento, del consumo con pago diferido, y de otras manifestaciones normales del mercado se ve bruscamente incrementada. Un nuevo factor aparece en el mercado; la especulación a la baja del poder adquisitivo de la moneda. Sus efectos son muy generalizados, manifestándose por el mantenimiento de inventarios mayores de los necesarios, por la especulación en materias primas y otras mercaderías de fácil disposición, por la especulación en materia inmobiliaria, por la aceleración del consumo con pagos diferidos y si, hay fondos a plazos convenientes, por la inversión en proyectos que, si bien no son definitivamente rentables en condiciones de estabilidad, son llevados a la práctica en la inteligencia, de que la verdadera utilidad será obtenida por la desvalorización de la moneda en que será pagado.

Por debajo de la tasa de depreciación esperada la demanda de fondos sería totalmente elástica sino actuaran factores limitantes.

El endeudamiento de un individuo o empresa está limitado por los usos y costumbres de la plaza. Más allá de ciertos límites la precaución detendrá el endeudamiento de ciertos deudores, tanto por su voluntad como por la de los acreedores. Por otra parte el costo del dinero aumentará a medida que aumenta el grado de endeudamiento. Cada deudor tiene su propia curva de ahorro, pudiendo obtener a tasas bajas cantidades limitadas de fondos, Esto se debe a que los primeros tramos de la curva comprenden los fondos proporcionados por sus acreedores habituales, debiendo luego dirigirse a fuentes de fondos cada vez más alejadas de sus negocios corrientes, abonando, en consecuencia, mayores primas de riesgo.

Otro factor limitante son los costos operativos de la especulación en especies y de todos los tipos de operaciones destinadas a evitar las consecuencias de la depreciación monetaria o a lucrar con ella. De no menor importancia es la decreciente liquidez que traen a los portafolios individuales este tipo de inversiones.

Como vemos la inflación tiende a elevar las tasas nominales de interés. Decimos nominales en contraposición a las tasas reales, que son las efectivamente obtenidas, luego de depurar las

operaciones de préstamos de la influencia de la desvalorización monetaria.

En nuestro país, sometido desde hace veinte años a una inflación de precios continua, con tasas de desvalorización importantes, si bien con alternativas en cuanto al ritmo del aumento de los precios, los factores anteriormente enunciados han operado con características propias, producto de las distintas políticas económicas que han sido aplicadas en el período.

El mercado de dinero relativamente organizado e integrado al principio del período, se fué diferenciando cada vez más entre un mercado bancario, que opera a tasas de interés muy por debajo del ritmo de depreciación monetaria la mayor parte del período, y un mercado no organizado, que se fué creando paralelamente, agrupando otros sectores de oferta y demanda de fondos prestables que quedaron fuera del mercado organizado. Por cierto que, con distinto rigor y eficacia según la política seguida, el mercado bancario fué orientado hacia cierto tipo de créditos vinculados a las actividades que la política oficial deseaba fomentar. Quedando al margen necesidades de financiación que fueron cubiertas por ese mercado que se desarrolló paralelamente al bancario y que operó con tasas ciertamente mayores.

Hasta 1955 el estado de liquidez de la economía se mantuvo constante - con alguna tirantez en el año 1952 - centrándose la lucha contra la inflación fundamentalmente en medidas no -

monetarias. A partir de esa fecha la banca central comenzó a utilizar el volumen de crédito bancario como factor limitante para el aumento de precios. Tal se aprecia claramente en las estadísticas de velocidad de rotación de los depósitos en cuenta corriente de particulares. Al hacerse relativamente más escaso el crédito bancario la velocidad de rotación ha venido subiendo. Los hábitos de pago de la colectividad se han modificado para posibilitar el movimiento de una producción creciente en términos monetarios con una masa monetaria igualmente creciente pero en menor grado. Esto se ha logrado en buena medida a través del generalizado uso de documentos de crédito (especialmente pagarés y en ciertas épocas Bonos del Empréstito 9 de Julio y Certificados de Cancelación de Deudas).

Al mismo tiempo, a partir de los años cincuenta, cobra auge la producción y venta de artículos de consumo durables, a los que se agrega en forma creciente la introducción, producción y venta de automotores. Estas modificaciones en la estructura del consumo llevaron aparejada la aparición de nuevas necesidades de financiación con modalidades especiales, ya que se trata de créditos pagaderos en cuotas periódicas de montos relativamente pequeños, adecuadas a los ingresos de los compradores e instrumentados en prendas con registro.

Estos acontecimientos llevaron a la expansión del mercado extrabancario del dinero. Al mismo tiempo, una demanda acti

va, expectativas inflacionarias crecientes, costos administrativos aumentados por las nuevas modalidades crediticias y mayores riesgos originados por las dificultades por las que atravesó la plaza, fueron aumentando las tasas de interés.

Coincidentemente la falta de instrumentos de liquidez secundaria adecuados, ya que los provistos por los bancos, si - bien de gran liquidez, computaban tasas de interés poco atractivas, creó la demanda para oportunidades de colocación de fondos a plazos cortos y medios a tasas más adecuadas al estado de la plaza y al ritmo inflacionario.

Si bien este mercado opera con un grado de organización muy tenue e informal, basado en la gestión de corredores y agentes y en el conocimiento personal, fueron creándose las condiciones para la aparición de intermediarios financieros cada vez más especializados. Aparecen así empresas organizadas dedicadas a la intermediación, de las que ya hemos hablado.

En síntesis, la influencia recíproca entre la intermediación financiera y la tasa de interés puede resumirse en los siguientes puntos:

- 1) La intermediación financiera organizada tiende a -
igualar las tasas en los distintos mercados.

- 2) Tiende a disminuirlas frente a las que resultarían en su ausencia dadas las mismas condiciones de mercado, ya que su acción permite disminuir los costos, promediar riesgos y da

más seguridad a las operaciones.

3) Tiende a debilitar los efectos sobre la tasa de interés, y consiguientemente sobre el volumen de ingresos, de los cambios en la masa monetaria, al actuar el efecto de sustitución entre dinero y otros activos líquidos creados por estas entidades.

4) De ahí que, en el caso particular de nuestro país, las condiciones de determinación de las tasas en el mercado, han llevado a la aparición de empresas dedicadas a la intermediación financiera no bancaria. En fin, puede afirmarse que, si bien esta mayor diferenciación entre los intermediarios financieros responde a tendencias mundiales, su expansión ha sido facilitada por las condiciones vigentes.

REQUERIMIENTOS PARA SU CONTROL

Para llegar a una conclusión en cuanto a la necesidad del control de la actividad financiera extrabancaria por parte de la autoridad monetaria, y a las modalidades más convenientes de ejercerlo, debemos comenzar por estudiar la forma en que aquella afecta al cumplimiento de los objetivos de política económica y monetaria.

Si bien los objetivos de la política económica difieren según los distintos países y concepciones, podemos decir que la obtención del máximo crecimiento de la economía dentro de un marco de equilibrio, especialmente en lo que a la estabilidad de precios se refiere, constituye el fin más deseable.

Un estudio de la estructura financiera debe comenzar necesariamente por los factores que la originan. El concepto de déficit o superávit financiero es básico para este estudio.

Entendemos por superávit o déficit financiero de una unidad económica, la diferencia entre sus ingresos totales y sus gastos totales.

Definamos, a esta altura, el concepto de estructura financiera de una economía en los términos en que lo ha hecho Minsky: "La estructura financiera de una economía consiste en el conjunto de activos y deudas financieras y en la red de obligaciones de pago entre unidades. La Estructura financiera comprende

los activos poseídos y las obligaciones suscritas por las unidades económicas, los intermediarios financieros y los bancos'.

Es claro entonces que el volumen de la estructura financiera estará dado por el comportamiento de las unidades económicas en cuanto a la magnitud de sus superávits o déficits financieros y la regularidad con que mantienen su posición deficitaria o de superávit en el tiempo. Este comportamiento estará afectado por las características básicas de la estructura económica, tales como la distribución del ingreso, la propensión al ahorro, la actividad del sector público y en especial por el grado de diferenciación entre las unidades de producción y las de consumo.

Todos estos factores determinan el volumen de la estructura financiera, que será mayor cuanto mayor sea el grado de especialización de la economía y menor el autofinanciamiento de las unidades que la integran.

También afecta al volumen de dicha estructura la existencia de instrumentos e instituciones financieras que contemplen adecuadamente las necesidades de las distintas unidades deficitarias o acreedoras y la falta de obstáculos institucionales o legales para la realización de operaciones entre unidades o a través de intermediarios que involucren la transferencia de dichos saldos.

Es decir, que las facilidades existentes para concretar operaciones activas o pasivas con bajo riesgo y completa adapta-

ción a las necesidades, sean amplias.

Luego de este somero análisis, podemos intentar el estudio de como la estructura financiera se relaciona con el crecimiento económico.

Si bien no existen estudios empíricos lo suficientemente amplios, por falta de información básica, para ser concluyentes, es indiscutible que a un mayor grado de desarrollo económico acompaña una estructura financiera más amplia y completa.

Tampoco es este un concepto absoluto ya que hemos visto en el análisis anterior que el sistema de producción, el grado de concentración industrial y otras condiciones de la economía, afectan el volumen de la estructura financiera.

Goldsmith en su análisis del desarrollo financiero y crecimiento económico en América Latina, ha encontrado "cierta relación entre el nivel de desarrollo económico medido por el ingreso nacional real per cápita y el coeficiente de activos financieros con el producto nacional bruto.", lo que confirma la existencia de una relación entre desarrollo económico y financiero.

Si bien es evidente la relación positiva entre desarrollo económico y financiero, persiste una duda. Esta está vinculada a la forma y medida que el desarrollo financiero afecte al ahorro y a la distribución del mismo.

Si bien no existe una opinión unánime al respecto, existe la convicción de que la disponibilidad de instrumentos finan-

cieros adecuados a las distintas unidades con posible superá- vits, tiende a desarrollar los hábitos de ahorro.

Por otra parte sabemos que el desenvolvimiento de la estructura financiera desarrolla intermediarios especializados, cuya acción tiende a proporcionar los instrumentos financieros de que hablamos en el párrafo anterior y a una mayor eficiencia en la localización de los recursos.

Esto último es cierto, tanto si se cree en que esta labor se realiza en condiciones óptimas en un mercado de inversión enteramente libre - guiado por los diferenciales entre las tasas de rendimientos- en cuyo caso la intermediación especializada, por su mejor conocimiento del mercado y de los riesgos y rendimientos esperados, permite una mejor distribución de los recursos, como cuando se estima conveniente dirigirlos a través de incentivos o limitaciones, en cuyo caso la institucionalización del mercado permite una más eficaz acción de las prohibiciones e incentivos.

Por otra parte la acción de intermediación permite reunir ahorros de pequeña magnitud relativa frente a los proyectos a encarar y superar las limitaciones de plazo y volumen, basándose en la estabilidad que el gran número de operaciones ofrece.

En definitiva es evidente que mientras más eficiente sea el sistema financiero en atender las necesidades de canalización de recursos de las unidades acreedoras a las deudoras, más posibilidades tendrá de colaborar con el crecimiento económico.

Hemos visto ya los posibles efectos de la estructura financiera sobre el desarrollo económico. Veamos ahora en qué manera afecta a la eficacia de la acción de la banca central la intermediación financiera organizada.

La mayor atención prestada modernamente a la función de la moneda como almacén de valor, en adición a su función como medio de cambio, ha evidenciado la existencia de nuevos problemas a discutir, originados en la sustitutabilidad entre la moneda y una amplia gama de activos financieros.

Alrededor de estos nuevos temas y de sus implicancias para la política monetaria se han desarrollado cuatro líneas principales de pensamiento.

En primer lugar la posición clásica que considera la moneda como medio de cambio y la define como dinero efectivo más depósitos en cuenta corriente.

Luego la de aquellos que definen a la moneda como una "residencia temporaria del poder de compra" y estadísticamente consideran moneda al total de los depósitos bancarios más el dinero efectivo que se hallan aún cerca de los primeros.

En el otro extremo están los que llevan su reconocimiento de la similitud de la moneda con otros activos realizables, o con otros medios de financiar compras al punto de considerar más fructífero utilizar una idea más amplia que la de moneda. En tal sentido cabe destacar el moderno concepto de liquidez de la econo-

mía señalado por el informe Radcliffe y la teoría de la Reserva Federal, que indica que lo que realmente interesa es la cantidad de crédito otorgado siendo la moneda importante solo en función de su influencia sobre el crédito bancario el que, a su vez, es una parte relevante del total del crédito. Esta postura no involucra una teoría desarrollada sino que es una consecuencia de la reducción de la importancia atribuible a la masa monetaria al considerársela subordinada a un factor tan inestable como es la velocidad de circulación.

Pero la más discutida y que mayor relevancia tiene para nuestro estudio es la escuela, cuyas principales figuras son J.G. Gurley y C.S. Shaw, que destaca como de gran importancia para la política monetaria, la estructura financiera.

Gurley y Shaw comienzan su análisis señalando que el desarrollo económico va acompañado de un desarrollo financiero en el cual las obligaciones primarias -que son aquellas originadas en la financiación de la inversión y el gasto- tienden a diferenciarse. Aparecen entonces los intermediarios financieros que tienen la ventaja de absorber esas obligaciones primarias emitiendo como contrapartida sus propias obligaciones que, por su mayor liquidez y menor riesgo, son más atractivas para los detentadores de activos líquidos.

Esta escuela destaca el hecho de que al ser las obligaciones de los intermediarios financieros sustitutos más cercanos

del dinero que las obligaciones primarias, la existencia de estos intermediarios tiende a disminuir la demanda de dinero, teniendo así claras implicancias sobre la política monetaria.

Esta escuela, así como la implicancia resultante de su tesis en el sentido de que, para asegurar la efectividad de la política monetaria, deben establecerse controles de la banca central sobre otros intermediarios, aparte de los bancos, ha sido atacada desde muchos puntos de vista.

El argumento esgrimido con mayor fuerza es que Gurley y Shaw parecen haber olvidado la diferencia esencial entre los bancos comerciales y otras instituciones financieras, consistente en que los primeros pueden crear medios de pago y las otras instituciones no.

Consecuentemente, la acción de la política monetaria no se vería enervada por la existencia de tales intermediarios, sino que lo que resultaría necesario sería una mayor amplitud y energía en su acción.

Uno de los análisis más serenos es el que efectúa Abba P. Lerner, quien destaca que, mientras la elasticidad de sustitución de las obligaciones de los intermediarios por dinero y la elasticidad de oferta de las mismas obligaciones sea menor que la unidad, la política monetaria seguirá siendo eficaz, aunque tal vez sea necesario un cambio mayor en el volumen de dinero para producir el mismo efecto.

Aunque se carece de evidencia al respecto, podemos afirmar que en nuestro medio la elasticidad de sustitución entre el dinero y los demás activos financieros es muy baja. Esta conclusión está amparada por el razonamiento de que la calidad de "almacén de valor" del dinero está fuertemente deteriorada por las expectativas inflacionarias, respondiendo en alto grado la masa monetaria en poder del público a las necesidades de las transacciones corrientes.

Resumiendo vemos que pueden señalarse tres aspectos principales susceptibles de control en la intermediación financiera. Ellos son la seriedad y solvencia de las instituciones, su influencia sobre la distribución de recursos y sus efectos sobre la política monetaria.

El primer aspecto es de una importancia crucial y su necesidad es unánimemente sostenida. Hemos visto que la existencia de una organización financiera adecuada es un factor de gran importancia para la vida económica. También hemos advertido que el mayor grado de institucionalización del mercado financiero asegura una mejor distribución de los recursos prestables, tanto si se cree en una óptima localización de los recursos a través de los mecanismos del mercado, como si se estiman que estos deben ser orientados por un aparato reglamentario o de incentivos.

La acción tutelar del Estado en este aspecto es de larga data y todos los Estados modernos tratan de asegurar la correc

ción de los procedimientos de aquellos que recurren al ahorro público.

El contralor público de las actividades de las instituciones bancarias ha sido instituido hace ya muchos años, y es a través del mismo que se ha alcanzado, en muchos casos, una garantía total o parcial de los depósitos en ellas mantenidos. En nuestro país esta función está a cargo del Banco Central de la República Argentina.

Las compañías de seguros están habitualmente sujetas a una severa vigilancia, en nuestro caso a cargo de la Superintendencia de Seguros de la Nación.

La Inspección General de Justicia controla, en nuestro medio, desde un punto de vista formal, la acción de todas las sociedades anónimas y, con especial énfasis, a aquellas que recurren al ahorro público. Entre ellas las de Capitalización y ahorro y las sociedades de Ahorro y Préstamo, de las cuales se han separado recientemente las dedicadas a la vivienda que han sido sometidas al control de la Superintendencia de Ahorro y Préstamo, actualmente reemplazada por la Caja Federal de la Vivienda.

El Banco Central de la República Argentina ha encarado recientemente—a partir de 1961— el control del mercado de crédito extrabancario.

Es así que ha dispuesto la creación de un "Registro de Entidades Financieras No Bancarias", para la inscripción de todas aquellas entidades que recurren al ahorro público y no estén su-

tetas a otros regímenes, entre otros las sociedades financieras -financiación de ventas, underwriting, etc.- y las cooperativas de crédito.

Todas estas reglamentaciones proveen capitales mínimos, especialización en las actividades, restricciones en las modalidades operativas, reservas de caja y otros puntos tendientes a asegurar la liquidez y solvencia del sistema.

Merecan una aprobación más condicionada las reglamentaciones tendientes a asegurar una determinada distribución de los fondos prestables.

Si bien muchas reglamentaciones sobre colocación de fondos están influenciadas también por el motivo liquidez y seguridad de que hemos hablado, especialmente en el orden bancario, son numerosas las prohibiciones y reglamentaciones tendientes a asegurar una determinada dirección en las operaciones activas.

La eficacia de estos mecanismos de orientación selectiva del crédito ha sido motivo de grandes debates. Se les ha imputado que las desviaciones que la actividad privada imprime a los fondos recibidos resta una buena parte de efectividad al sistema, y que la desorganización que introduce en el mercado del dinero no compensa las ventajas que de él se puede esperar.

Indudablemente que la orientación selectiva del crédito a través del sistema bancario es posible, en buena medida, si se tiene en cuenta que los bancos dependen para su funcionamiento de

la autorización del poder público, y que, por su posibilidad de crear medios de pago, están sometidos a una rígida reglamentación. También es cierto que estos controles son, en términos generales, eficaces, especialmente cuando recién se establecen, o cuando, por estar destinados a inversiones específicas, resulta posible controlar su aplicación y también exigir que el apoyo bancario sea complementado por una aportación privada, como sucede, por ejemplo, en los créditos de extensión agrícola en nuestro país. Claro está que no puede reemplazarse toda una política económica por un manejo selectivo del crédito y que deben adecuarse incentivos fiscales y de mercado que aseguren una orientación de la inversión y el gasto coincidente con la política crediticia.

Esto es doblemente cierto en lo que concierne al crédito que debe otorgarse con fondos no originados en el sistema bancario, en cuyo caso la reglamentación que se pretenda imponer habrá bien en acompañar, en buena medida, la dirección y modalidad de la demanda, ya que en caso contrario se corre el riesgo de destruir el mercado financiero institucionalizado y de que éste sea reemplazado por un mercado informal, que no ofrezca la posibilidad de ser controlado en forma alguna.

Debemos destacar aquí una de las experiencias de control del crédito extrabancario: la "Regulación W" de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Esta norma que fué dictada en 1941 y, luego de su vencimiento en 1947, reactualizada en 1948, para

ser nuevamente dejada sin efecto en 1949, consistía en fijar tiempos máximos de pago para bienes de consumo duraderos (automóviles, electrodomésticos y similares) y porcentajes mínimos de pago (de enganche) para la compra de tales bienes.

La experiencia ha sido exitosa, pero la Reserva Federal no se ha manifestado entusiasta de su aplicación como medida de carácter permanente. Las razones aducidas son de gran realismo y lógica. En el momento de su aplicación la población era psicológicamente proclive a la realización de sacrificios para la seguridad de la Nación y el pago de la guerra. En circunstancias normales el mantenimiento de una medida de ese carácter, de tan difícil control y que seguramente irritará a los compradores de menores ingresos, que no podrán realizar sus compras y se sentirán discriminados con referencia a los de mayor poder adquisitivo, no parece ni de fácil aplicación ni de repercusión política favorable.

Es por ello, que aún sus defensores consideran esta medida como adecuada para situaciones de emergencia y con carácter claramente transitorio, pero no es apreciada como una herramienta idónea y práctica para la conducción económica en condiciones normales. En nuestro medio no hay experiencia en medidas de este tipo, pues si bien la resolución del Banco Central de la República Argentina del 12 de enero de 1962 disponía la prohibición, para las entidades inscriptas en el Registro que creaba, de financiar ventas por encima de un determinado porcentaje y plazo, esta re-

glamentación no llegó a tener vigencia efectiva. Cabe destacar que, la comentada disposición, era, de todas maneras, parcial, ya que se refería a las instituciones sujetas a un determinado régimen, que solamente abarcan un porcentaje relativamente pequeño del total de operaciones a financiar. También podemos mencionar como antecedente la mención, en el Plan Nacional de Desarrollo - 1964-1969, de una eventual aplicación de medidas como las señaladas, a través de una adecuación del régimen de garantías en que se basan las operaciones a ser restringidas.

El tercer punto que hemos señalado como de importancia en el control de la intermediación financiera no bancaria es la repercusión que estas entidades tienen en el atemperamiento de los efectos de la política monetaria.

Volviendo al razonamiento más arriba expuesto, cuando aludimos a las tesis de Gurley y Shaw sobre los efectos de la intermediación financiera en la política monetaria, vemos que tal fenómeno es propio de países con una estructura financiera muy desarrollada. En nuestro medio los instrumentos de liquidez secundaria de primera calidad y rendimiento acorde son escasos y no existe un activo mercado alrededor de ellos. Por lo tanto entendemos que, siendo muy baja la elasticidad de sustitución entre instrumentos financieros y dinero, la posibilidad de que tales instituciones inervan la política monetaria es muy pequeña y no puede, por el momento, ser tenida mayormente en cuenta.

En el futuro es deseable se ambiente y posibilite la existencia de un mercado financiero más activo e institucionalizado. En la medida en que este se desarrolle, es probable se de la necesidad real de establecer algunos recaudos que refuercen la política monetaria.

Hemos estudiado hasta aquí los aspectos susceptibles de control del mercado de crédito extrabancario, pasando ahora a resumir las características principales de nuestra plaza y nuestras conclusiones en cuanto al carácter y al grado de reglamentación y supervisión que es conveniente en el actual desarrollo de nuestra estructura financiera.

CONCLUSIONES

Podemos resumir las características principales de nuestra estructura financiera de la siguiente manera:

- Un sistema bancario con gran preponderancia de los bancos oficiales y un estricto control por parte de la banca central. Si bien la importancia relativa de la financiación bancaria ha disminuido en los últimos veinte años, los bancos son aún el grupo de instituciones financieras dominantes, estando cualquier otro sector muy lejos de los volúmenes canalizados por estos.

- La gran debilidad del mercado a largo plazo, atento al origen de los fondos y a la incidencia de la inflación.

- La preponderancia del corto plazo, a través del sistema bancario y de un mercado extrabancario informal y no institucionalizado.

- La decadencia de la importancia relativa de algunas instituciones.

- La aparición de nuevas entidades de intermediación, tales como las sociedades de ahorro y préstamo, las cooperativas de crédito, las compañías financieras y de crédito para el consumo, etc., siguiendo tendencias ya consolidadas en los mercados financieros de los países más desarrollados. Su importancia es aún modesta pero creciente.

- La creación y desarrollo, con éxito creciente, de nuevas modalidades de cuentas de ahorro, más retributivas para el depositante.

El análisis realizado a través de este trabajo y la puntualización que acabamos de efectuar nos permiten afirmar que nuestro mercado financiero ha quedado retrasado frente al desarrollo económico del país, por la acción deletérea del proceso inflacionario.

Para lograr el crecimiento ordenado del mercado de crédito, que es condición necesaria para el desarrollo, como creemos haber demostrado y tal como se establece en los objetivos de la carta orgánica del Banco Central de la República Argentina, es necesario lograr la institucionalización y formalización del mercado a corto plazo. Esto posibilitará que se vayan creando las condiciones que permitan el desarrollo gradual y congruente de un mercado a plazo medio y largo, apenas se contrarresten las expectativas inflacionarias.

Cabe sin embargo destacar que, en las condiciones actuales, resulta prácticamente imposible crear un mercado a mediano plazo y menos aún a largo plazo, sin adecuar el sistema a la inflación o sin lograr una disminución sustancial del proceso de deterioro del poder adquisitivo de la moneda a través de una drástica reforma económica.

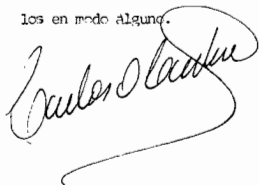
Como pensamos que el logro de un equilibrio que asegure la estabilidad de precios es condición para alcanzar el desarro-

llo económico sostenido y que una adecuación de las instituciones a la inflación -valores reajustables al costo de la vida, etc.- acelerará las expectativas inflacionarias, autoalimentando el proceso, entendemos que en este aspecto la política a seguir debe ser el reconocimiento de tasas de interés acordes con el grado actual de inflación, permitiendo la institucionalización del mercado extrabancario, en la seguridad de que esta acción -tenderá a una disminución última de las tasas de interés.

La fijación de tasas máximas no es a nuestro juicio recomendable, ya que tienden a convertirse en valores difícilmente reajustables y pueden en un futuro inmediato -si se logra un éxito más o menos rápido en la contención del proceso inflacionario- dificultar la baja de las mismas, ya que la experiencia demuestra que frecuentemente las tasas máximas se convierten también en mínimas.

En definitiva creemos que, siendo el desarrollo de la estructura financiera un objetivo deseable, debe tenderse a asegurar la liquidez y solvencia de las operaciones; a la creación de nuevos instrumentos de crédito a corto plazo y de un mercado activo para los mismos, a tasas que contemplen la realidad del mercado -lo que tendrá la ventaja de que estas serán menores de las que actualmente se computan en un mercado desorganizado-; y a utilizar para la dirección de la inversión medidas de orientación del crédito con sentido de realismo, comprendiendo que no

son una panacea sino solamente un coadyudante de la política económica y que al desregularse los mercados financieros por un exceso de reglamentarismo se pierde la posibilidad de influirlos en modo alguno.

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Carlos Ochoa". The signature is highly stylized and cursive, with a long, sweeping underline that extends to the right.

BIBLIOGRAFIA

- ALHADEFF, David A.
"Credit Controls and Financial Intermediaries : Reply"
The American Economic Review
Volumen LII, Número 1. Marzo 1962, página 194
- ASCHHEIM, Joseph
"Financial Intermediaries and the Goals of Monetary Policy"
Papers and Proceedings of the Seventy-fifth Annual Meeting of
the American Economic Association
The American Economic Review, Mayo 1963, página 350
- SACIGALUPO, Oscar Luis
"Ahorro y Préstamo para la Vivienda - Régimen Legal en la Argentina"
Editorial Macchi, Buenos Aires 1965
- BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA
"Memorias Anuales"
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM
"The Federal Reserve System - Purposes and Functions"
Washington, EE.UU., quinta edición, Diciembre 1963.
- BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES
"Jornadas para Dirigentes de Bancos" - Buenos Aires, 1965
- BRUNNER, KARL y MELTZER, Allan H.
"The Place of Financial Intermediaries in the Transmission of
Monetary Policy"
Papers and Proceedings of the Seventy-fifth Annual Meeting of
the American Economic Association
The American Economic Review, Mayo 1963, página 372
- BURSTEIN, M.L.
"Money"
Schenkman Publishing Co., Cambridge, EE.UU.1963, 1ª edición.

- CAMPOS ANDAPIA, Antonio
 - "Las Sociedades Financieras Privadas en México"
C.E.M.L.A., México 1963, primera edición.
- CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS
 - "Mercados de Capital en los Países Desarrollados"
C.E.M.L.A., México 1965, primera edición.
- DAVIS, Richard G y BANKS, Lois
 - "Interregional Interest Rate Differentials"
Federal Reserve Bank of New York, Monthly Review, Agosto 1965,
Volumen 47, página 165.
- ETTIN, Edward C.
 - "The Growth of Nonbank Financial Intermediaries and Interest
Rate Determination"
The Quaterly Journal of Economics
Harvard University, Noviembre 1964, Volumen LXXVIII, página 649.
- FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK
 - "Commercial Banks and Consumer Credit Abroad"
Monthly Review, Enero 1959, Volumen 41, página 9
 - "The Behavior of Consumer Credit"
Monthly Review, Marzo 1960, Volumen 42, página 50
 - "The Growing Role of Credit Unions in the Consumer Savings and
Loan Market"
Monthly Review, Noviembre 1962, Volumen 44, página 158
 - "The Financial Position of Consumers"
Monthly Review, Enero 1966, Volumen 48, página 12
- FENIZIO, Ferdinando di
 - "El Sistema Económico"
Casa Editorial Bosch, Barcelona 1962
- FIRST NATIONAL CITY BANK
 - "Examen del Mercado de Capitales"
Boletín Mensual, Julio 1963, página 3

- FIRST NATIONAL CITY BANK
 - "Las Perspectivas del Crédito de Consumo"
Boletín Mensual, Julio 1964, página 5
- GARVY, George
 - "La Velocidad de los Depósitos y su Significado"
C.E.M.L.A., México 1962, primera edición.
- GOEDHUYS, D.W.
 - "Money on the Wing or the Rise of the Non-bank Lenders"
The Journal of Economic Abstracts - Enero 1965, Volumen III,
página 95.
- GOLDENWEISER, E.A.
 - "Política Monetaria Norteamericana"
Fondo de Cultura Económica, México 1956, 1ª edición en español.
- GOLDSMITH, Raymond W.
 - "La Estructura Financiera y el Crecimiento Económico"
C.E.M.L.A., México 1963, primera edición.
- HALM, George N.
 - "Economía del Dinero y de la Banca"
Casa Editorial Bosch, Barcelona 1963, 2ª edición revisada.
- HORVITZ, Paul M.
 - "Monetary Policy and the Financial System"
Prentice Hall Inc., Englewood Cliffs, EE.UU., 1963.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND
 - "Insurance Statistics as Components of Monetary Analyses "
International Financial Statistics, Noviembre 1957, Volumen X,
Número 11, página II.
- JOHNSON, Harry G.
 - "Monetary Theory and Policy"
The American Economic Review, Junio 1962, Volumen LII, página
335.

- LANG R.
 'Changes in the Structure of the Swiss Money and Capital Market'
 The Journal of Economic Abstracts, Abril 1965, Volumen III, página 243.
- LERNER, Abba P.
 "Financial Institutions and Monetary Policy - Discussion"
 Papers and Proceedings of the Seventy-fifth Annual Meeting of
 the American Economic Association
 The American Economic Review, Mayo 1963, página 401.
- MALKIEL, Burton G.
 "The Term Structure of Interest Rates"
 Papers and Proceedings of the Seventy-sixth Annual Meeting of
 the American Economic Association
 The American Economic Review, Mayo 1964, página 532.
- MARQUEZ, Javier.
 "Las Instituciones Financieras y el Desarrollo Económico"
 El Desarrollo Económico y América Latina
 Fondo de Cultura Económica, México 1963, 2ª-edición, página 197.
- MUELLER, Eva y OSVORNE, Harlow
 "Consumer Time and Savings Balances: their Role in Family Liquidity"
 Papers and Proceedings of the Seventy-seventh Annual Meeting
 of the American Economic Association
 The American Economic Review, Mayo 1965, página 265.
- NEVIN, Edward
 "Fondos de Capital en los Países Subdesarrollados"
 Fondo de Cultura Económica, México 1963, primera edición en español.
- OTTO, I.H.
 'Comentario Bibliográfico de Evolución de las Instituciones Financieras en México por O. Ernest Moore y de Las Sociedades Financieras Privadas en México por Antonio Carlos Andapla'
 The American Economic Review, Junio 1964, Volumen LIV, página 478.

- ROBINSON, Roland I.
 "Money and Capital Markets"
 McGraw-Hill Book Company, F.E.U.U., 1964.
- ROSEN, Marvin E.
 "Credit Controls and Financial Intermediaries" Comment"
 The American Economic Review, Marzo 1962, Volumen LII, página 185.
- SAYERS, R.S.
 "Modern Banking"
 Oxford University Press, Gran Bretaña 1964, sexta edición.
- SCHOTT, Francis H.
 "The Report of the Canadian Royal Commission on Banking and Finance : A Review"
 Federal Reserve Bank of New York, Monthly Review, Agosto 1964, Volumen 46, página 151.
- SOLIS M., Leopoldo y BROTHERS, Dwight S.
 "El Mercado de Dinero y Capitales de México"
 El Trimestre Económico, México octubre-diciembre 1964, Volumen XXXI, página 579.
- SOLIS M., Leopoldo
 "Intermediación Financiera y Desarrollo Económico"
 El Trimestre Económico, México Abril-Junio 1965, Volumen XXXII, página 225.
- TOBIN, James y BRAINARD, William C.
 "Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Controls"
 Papers and Proceedings of the Seventy-fifth Annual Meeting of the American Economic Association
 The American Economic Review, Mayo 1963, página 393.
- U TUN WAI
 "Tasas de Interés en los Países Subdesarrollados"
 C.E.M.L.A., México 1964, primera edición.

INDICE DE CUADROS

- AHORRO E INVEPSION	...	6
- RESUMEN DE LA CUENTA DE FLUJO DE FONDOS DE EE.UU.	...	8
- ENTIDADES ASEGURADORAS - Inversiones	...	26
- DEPOSITOS BANCARIOS DE PARTICULARES	...	29
- DEPOSITOS BANCARIOS DE PARTICULARES _ En Cuenta Corriente	...	31
- DEPOSITOS BANCARIOS DE PARTICULARES - En Caja de Ahorro	...	32
- SALDOS DE PRESTAMOS BANCARIOS AL PUBLICO	...	34
- COOPERATIVAS DE CREDITO	...	42
- ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS - Evolución de Algunos Rubros	...	50
- ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS - Solicitudes de Inscripción en Trámite	...	51

INDICE

- EL CREDITO EXTRABANCARIO COMO PROBLEMA DE POLITICA MONETARIA Y FINANCIERA	...	2
- LA FORMACION DEL AHORRO	...	3
La Estructura de la Cuenta de Capital	...	4
La Formación del Ahorro de las Unidades familiares	...	7
El Ahorro de las Empresas	...	13
La Administración Pública y el Ahorro	...	14
El Sector Externo	...	14
- SU CANALIZACION	...	16
Los Mercados Financieros	...	16
El Mercado de Valores	...	19
Los Seguros Sociales	...	21
Las Compañías de Seguros	...	22
Los Bancos Comerciales	...	27
Evolución Reciente de la Intermediación Financiera	...	33
Las Cuentas Especiales de Ahorro	...	35
Las Sociedades de Ahorro y Préstamo para la Vivienda	...	36
Las Cooperativas de Crédito	...	41
Las Entidades Financieras No Bancarias	...	44
- SU DESTINO	...	52
El Destino de los Fondos en Nuestro País	...	56
- LA INFLUENCIA DE LA TASA DE INTERES	...	59
- REQUERIMIENTOS PARA SU CONTROL	...	74
- CONCLUSIONES	...	98
- BIBLIOGRAFIA	...	92

